

CAPITULO 4

ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y CREACION DE VALOR: UN ANALISIS EMPIRICO DEL COMPORTAMIENTO SUPERVISOR Y DE LA VENTAJA INFORMATIVA

4.1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVO

El estudio de la estructura accionarial de las empresas ha sido abordado a partir del análisis de su influencia en los resultados y la creación de valor de la empresa, considerando el equilibrio entre los beneficios privados que el inversor que ejerce el control puede obtener (los cuales varían según la identidad del mismo), los beneficios públicos derivados de una determinada estructura accionarial (que se traducen en la mayor supervisión y alineamiento de intereses), y los costes que en general provoca una mayor concentración del accionariado.

En general, los mayores beneficios privados que el inversor principal puede obtener de la empresa, derivados de su poder para adoptar decisiones y de su mayor acceso a la información, le llevan a incrementar su participación hasta que consiga el control. Sin embargo, se observa que, por término medio, los inversores detentan un porcentaje de propiedad superior al mínimo necesario para ejercer el control. Ello tendrá tanto costes como beneficios. Por el lado de los beneficios, se obtiene un incremento de la supervisión y de la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios (se reducen costes de selección adversa y riesgo moral). Sin embargo, por el lado de los costes, la mayor concentración accionarial da lugar a una menor diversificación de riesgos (Admati, Pfleiderer y Zechner, 1994), a contratos de incentivos basados en el valor de la empresa menos eficientes (Holmström y Tirole, 1993) y a una supervisión menos efectiva debido al menor beneficio que puede obtener el inversor derivado de su información privada (Maug, 1998).

Como consecuencia de dichos costes, la tradicional hipótesis de supervisión de la propiedad accionarial que consideraba la influencia positiva de la concentración de propiedad sobre el valor de la empresa, debería ser analizada con cautela, puesto que, si bien es cierto que permite obtener un mayor beneficio público del que disfrutaban todos los inversores de la empresa y que se expresa a través del aumento en el valor de la misma, también lo es que se incrementan una serie de costes que pueden llegar a anular dichos beneficios. Ello puede dar lugar a la utilización de otros mecanismos de supervisión y alineamiento de intereses sustitutivos de la concentración de manera que no se incurra en los costes antes mencionados o a que el activismo, supervisión y disposición a incurrir en los costes de búsqueda de información y mayor seguimiento de las actividades de la empresa únicamente se produzca en aquellas situaciones en las que la ganancia que podemos obtener de la supervisión sea mayor. Si el objetivo principal del activismo del inversor es el alineamiento de intereses entre accionistas y directivos debido a la mayor vinculación con los flujos de caja obtenidos en la empresa, la ganancia pública derivada de la supervisión se maximiza en aquellas empresas en las que el conflicto de intereses entre accionistas y directivos sea mayor, dando lugar a un incremento en el valor de la empresa, ya que en caso de ausencia de conflicto la estructura de propiedad no tendría ningún efecto a priori sobre el valor.

En este sentido, se introduce un nuevo aspecto en el estudio de la propiedad accionarial y su actuación disciplinaria, la consideración del grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos o entre accionistas mayoritarios y minoritarios a la hora de analizar la influencia de la estructura de propiedad sobre la creación de valor en la empresa. Este hecho puede tener varias implicaciones en la valoración de las operaciones de reestructuración de la propiedad accionarial o de los acuerdos adoptados para evitar modificaciones en el accionariado.

En primer lugar, en las operaciones que dan lugar a cambios de propiedad, como las Ofertas Públicas de Venta y los procesos de privatización, se ha llegado a observar que el valor de la operación está condicionado por la estructura de propiedad resultante (Stoughton y Zechner, 1998; Hingorani, Lehn y Makhija, 1997 y Claessens, 1997). Por lo tanto, si la influencia de la propiedad accionarial sobre el valor de la empresa está condicionada por el grado de conflicto de intereses entre

accionistas y directivos, este hecho debería tenerse en cuenta a la hora de valorar dichas operaciones.

En segundo lugar, los rendimientos anormales positivos observados en las ventas privadas de títulos, así como en las operaciones en el mercado de control societario y en el mercado de control parcial, se han justificado en parte a través de la mayor supervisión que ejerce el accionista adquirente (Hertzel y Smith, 1993; Jensen y Ruback, 1983; Bethel, Porter y Opler, 1998). En este sentido, si los beneficios derivados de dicha supervisión en la empresa varían en función del mayor o menor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos, el rendimiento anormal que acompaña a estas operaciones podrá ser mayor o menor también en función de dicho alineamiento.

Por último, los acuerdos antiadquisición o medidas de blindaje que protegen los intereses de los consejos de administración tienen consecuencias sobre el valor de la empresa, bien en sentido positivo (cuando dichos acuerdos favorecen los intereses de los accionistas) o bien en sentido negativo (cuando los acuerdos pretenden atrincherar a los gestores). Por lo tanto, la imposición de restricciones a variaciones en la propiedad accionarial tiene consecuencias sobre el valor de la empresa, que vendrán condicionadas por el mayor o menor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos, al igual que en los casos anteriores, siendo el efecto más negativo cuanto menor sea la convergencia de intereses entre unos y otros.

Por otro lado, el inversor mayoritario no está interesado únicamente en el mayor beneficio público que todo accionista puede obtener, sino que además trata de compensar los costes necesarios para el ejercicio de la supervisión mediante la apropiación de beneficios privados y la explotación de información privada a la que puede acceder como consecuencia de su posición como inversor principal. A pesar de que el uso de información privilegiada está regulado en la Ley del Mercado de Valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha creado la Unidad de Vigilancia de los Mercados¹ en febrero de 1997 para perseguir el uso indebido de información privilegiada, de manera que rastrea el mercado en busca de operaciones de compra-venta sospechosas, ya sea por su concentración en el tiempo o en un valor

concreto o por su volumen, con especial cuidado en los movimientos que preceden a una OPA o al anuncio de operaciones estratégicas.

Esta ventaja informativa de los inversores principales de la empresa, o de aquellos que pueden tener un mayor acceso a la misma, como son los internos y los inversores institucionales, ha sido asumida por los mercados de capitales, en el sentido en que la reacción de los precios ante diversos anuncios que realiza la empresa se ve condicionada por los movimientos accionariales que se produzcan simultáneamente, que dotan de mayor credibilidad a los anuncios o liberan información adicional a los inversores. En esta línea están los trabajos de John y Mishra (1990) para los anuncios de inversión, John y Lang (1991) para anuncios de dividendos y Udpa (1996) para anuncios de ganancias.

El objetivo de nuestro trabajo consiste, en primer lugar, en investigar si la influencia de los accionistas principales sobre el valor de la empresa se encuentra condicionada por la existencia de un mayor grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos, de manera que cuanto mayor sea el beneficio público esperado mayor será la disposición del accionista a asumir los costes derivados de la mayor supervisión. Pero, puesto que de dicho beneficio pueden disfrutar todos los inversores sin necesidad de incurrir en los costes de supervisión (*free-riding*) el accionista principal puede hacer uso de su mayor ventaja informativa para obtener un beneficio adicional. En este sentido, nuestro segundo objetivo consiste en analizar si en el mercado de capitales español la adquisición de bloques accionariales se encuentra condicionada por el mayor beneficio público que puede derivarse de la supervisión o por la ventaja informativa que poseen los adquirentes y la explotación de la información privilegiada, que pondría de manifiesto la necesidad de la aplicación estricta de los códigos de conducta y de un seguimiento más exhaustivo de las empresas con mayor asimetría informativa.

4.2. HIPÓTESIS A CONTRASTAR

La concentración de la propiedad se configura como un mecanismo natural de supervisión de la actuación de los directivos en la empresa. Los accionistas con una

¹ Esta Unidad de Vigilancia presenta procedimientos y medios técnicos muy similares a los utilizados por el servicio Market Watch de la SEC norteamericana.

participación suficientemente significativa están dispuestos a asumir esta responsabilidad siempre que los beneficios esperados de la supervisión superen los costes derivados de su ejercicio. La influencia final de la estructura accionarial sobre los resultados de la empresa está condicionada por la magnitud de los conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios y los directivos de la empresa en la que participan, así como entre los distintos inversores que componen el accionariado de la empresa. En el caso del modelo continental, en el que el gran accionista suele ser una entidad financiera o un grupo familiar o industrial, los conflictos de intereses son más altos que en el caso del sistema anglosajón en el que la institución inversora (fondo de inversión, de pensiones o compañía de seguros) presenta un menor conflicto de intereses con la empresa en la cual participa, dado que carecen en principio de objetivos privados definidos, aunque se presenta el problema de que en el proceso de supervisión, esta institución disponga o se aproveche de información no pública.

Asimismo, junto al posible efecto positivo que la concentración de la propiedad podría provocar sobre los resultados empresariales, algunos autores abogan por una mayor dispersión del accionariado, argumentando que la concentración accionarial no sólo reduciría la liquidez (dando lugar a contratos de incentivos menos eficientes y aumentando los costes de salida de los inversores descontentos) sino que puede disminuir la discrecionalidad directiva para llevar a cabo inversiones (Burkart, Gromb y Panunzi, 1997), aumentar el riesgo asumido por el inversor mayoritario (Admati, Phleifer y Zechner, 1994) o provocar una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios por la captación de una serie de beneficios privados.

La existencia de beneficios privados permite formular la “hipótesis de expropiación” según la cual los grandes inversores utilizan su poder de control para influir sobre las decisiones directivas de manera que se tomen en función de su propio beneficio.

Según Fama y Jensen (1983) estos beneficios privados pueden traducirse en el cobro de salarios excesivos, la negociación privilegiada con otras empresas de las que el inversor mayoritario detenta también el control, la inversión en proyectos con

valor actual neto negativo, e incluso la apropiación de fondos. Stulz (1988) reconoce como beneficio privado derivado de la mayor propiedad interna la posibilidad de que los directivos se mantengan en su puesto de trabajo aunque ello suponga resistirse a tomas de control que incrementen el valor.

En general, el aumento en el poder de control que conceden los mayores derechos de voto y el mejor acceso a la información que poseen los inversores mayoritarios de la empresa se traducen en una serie de beneficios privados que pueden variar en función de la identidad del accionista principal.

a) Cuando una empresa posee un porcentaje significativo de la propiedad de otra empresa, el valor para los accionistas minoritarios de ésta última se encuentra condicionado por las decisiones que adopte la primera, dando lugar a un potencial conflicto de intereses entre ambas. Uno de los beneficios que puede obtener la empresa matriz, es la mayor flexibilidad en las decisiones financieras. En particular, podría obtener fondos externos emitiendo acciones a través de sus filiales, lo que permite a los controladores infravalorados invertir en proyectos que de otra forma no se realizarían debido al problema de selección adversa en las emisiones de acciones que conduciría a venderlas a un precio inferior a su valor. De esta manera se podría aumentar la riqueza de la empresa controladora a expensas de los accionistas minoritarios de la filial, aunque tal y como observan Slovin y Sushka (1997) el efecto positivo que se produce en el valor de la empresa controladora es mayor que el efecto negativo que provoca la emisión de acciones en la empresa subsidiaria, por lo que el valor de la empresa en su conjunto se verá aumentado. En esta misma línea se encuentran también los trabajos Rosenstein y Rush (1990).

Por otra parte, no debemos olvidar el posible beneficio público que se deriva de esta situación. La expectativa de beneficios derivados de sinergias por inversiones dentro de las empresas o potenciales tomas de control da lugar a un incremento del valor, así como a la posibilidad de aumentar el poder de mercado cuando la empresa y su principal accionista pertenecen al mismo sector de actividad.

b) Las entidades financieras que pertenecen al accionariado de la empresa pueden obtener beneficios privados consiguiendo que la financiación externa de la empresa se contrate con ellas mismas frente a otros intermediarios financieros (Dittus y

Prowse, 1996). Puesto que el beneficio privado que pueden obtener los bancos y cajas de ahorros se traduce en un aumento de su negocio, es lógico que se observe que estas entidades se opongan con menor probabilidad a los deseos de los directivos, frente a otros inversores institucionales como fondos de inversión y de pensiones (Brickley, Lease y Smith, 1988). Además, las entidades bancarias que tienen cierto control sobre las decisiones de la empresa pueden presentar un comportamiento conservador en la política de inversión que la empresa lleva a cabo, de manera que se asegure el pago de la deuda, lo que puede restringir la posibilidad de obtener una mayor rentabilidad.

Por otro lado, la hipótesis de “supervisión eficiente” de la propiedad institucional de Pound (1988) sugiere que los inversores institucionales están más informados y son más capaces de supervisar a los directivos a un menor coste, de manera que se lleven a cabo acciones eficientes mediante la asignación de los recursos financieros a los proyectos más rentables, maximizando así el valor de la empresa. De esta manera, no se puede establecer a priori si los inversores institucionales llevan a cabo labores de supervisión que incrementen el valor de la empresa para los accionistas o si por el contrario, sus intereses se encuentran más alineados con los de los directivos con el objetivo de mantener o incrementar su volumen de negocio.

c) Los directivos y consejeros que forman parte del accionariado de la empresa se benefician privadamente de la posibilidad de atrincheramiento que les concede su mayor poder de control, ello les permite mantenerse en su puesto de trabajo y asegurarse su remuneración, a pesar de que su actuación provoque efectos adversos sobre los resultados de la empresa. Por otro lado, es posible también definir el beneficio público que se deriva de la mayor propiedad interna como consecuencia del alineamiento de intereses entre accionistas y directivos, que contribuye a la reducción de los costes de agencia y a la creación de valor.

La existencia de beneficios privados se ha puesto de manifiesto generalmente mediante el estudio del sobreprecio que se paga por las acciones con derecho a voto o cuando se realizan transacciones de bloques accionariales que permiten obtener el

control de la empresa, así como mediante el análisis de la influencia directa de una determinada estructura accionarial sobre el valor de la empresa.

En el caso de las acciones con diferentes derechos de voto, en la mayoría de los países se observa el pago de una prima elevada por los derechos de control. Ello es indicativo de la existencia de beneficios privados derivados del control, mayores cuanto más dispersa está la propiedad o cuando existen dos accionistas mayoritarios de tamaño similar que compiten por el control dando lugar a un mayor valor de los derechos de voto de la empresa (Zingales, 1994; Rydquist, 1996). En España, la Reforma de la Ley del Mercado de Valores de 1998 modifica la regulación existente sobre acciones sin voto con el ánimo de favorecer la financiación empresarial a través de los mercados financieros con las suficientes garantías para los inversores que tienen acceso al capital de la empresa sin implicación, a través de los derechos de voto, en la gestión social. En particular, se elimina el límite mínimo en la cuantía del dividendo que correspondía al 5% del capital desembolsado por cada acción, el dividendo anual a percibir podrá ser fijo o variable y, aunque no se perciba, estas acciones no supondrán un derecho de voto en las Juntas. Este tipo de activos tiene como principal atractivo para el inversor la rentabilidad por dividendos permitiendo a la empresa el acceso a la financiación sin renunciar al poder de control que detenta el actual accionista mayoritario, grupo de accionistas, o en caso de propiedad muy dispersa, los internos de la empresa. En este sentido, en España la experiencia relacionada con las acciones sin voto es todavía muy reducida, pero la práctica extranjera ha permitido valorar la existencia de determinados beneficios privados que se derivan del derecho de control, lo que da lugar a que las acciones que no ostentan este derecho se ofrezcan con un descuento sobre las acciones con voto.

Asimismo, en el caso de transacciones con bloques accionariales se ha tratado de evaluar la existencia de beneficios privados mediante el cálculo del sobrepago que se realiza en la adquisición de un porcentaje de acciones representativo para ejercer el control, bien mediante la adquisición en bloque de las acciones por parte de un nuevo inversor o bien mediante la compra de participaciones adicionales que permiten incrementar el control y que no se corresponden a Ofertas Públicas de Adquisición. La evidencia al respecto se encuentra prácticamente concentrada en Estados Unidos (Barclay y Holderness, 1989, 1992). Una de las explicaciones a

dichas primas argumenta que el inversor anticipa los beneficios privados derivados de sus mayores derechos de control, como es la pertenencia al consejo y la influencia para que las decisiones de la empresa se tomen en su propio beneficio. Incluso sin formar parte del consejo, el accionista mayoritario puede influir en las decisiones ante la alternativa de vender sus acciones a un adquirente hostil a la dirección. Una segunda explicación al pago de una prima por el bloque accionarial se basa en el ahorro en los costes de transacción que supone la adquisición de un paquete importante frente a la compra a varios accionistas dispersos.

Una tercera vía para la evaluación de los beneficios privados es el análisis de la influencia directa que una determinada estructura de propiedad tiene sobre el rendimiento de la empresa. En el caso de que existan beneficios privados establecidos a partir de la expropiación de los accionistas minoritarios, se observa una caída en el valor de la empresa. Evidencia al respecto recogen Pound (1988) para el caso de inversores institucionales y Rosenstein y Rush (1990) para el caso de inversores empresariales, entre otros.

Si únicamente existiesen beneficios privados derivados de la propiedad, el accionista desearía tener el control de la empresa mediante la posesión de un número mínimo de acciones que, en el caso de que existan acciones con y sin voto, suponga un mayor porcentaje de acciones con voto, sin comprometer sus fondos en acciones que no le otorgan derechos de control. Sin embargo, en más del 35% de las empresas españolas la propiedad del inversor mayoritario es superior al 50%, es decir, superior al mínimo requerido para ejercer el control, lo que indica que junto a los beneficios privados que se derivan de su poder de control existen beneficios públicos asociados a sus derechos sobre los flujos de caja y de los que participan todos los inversores de la empresa². Estos beneficios públicos proceden fundamentalmente de la supervisión ejercida por los accionistas principales que da lugar a un mayor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos, a una reducción de los costes de agencia y a un aumento del valor de la empresa.

² Los accionistas mayoritarios poseen más acciones por término medio de lo que sería racional si el único objetivo fuese la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios en países como Italia (Zingales, 1994), Suecia (Bergtröm y Rydquist, 1990) y Estados Unidos (Holderness y Sheehan, 1988).

Las principales razones que pueden conducir al inversor a la compra de acciones por encima del porcentaje necesario para ejercer el control, o acciones sin voto, se pueden resumir en tres:

- El accionista desea enviar una señal positiva al mercado sobre la confianza depositada en la empresa, lo que permite a ésta obtener capital a un menor coste, solucionando problemas de riesgo moral y selección adversa.
- El porcentaje superior de acciones le permite beneficiarse de los flujos de caja derivados de la política empresarial que se lleva a cabo como consecuencia de su influencia sobre las decisiones adoptadas.
- Además, aquellas empresas que tienen la propiedad más concentrada tienen un mayor valor de mercado, dado que es más probable que se produzca una OPA que aumente el valor.

Por lo tanto, la hipótesis de beneficios privados o de expropiación, que lleva al inversor a utilizar su posición dominante para influir en el comportamiento de la empresa dominada y obtener beneficios privados de los que se apropia de forma exclusiva, no elimina la posibilidad de que se cumpla simultáneamente la hipótesis de supervisión de la propiedad que da lugar a una reducción de la discrecionalidad de los directivos y a la selección de estrategias correctas. Sin embargo, ya hemos comentado que la concentración no está exenta de costes que pueden llegar a anular el beneficio público obtenido de la supervisión. En este sentido se plantean tres cuestiones:

- si la concentración accionarial y la identidad del accionista principal contribuyen a alinear intereses de accionistas y directivos dando lugar a la creación de valor, o si por el contrario, al actuar en interés propio reducen el beneficio público o valor de la empresa, afectando negativamente a los accionistas minoritarios.
- si los costes de la propiedad dan lugar a la utilización de otros mecanismos de alineamiento de intereses y de señalización sustitutivos de la concentración accionarial.

- si el activismo accionarial está condicionado por el grado de conflicto de intereses dando lugar a una maximización del beneficio público o creación de valor en aquellos casos en los que la ganancia derivada de la supervisión es superior o lo que es lo mismo cuando el conflicto de intereses entre accionistas y directivos sea mayor.

Por lo tanto, la relación entre la concentración de la propiedad o la identidad del accionista principal y la creación de valor en la empresa se convierte en una cuestión empírica cuyo resultado depende del equilibrio entre los beneficios públicos que se derivan de una mayor supervisión, los intereses privados que persigue el inversor mayoritario y el grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos que permita maximizar la ganancia pública.

En particular, los costes de supervisión que acompañan a la concentración accionarial y al control ejercido por las diferentes categorías de inversores de la empresa, nos hacen suponer que en aquellas empresas en las que las oportunidades de crecimiento y de obtención de beneficios son mayores y en las que, por lo tanto, existe un menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos (al menos en lo que a política de inversión se refiere), se observa una menor dependencia entre la creación de valor y la estructura del accionariado.

Cuanto mayores sean las oportunidades de crecimiento de la empresa, menor es la probabilidad de que se realicen proyectos de inversión con valor actual neto negativo, y por lo tanto la finalidad supervisora de la propiedad para alinear intereses resulta menos relevante³. Además, existirá un incentivo a reducir la dependencia de la empresa de dichos inversores para evitar los costes que la supervisión supone, como el comportamiento inversor más conservador de los bancos (Hoshi et al., 1993) o el atrincheramiento directivo. O dicho de otra forma, el efecto de la estructura accionarial sobre los resultados de la empresa varía en función de las oportunidades de crecimiento de ésta, existiendo una relación más intensa cuando las oportunidades de crecimiento son menores, puesto que la diferencia potencial de los intereses de los

³ Las mayores oportunidades de crecimiento de la empresa reducen los problemas de agencia que justificaban la implantación de los mecanismos de gobierno en la empresa, según se observa en el capítulo 1, y que se basaban entre otros en la mayor aversión al riesgo de los directivos, en su objetivo por lograr un mayor crecimiento de la empresa que podía no maximizar el valor, y en la preferencia por un horizonte temporal más corto para alcanzar los resultados de las inversiones.

distintos agentes de la empresa será mayor y la posibilidad de maximizar el beneficio público derivado de la supervisión es más alta.

En conclusión, nos proponemos contrastar la siguiente hipótesis:

H1: La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es menos intensa en aquellas con menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos.

Esta hipótesis puede subdividirse en tres en función de la identidad del accionista principal:

H1a: La relación entre la propiedad empresarial y la creación de valor en la empresa es menos intensa en aquellas con menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos.

H1b: La relación entre la propiedad institucional y la creación de valor en la empresa es menos intensa en aquellas con menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos.

H1c: La relación entre la propiedad interna y la creación de valor en la empresa es menos intensa en aquellas con menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos.

Por otro lado, la existencia de mecanismos de gobierno alternativos⁴ a la propiedad que permitan alinear intereses y tomar decisiones que maximicen el valor de la empresa provoca que el beneficio público adicional generado por la estructura de propiedad sea más bajo y, por tanto, el deseo de incurrir en los costes de supervisión y de participación activa en la gestión de la empresa sea menor.

⁴ En nuestro análisis empírico nos centramos en dos mecanismos alternativos de supervisión, la política de dividendos y el tamaño del consejo de administración.

La hipótesis de supervisión de los dividendos establece que cuando la empresa paga altos dividendos con el fin de incrementar la probabilidad de venta de sus acciones aumenta también la probabilidad de supervisión del mercado de capitales, puesto que se observa un mayor seguimiento de la gestión por parte de los bancos de inversión, bolsas de valores y oferentes de capital, disciplinando la actuación de los que toman las decisiones en la empresa, reduciendo así los costes de agencia y añadiendo valor. Por lo tanto, aquellas empresas que no reparten dividendos pueden maximizar dicho valor a través de una estructura de propiedad adecuada.

Del mismo modo, la eficiencia de los consejos de administración en sus funciones de vigilancia y supervisión de los directivos, así como en la aprobación de proyectos estratégicos, puede restringir el beneficio público que se obtendría del activismo inversor. Dicha eficiencia se ha aproximado por el tamaño del consejo de administración, de manera que si el número de consejeros no es el adecuado (generalmente porque es muy elevado y la toma de decisiones se vuelve más conflictiva y costosa⁵) su eficiencia para la creación de valor en la empresa se encuentra limitada, por lo que es posible maximizar el beneficio público a través de una estructura de propiedad adecuada.

En este sentido, nos planteamos el contraste de una segunda hipótesis que relaciona la estructura accionarial y la creación de valor en función de otros mecanismos de supervisión alternativos, que dividimos en dos:

H2a: La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es más intensa en aquellas que no reparten dividendos.

H2b: La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es más intensa en aquellas en las que el tamaño del consejo de administración limita la eficiencia del mismo.

⁵ Yermak (1996) y Eisenberg, Sundgreg y Wells (1998).

Por otra parte, es preciso tener en cuenta el endeudamiento como mecanismo de gobierno que limita la discrecionalidad directiva y, por tanto, ejerce una influencia sobre la creación de valor, cuyo sentido y significatividad se verá condicionada por las oportunidades de crecimiento de la empresa.

En principio, cuanto más endeudada esté la empresa más se reduce la discrecionalidad directiva disminuyendo los flujos de libre disposición (Jensen, 1986), además la mayor probabilidad de quiebra asociada a empresas con un alto grado de endeudamiento da lugar a un comportamiento más eficiente de los directivos con la finalidad de reducir dicha probabilidad y permanecer en su puesto de trabajo. Asimismo, un nivel de deuda elevado es un reflejo de la confianza depositada por los acreedores en la empresa, convirtiéndose así en una señal positiva de las expectativas de la misma.

Sin embargo, existen también una serie de costes asociados al grado de endeudamiento, entre los que destacamos la posible subinversión (Myers, 1977) o incentivo a realizar inversiones más arriesgadas cuyo riesgo es soportado por los acreedores debido a la responsabilidad limitada de los accionistas, y la reducción de los beneficios de supervisión que se derivan de la participación en el mercado de capitales.

Desde este punto de vista, formulamos una tercera hipótesis que considera el endeudamiento como un mecanismo de supervisión adecuado para reducir los flujos libres y la sobreinversión cuando las oportunidades de crecimiento de la empresa son escasas y, por el contrario, si las expectativas de crecimiento son elevadas, la existencia de deuda puede limitar la realización de inversiones rentables, provocando un efecto negativo sobre el valor de la empresa. Esta hipótesis se subdivide en las dos siguientes:

H3a: en empresas con bajas oportunidades de crecimiento, el endeudamiento actúa como mecanismo supervisor evitando la sobreinversión y mejorando el valor de la empresa.

H3b: en empresas con altas oportunidades de crecimiento, el endeudamiento da lugar a una disminución en el valor de la empresa puesto que puede provocar un comportamiento “subinversor”.

El contraste de las hipótesis anteriores nos permite desarrollar nuestro primer objetivo, el análisis de la influencia de los accionistas principales sobre el valor de la empresa en función del mayor o menor grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos, de manera que cuanto más alto sea el beneficio público esperado mayor será la disposición del inversor a asumir los costes derivados de la mayor supervisión. Sin embargo, puesto que de dicho beneficio disfrutaban todos los inversores sin necesidad de incurrir en los costes de supervisión necesarios, el accionista principal puede hacer uso de su ventaja informativa para obtener un beneficio adicional. En este sentido, nos hemos planteado como segundo objetivo investigar si, en el mercado de capitales español, la adquisición de participaciones se encuentra condicionada por el mayor beneficio público que puede derivarse de la supervisión o por la ventaja informativa que poseen los inversores principales, distinguiéndose así dos objetivos fundamentales de las adquisiciones accionariales: la supervisión y la transmisión de información.

El inversor anticipa los posibles cambios que pueden producirse en el rendimiento directivo como consecuencia del mayor alineamiento de intereses de manera que las adquisiciones se producen con mayor probabilidad en aquellas empresas en las que el beneficio derivado de la supervisión es mayor, o lo que es lo mismo, en aquellas empresas en las que la estructura accionarial inicial se encuentra dispersa. El sobreprecio pagado por las adquisiciones en el mercado de control parcial señala la mejora esperada en la gestión de la empresa (Barclay y Holderness, 1989, 1992) y el rendimiento anormal positivo de las acciones que acompaña a la adquisición indica una reducción de los costes de agencia asociados a la estructura de propiedad inicial a través de la influencia que puede ejercer el comprador sobre el gobierno y gestión empresarial mejorando los beneficios futuros de la empresa (Bethel, Porter y Opler, 1998). La ganancia potencial derivada de un incremento en la concentración, donde los accionistas pueden mejorar su actividad de supervisión,

es mayor en las empresas en las que la estructura de propiedad se encuentra más dispersa⁶.

En esta línea, nos planteamos el contraste de la siguiente hipótesis:

H4: la adquisición de una participación accionarial adicional por parte de los inversores principales de la empresa o el cambio de identidad del accionista de control se produce con mayor probabilidad cuanto más dispersa esté la propiedad inicialmente.

Por otro lado, si el objetivo de la adquisición de una participación accionarial importante fuese la transmisión de información, debido a la superioridad informativa o mejor acceso a la información con que cuentan los inversores mayoritarios de la empresa, cabe esperar una mayor probabilidad de adquisición cuanto mayor sea la asimetría informativa en la empresa, puesto que el efecto informativo será mayor. Para que un anuncio sea creíble en el contexto de la hipótesis de señales de Ross (1977) debe asociarse un coste a la falta de veracidad del mismo, y en este sentido, los inversores no deberían creer un anuncio a no ser que el coste por transmitir una señal falsa fuese mayor que los beneficios. En el caso de la propiedad accionarial, si se decide incrementar el porcentaje que posee el inversor principal o se produce una transmisión en bloque, ello se debe a que se espera un incremento en el valor de la empresa superior a los costes asociados a incrementos en la concentración, entre los que se encuentra la menor diversificación de riesgos, como ya mencionamos anteriormente.

⁶ Esta ganancia potencial derivada de un incremento en la supervisión se pone de manifiesto en distintas operaciones de los mercados de capitales a través de transacciones accionariales que dan lugar a la transformación de una estructura accionarial dispersa en una estructura concentrada, observándose el pago de una prima o rendimientos anormales positivos en colocaciones privadas de títulos (Hertzel y Smith, 1993), salidas de bolsa (Lehn y Poulsen, 1989), mercado de control societario (Gómez Ansón, 1997) y mercado de control parcial (Bethel, Porter y Opler, 1998).

Por lo tanto, las adquisiciones adicionales de acciones por parte del inversor transmiten información al mercado acerca de la confianza que el inversor tiene en la empresa y de la expectativa de creación de valor, reduciendo la asimetría informativa. Además, sirven de complemento informativo ante las diversas señales transmitidas al mercado haciéndolas más creíbles y generando mayores rendimientos anormales, como sucede ante anuncios de splits, de inversión y de emisión de acciones. En particular, en aquellas empresas en las que la asimetría informativa es mayor, el efecto informativo derivado de una adquisición accionarial es más alto y, por lo tanto, el beneficio público que puede obtenerse es mayor. Por ello, el deseo de los inversores de ampliar su participación puede estar motivado por dicha asimetría informativa, partiendo de la hipótesis de que los inversores principales de las empresas tienen un mayor acceso a la información por lo que los costes de dicha información son menores.

En este sentido nos planteamos el contraste de la siguiente hipótesis:

H5: la adquisición de una participación accionarial adicional por parte de los inversores principales de la empresa se produce con mayor probabilidad cuanto mayor es la asimetría informativa de la empresa.

4.3. COMPOSICION Y CARACTERISTICAS DE LA MUESTRA

4.3.1. Determinación de la muestra.

El estudio se realiza sobre el conjunto de las empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Madrid entre 1994 y 1998. Inicialmente, para llevar a cabo la comparación de la estructura accionarial existente entre los dos años que limitan nuestro periodo muestral, hemos construido dos muestras de empresas no financieras basándonos en los mismos criterios de selección. En primer lugar, partiendo de una base de datos de empresas que comunican información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, eliminamos aquellas que declaran una situación de quiebra o de suspensión de pagos, así como aquellas cuya salida a bolsa se haya producido durante los dos años anteriores a cada uno de los años considerados (1994 y 1998), puesto que la estructura accionarial de estas empresas puede venir condicionada por las condiciones de dicha Oferta Pública Inicial. Asimismo, la disponibilidad de la

información necesaria para llevar a cabo el estudio hace que el número de empresas considerado en la muestra quede reducido a un total de 116 en 1994 y de 120 en 1998, cuya adscripción sectorial recogemos en el cuadro 4.1. atendiendo a la clasificación que realiza la Bolsa de Madrid, aunque distinguiendo las Inmobiliarias de Otras Industrias y Servicios por el gran número de empresas que pertenecen a dicha actividad (el apéndice 1 recoge la relación completa de las empresas de la muestra). Finalmente, con la intención de construir una base de datos homogénea compuesta por las mismas empresas durante el periodo objeto de estudio, consideramos únicamente aquellas que se mantienen durante todo el periodo muestral, dando lugar a una muestra de 93 empresas desde 1994 a 1998, una vez que se eliminan aquellas que durante dicho periodo hayan sido excluidas de la cotización oficial porque hayan sido objeto de una OPA de exclusión, de una fusión por absorción, o por cualquier otro motivo.

Los datos utilizados en la investigación se obtienen de la información pública acerca de las entidades con cotización oficial que suministra la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y en particular, información obtenida de los Balances, Cuentas de Resultados, participaciones accionariales significativas y dividendos repartidos. Asimismo, los datos sobre capitalización bursátil de las empresas y rendimientos de índices bursátiles se obtienen de los Boletines de Cotización de la Bolsa de Madrid, así como la información sobre hechos relevantes que pudieran afectar a los resultados de nuestro estudio, como acuerdos de fusión o adquisición de otras empresas o negocios.

| GRUPO DE ACTIVIDAD | Nº DE EMPRESAS | | | % DE LA MUESTRA | | |
|--------------------------------------|----------------|------------|-----------|-----------------|------------|------------|
| | 1994 | 1998 | 1994-1998 | 1994 | 1998 | 1994-1998 |
| - Construcción | 15 | 14 | 12 | 12,9 | 11,7 | 12,9 |
| - Eléctricas (eléctrico, gas y agua) | 14 | 13 | 13 | 12,1 | 10,8 | 14 |
| - Alimentación | 15 | 14 | 10 | 12,9 | 11,7 | 10,8 |
| - Metal mecánica | 18 | 22 | 16 | 15,5 | 18,3 | 17,2 |
| - Petróleo (químico, papel y madera) | 16 | 12 | 9 | 13,8 | 10 | 9,7 |
| - Comunicación y transportes | 9 | 9 | 8 | 7,8 | 7,5 | 8,6 |
| - Otras industrias y servicios | 13 | 17 | 11 | 11,2 | 14,2 | 11,8 |
| - Inmobiliarias | 16 | 19 | 14 | 13,8 | 15,8 | 15 |
| TOTAL | 116 | 120 | 93 | 100 | 100 | 100 |

Cuadro 4.1. Composición de la muestra por tipo de actividad (número de empresas y porcentaje de la muestra).

4.3.2. Descripción de la distribución accionarial en España.

La importancia atribuida a la concentración de la propiedad accionarial en los últimos años nos obliga a realizar en primer lugar un análisis descriptivo de ésta de manera que podamos establecer un punto de partida para los análisis posteriores. Para ello utilizamos dos muestras homogéneas de empresas que han sido construidas siguiendo los mismos criterios de selección, indicados en el apartado anterior, de manera que podamos comparar la estructura accionarial al principio y al final del periodo muestral considerado. En el cuadro 4.2. recogemos la distribución accionarial según el tipo de control ejercido considerando tres variables distintas de concentración del accionariado: el porcentaje de acciones que posee el mayor accionista, los tres mayores accionistas y los cinco mayores accionistas de la empresa.

Asimismo se recoge el porcentaje accionarial en manos de los inversores institucionales (considerando como tales los bancos, las cajas de ahorros, las compañías de seguros, las mutualidades, los fondos de pensiones y las sociedades de inversión o agencias de valores⁷), de las empresas nacionales y de las empresas extranjeras. Para el cómputo de estas variables se utiliza la información suministrada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores referida a participaciones accionariales superiores al 5% del capital social de la empresa y a las participaciones de los consejeros en todo caso.

| | Principal accionista | | 3 mayores accionistas | | 5 mayores accionistas | | Empresa Nacional | Empresa extranjera | Institucional | |
|-----------------------------|----------------------|------|-----------------------|------|-----------------------|------|------------------|--------------------|---------------|------|
| | 1998 | 1994 | 1998 | 1994 | 1998 | 1994 | 1998 | 1998 | 1998 | 1994 |
| Control absoluto (x>80) | 11,5 | 12,9 | 17,2 | 15,1 | 19,7 | 20,7 | 5,7 | 4,1 | 1,6 | 0,9 |
| Control mayoritario 50<x<80 | 23,8 | 22,6 | 32 | 39,8 | 36,1 | 40,5 | 9,8 | 4,1 | 4,1 | 9,4 |
| Subtotal | 35,3 | 35,5 | 49,2 | 54,9 | 55,8 | 61,2 | 15,5 | 8,2 | 5,7 | 10,3 |
| Control minoritario 5<x<50 | 63,9 | 64,5 | 50 | 45,1 | 43,4 | 38,8 | 29,5 | 22,1 | 47,6 | 43,1 |
| Control interno X<5 | 0,8 | 0 | 0,8 | 0 | 0,8 | 0 | 55 | 69,7 | 46,7 | 46,6 |
| Subtotal | 64,7 | 64,5 | 50,8 | 45,1 | 44,2 | 38,8 | 84,5 | 91,8 | 94,3 | 89,7 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Cuadro 4.2. Porcentaje de las empresas de la muestra que se encuentran en cada clase de control (muestra 1998: 120 empresas y muestra 1994: 116 empresas).

Tal y como podemos observar, la composición accionarial apenas varía de un año a otro si consideramos la propiedad que posee el principal accionista. Sin embargo, cuando se agrupan las acciones de los cinco mayores accionistas de cada sociedad, existe una reducción de casi 5 puntos porcentuales en el porcentaje de empresas con control mayoritario, mientras que se incrementa el control minoritario

⁷ La consideración de los fondos de inversión como inversor institucional de las empresas resulta obvia, sin embargo, el porcentaje que estos fondos representan dentro de la composición accionarial de las empresas es aún tan reducida que su impacto sobre la gestión empresarial es muy limitado. Asimismo, en los casos en que podemos encontrar un inversor institucional en la empresa se trata mayoritariamente de bancos y cajas de ahorros. En concreto, la participación de los fondos de inversión en la empresa española representaba en 1998 el 7,41% de la capitalización bursátil, existiendo además un límite del 5% para adquirir acciones de una misma empresa.

entre 1994 y 1998. A pesar de ello, en más del 55% de las empresas españolas, este colectivo posee más del 50 por cien de las acciones de la sociedad, ejerciendo un control mayoritario o absoluto. Galve y Salas (1994) señalan que el porcentaje de empresas en las que los cinco mayores accionistas poseen más del 50 por cien de las acciones es del 81% en 1990, por lo que el control mayoritario ha seguido una línea descendente en los últimos años⁸. De esta evidencia se puede desprender la existencia cada vez mayor de pequeños inversores particulares, sin embargo, éstos no han obtenido aún tanta relevancia como en Estados Unidos en donde más del 90% de las empresas tienen un capital social disperso entre accionistas que poseen menos del 50% del mismo. Cuando los cinco mayores accionistas de las empresas poseen menos del 5% del capital social se considera que la propiedad se encuentra dispersa y que el control es ejercido por los internos.

Por otro lado, a pesar del incremento que experimentó la propiedad institucional entre 1995 y 1996 (periodo durante el cual el porcentaje de empresas en las que dichos inversores ejercen un control mayoritario o absoluto pasa de 8,6 a 12,1) en 1998 el porcentaje se ve reducido al 5,7 que proviene principalmente de los grandes grupos financiero-industriales (los constituidos a través de las participaciones del Banco Bilbao Vizcaya, La Caixa, Banco Santander Central Hispano y Banesto, entre otros, en las distintas empresas) más que a través de cualquier otro tipo de inversión institucional.

Estos datos nos permiten extraer la siguiente conclusión⁹: las empresas españolas continúan presentando una elevada concentración de la propiedad aunque menor que en años anteriores, y dicha concentración no se deriva de la propiedad en manos de inversores institucionales sino de la propiedad en manos de otras empresas nacionales o empresas extranjeras. Una de las causas de dicho descenso podríamos buscarla en las privatizaciones llevadas a cabo recientemente en las cuales el Estado se desprende de su participación mayoritaria en varias empresas. Si bien en 1994 podíamos encontrar 17 empresas en las que la participación estatal era superior al

⁸ Esta apreciación debe considerarse teniendo en cuenta que estos autores consideran una muestra de 311 empresas españolas, mientras que la muestra que nosotros utilizamos para el cómputo de las variables de propiedad es la especificada en el apartado anterior, 116 empresas para 1994 y 120 para 1998, aplicando los mismos criterios de selección en ambos casos.

⁹ Estas conclusiones las presentamos aquí con carácter general pero debemos tener en cuenta que estamos considerando una muestra limitada de empresas.

5%, y por término medio su participación en las empresas rondaba el 50% del capital social, en 1998, únicamente 3 empresas reúnen entre sus 3 mayores accionistas al estado (Ence, S.A., Indra, S.A y Tabacalera, S.A.).

Si consideramos la adscripción sectorial de la empresa, el cuadro 4.3. recoge los valores medios para las variables de propiedad consideradas para los distintos sectores así como el valor y el tamaño medio de las empresas de cada sector medido a través del activo total para 1994 y 1998.

La variable S_i es representativa de la concentración accionarial en la empresa y representa el porcentaje en manos del mayor accionista y de los 3 y 5 principales accionistas respectivamente. Las tres variables permiten concluir que en todos los sectores de actividad existentes en el mercado español¹⁰ la propiedad se encuentra muy concentrada observándose valores de S_3 y S_5 superiores al 50% en la mayoría de los casos y observándose un valor de S_5 similar al señalado por Galve y Salas (1994) para una muestra de 140 empresas españolas en 1990. Sin embargo, las diferencias entre los sectores resultan evidentes al considerar la propiedad en manos de los consejeros y la propiedad institucional.

En el primer caso, la propiedad en manos de los consejeros oscila entre el 2,36% y el 28,44% para los sectores de Eléctricas y Alimentación respectivamente en 1994, y entre el 2,19% y el 26,38% para los sectores Eléctricas y Construcción respectivamente en 1998. Si bien cabe señalar que aquellas empresas en las cuales sus consejeros poseen un menor porcentaje accionarial por término medio son aquellas de mayor tamaño y cuyo valor en el mercado también es mayor, como es el caso del sector eléctrico y comunicaciones, tanto en 1994 como en 1998.

¹⁰ Los sectores bancos y financieras y cartera e inversión no han sido incluidos en este trabajo ya que únicamente se consideran empresas no financieras.

En principio, este hecho apoya parcialmente la hipótesis de atrincheramiento directivo, según la cual la propiedad de los internos mejora el valor de la empresa hasta que alcanza un determinado porcentaje a partir del cual velaría por sus intereses particulares con la consiguiente disminución en el valor, lo que reafirma los resultados obtenidos por Curcio (1994), McConnell y Servaes (1990) y Hermalin y Weisbach (1987), trabajos en los cuales el valor de la Q de Tobin disminuye a partir de una propiedad de los consejeros superior al 25%, 50% o 20% respectivamente. Sin embargo, el menor porcentaje de propiedad interna en empresas de mayor valor y tamaño también podría explicarse por el mayor coste que supone el incrementar la participación accionarial en estas empresas. Asimismo, el valor obtenido para la propiedad media en manos de los consejeros es similar al obtenido por Jensen, Solberg y Zorn (1992) para una muestra de 632 empresas americanas en 1987. Por lo que si bien la dispersión de la propiedad en las empresas americanas lleva a éstas a la utilización de mecanismos de control externos como las tomas de control, dicha dispersión no las inhibe de la utilización de mecanismos de control internos como la propiedad interna.

| SECTOR | S ₁ (%) | S ₃ (%) | S ₅ (%) | Prop. consej. | Prop. instituc. | Tamaño* | Valor* |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------|--------------------|---------|---------|
| Construcción | 39,00 | 66,23 | 69,29 | 12,24 | 15,31 | 65,951 | 47,125 |
| Eléctricas | 52,52 | 54,59 | 55,98 | 2,36 | 7,68 | 590,176 | 350,673 |
| Alimentación | 45,90 | 62,35 | 67,93 | 28,44 | 20,61 | 38,211 | 29,507 |
| Metal - mecánica | 37,70 | 51,32 | 54,13 | 18,44 | 17,52 | 46,182 | 27,569 |
| Petróleo - química - papel | 51,85 | 56,17 | 58,63 | 15,96 | 9,65 | 101,351 | 109,051 |
| Comunicación y transporte | 41,72 | 57,22 | 60,93 | 11,55 | 23,68 | 509,044 | 239,106 |
| Otras industrias y servicios | 28,47 | 46,99 | 52,42 | 27,05 | 10,99 | 32,434 | 39,385 |
| Inmobiliarias | 40,32 | 46,70 | 54,78 | 15,71 | 28,57 | 33,157 | 23,503 |
| TOTAL | 42,10 | 55,08 | 59,10 | 16,97 | 16,33 | 153,53 | 98,032 |

Cuadro 4.3.a. Valores medios de las variables de propiedad, valor de la empresa y tamaño por sectores de actividad en 1994. () miles de millones.*

| SECTOR | S ₁ (%) | S ₃ (%) | S ₅ (%) | Prop. consej. | Prop. instituc. | Tamaño* | Valor* |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------|--------------------|---------|---------|
| Construcción | 48,84 | 59,52 | 61,52 | 26,38 | 5,20 | 111,258 | 146,332 |
| Electricas | 47,82 | 54,32 | 54,77 | 2,19 | 7,97 | 732,140 | 876,216 |
| Alimentación | 46,54 | 59,93 | 64,37 | 24,32 | 17,37 | 42,350 | 71,417 |
| Metal - mecánica | 34,19 | 44,07 | 46,67 | 24,34 | 9,30 | 43,010 | 53,156 |
| Petróleo – química - papel | 27,02 | 39,78 | 43,05 | 13,94 | 13,31 | 138,044 | 273,339 |
| Comunicación y transporte | 44,42 | 56,35 | 59,59 | 15,72 | 21,27 | 678,705 | 842,623 |
| Otras industrias y servicios | 37,78 | 50,99 | 55,74 | 26,28 | 6,26 | 70,464 | 128,996 |
| Inmobiliarias | 31,75 | 49,26 | 54,40 | 20,68 | 11,77 | 35,416 | 44,653 |
| TOTAL | 39,13 | 51,27 | 54,60 | 20,27 | 10,89 | 183,638 | 243,701 |

Cuadro 4.3.b. Valores medios de las variables de propiedad, valor de la empresa y tamaño por sectores de actividad en 1998. () miles de millones.*

El porcentaje de propiedad institucional varía también de un sector a otro oscilando entre el 5,2% y el 21,27% en Construcción y Comunicaciones respectivamente en 1998, si bien cabe destacar la caída generalizada en el porcentaje de propiedad institucional en todos los sectores (excepto petróleo) entre 1994 y 1998, ocasionada por la profunda transformación del modelo de participación de la banca y las cajas de ahorros en las empresas. El nuevo escenario de inflación y tipos de interés bajos a largo plazo y la necesidad de buscar inversiones alternativas de mayor rentabilidad implica que la presencia bancaria en la industria tienda a concentrarse en menos y más grandes empresas, así como que la participación de naturaleza financiera sustituya a la industrial y que la inversión en núcleos de influencia se imponga sobre la inversión de control (Eguidazu, 1999).

Por otro lado, aunque el porcentaje medio de propiedad del accionista principal es similar en 1994 y 1998 (42,10% y 39,13% respectivamente), se ha podido producir un trasvase de propiedad de manera que el porcentaje accionarial pueda seguir siendo similar pero la identidad del accionista principal haya variado. De esta manera, en la matriz de transición de cambios en el grupo de control de las empresas (cuadro 4.4) observamos como en cerca del 35% de las empresas que podemos comparar en las dos muestras se produce un cambio de identidad del accionista principal.

Para considerar tales cambios utilizamos una muestra homogénea de empresas en 1994 y 1998, puesto que parte de las empresas de la muestra de 1994 han sido sometidas a una OPA de exclusión o a una fusión por absorción durante dicho intervalo, por lo que no serían comparables con su situación en 1998, asimismo eliminamos aquellas otras empresas que aunque siguen cotizando de manera independiente en 1998 han sido sometidas a una OPA durante dicho intervalo de tiempo, ya que en estos casos los cambios en la identidad del accionista principal y en el porcentaje detentado son una consecuencia directa del proceso de adquisición¹¹.

| Identidad del accionista principal en 1994 | Identidad del accionista principal en 1998 | | | | | |
|--|--|--------------------|---------|---------------|----------|-------|
| | Empresa Nacional | Empresa extranjera | Público | Institucional | Familias | Total |
| Empresa Nacional | 12 | 1 | | 1 | 4 | 18 |
| Empresa Extranjera | | 13 | | 1 | 2 | 16 |
| Público | 7 | | 2 | 4 | | 13 |
| Institucional | 4 | 1 | | 15 | 2 | 22 |
| Familias | | 1 | | 2 | 13 | 16 |
| Total | 23 | 16 | 2 | 23 | 21 | 85 |

Cuadro 4.4.: Matriz de transición de cambios en el grupo de control entre 1994 y 1998 (número de empresas).

Asimismo, si consideramos la variación interanual de la distribución accionarial y observamos la variación en el porcentaje detentado por los 3 mayores accionistas (eliminando aquellas empresa-año en las que la variación de propiedad pueda deberse a un proceso de Oferta Pública de Adquisición¹²) se observan un total de 128 transferencias de propiedad (superiores al 5%), de las que 47 se corresponden a incrementos de la concentración accionarial y 81 a disminuciones, observándose en más del 80% de los casos la permanencia de la identidad del grupo de control. Sin embargo, de los 49 cambios de identidad del accionista mayoritario que se detectan,

¹¹ De la muestra inicial de 1994 compuesta por 116 empresas se eliminan 22 por haber sido excluidas de cotización durante el intervalo comprendido entre 1994 y 1998, y 9 empresas por haber sido objeto de OPA entre el 31 de diciembre de 1994 y el 31 de diciembre de 1998 (Cementos Alfa, Tableros de Fibras, Agroman, Asturiana del Zinc, Compañía Sevillana de Electricidad, Estacionamientos Subterráneos, Fuerzas Eléctricas de Cataluña, Unión Resinera Española y Vidriera Leonesa), dando lugar a una muestra de 85 empresas.

¹² Koipe, Saltos del Nansa, SABA y Sociedad Española Acumulador Tudor en 1994, Agroman, Cementos Alfa y Tableros de Fibras en 1995, Compañía Sevillana de Electricidad, FECSA, Unión Resinera Española en 1996, Asturiana de Zinc y Vidriera Leonesa en 1997 y Estacionamientos Subterráneos en 1998.

solo 21 se corresponden con compra-ventas de participaciones accionariales, lo que pone de manifiesto que en más del 50% de los casos se produce un trasvase en bloque de la propiedad de un inversor a otro dando lugar al cambio de identidad del accionista principal pero sin variar la concentración accionarial de la empresa.

| | Cambio identidad | No cambio identidad | Total |
|--|------------------|---------------------|-------|
| Incremento concentración en los 3 mayores accionistas | 7 | 40 | 47 |
| Disminución concentración en los 3 mayores accionistas | 14 | 67 | 81 |

Cuadro 4.5: Relación entre los incrementos y disminuciones de la concentración accionarial y los cambios de identidad del accionista principal (total observaciones: 452, desde 1994 a 1998 correspondientes a 93 empresas).

Por lo tanto, aunque en términos generales se observa cierta estabilidad en la concentración de la propiedad, debemos tener en cuenta los posibles trasvases accionariales así como sus posibles efectos sobre el control. Estos trasvases de propiedad nos llevan a plantearnos hasta qué punto la estructura de propiedad concentrada resulta una estructura de gobierno óptima que permite sobrevivir a las empresas en mercados competitivos, dado que si dicha estructura no consiguiese reducir los conflictos de intereses en dichas empresas estarían llamadas a desaparecer o reorganizarían su estructura accionarial en la competencia por la supervivencia, como planteábamos en el capítulo 2. Así, si a partir de la muestra de 116 empresas de 1994, analizamos la estabilidad de aquellas que tienen una propiedad en manos del accionista principal superior al 50%, obtenemos los siguientes resultados:

| Propiedad | 1994 (Muestra 116) número de empresas | 1998 número de empresas |
|--------------------------------|--|----------------------------|
| >50% | 44 | 29 (65,9%) |
| 50-40% | 0 | 1 (2,3%) |
| 40-30% | 0 | 0 |
| 30-20% | 0 | 0 |
| 20-10% | 0 | 1 (2,3%) |
| <10% | 0 | 3 (6,8%) |
| Valores perdidos ¹³ | | 10 (22,7%) |
| Propiedad media | 70,46% | 64,28% |

Cuadro 4.6.: Análisis de estabilidad de la estructura accionarial concentrada.

Estos resultados nos permiten observar la supervivencia de las empresas con estructura accionarial concentrada manteniéndose los niveles de concentración, ya que de los datos disponibles para 1998 observamos que en 29 de 34 empresas (85% sin considerar las 10 empresas que se corresponden con valores perdidos) la propiedad se mantiene por encima del 50%¹⁴. Sin embargo, la eficacia de dicha estructura organizativa y de gobierno empresarial requiere de un análisis adicional que determine la superioridad de estas empresas en cuanto al nivel de resultados obtenidos y la posibilidad de que esta forma de gobierno actúe como sustituto de otros instrumentos, como el tamaño del consejo o la señal transmitida por los dividendos, que analizaremos a continuación.

En particular, para el contraste de las hipótesis planteadas se utiliza una muestra de 93 empresas no financieras que cotizan en la bolsa de Madrid durante el periodo 1994-1998. En primer lugar, para el contraste de las tres primeras hipótesis se establece un modelo explicativo de la creación de valor a través de la estructura accionarial y del grado de endeudamiento de la empresa, que resolvemos mediante la metodología de datos de panel.

¹³ Los valores perdidos corresponden a empresas que han sido excluidas de cotización en la Bolsa de Madrid bien por haber sido objeto de OPA o de fusión, y las que han sido suspendidas.

¹⁴ Este resultado está en consonancia a los obtenidos por Holderness y Sheehan (1988) y Denis y Denis (1994) para muestras de empresas americanas.

Las hipótesis planteadas consideran que la influencia de la propiedad sobre el valor varía en función del conflicto de intereses entre accionistas y directivos y de la existencia de mecanismos de gobierno alternativos a la propiedad, por lo que procedemos a subdividir la muestra en función de estas variables. En segundo lugar, las hipótesis 4 y 5, referidas a las adquisiciones accionariales, se contrastan a través de un modelo de regresión logística. A continuación, pasamos a definir las variables utilizadas en nuestra investigación.

4.4. VARIABLES SELECCIONADAS PARA EL CONTRASTE DE LAS HIPOTESIS PLANTEADAS

4.4.1. Creación de valor

La utilización de medidas de rentabilidad (como la rentabilidad operativa y la financiera -ROA y ROE-) como expresión de la creación de valor ha sido criticada por algunos autores. Jensen (1998) considera que la utilización de estas medidas puede llevar al directivo a la adopción de alguna de las siguientes decisiones: maximizar el porcentaje de ROA para una cantidad dada de activo total, maximizar los activos totales para un nivel dado de rendimiento o, maximizar el porcentaje total de ROA (sin restricción sobre los activos). Los dos primeros casos son consistentes con el objetivo de creación de valor en la empresa siempre y cuando las restricciones sobre los activos totales o el porcentaje de rendimiento se elijan correctamente. Sin embargo, el tercer caso es inconsistente con la maximización del valor de la empresa, dado que si la evaluación del directivo depende del ROA, tendrá incentivos para reducir los activos, lo que lógicamente no conduce a aumentar el valor y la riqueza. En general, la utilización de los beneficios y del crecimiento como medida de la eficiencia de la gestión empresarial ha sido criticada ante las posibilidades de maquillaje de los primeros (Smith, 1992), y porque algunas empresas han conseguido hacer más ricos a sus accionistas disminuyendo su actividad (Murphy y Dial, 1995).

Por ello, parece más adecuado la utilización de otras medidas de creación de valor como es el valor de los flujos de caja generados o el Valor de Mercado Añadido (VMA). Este último expresa el valor creado o destruido por una empresa en una fecha determinada a través de la diferencia entre el valor de mercado total de la

empresa (suma del valor de mercado del capital y el valor de mercado de la deuda) y el total de los recursos invertidos para crear ese valor a una fecha cualquiera (recursos propios y deuda financiera). Si suponemos que el valor de mercado de la deuda coincide con su valor contable, entonces:

$$\text{VMA} = \text{valor mercado fondos propios} - \text{valor contable de los fondos propios}$$

El valor contable de los fondos propios considera todos los conceptos contables equivalentes como las reservas, los beneficios no distribuidos y las provisiones, en otras palabras, todas las partidas que no son deuda (devenge o no devenge ésta intereses) se consideran fondos propios. Así definido, el VMA, en su significado, es idéntico al ratio de valor. La diferencia estriba en que la primera es una medida que maneja importes absolutos y nos indica cuánto valor se ha creado en la empresa. Una empresa tiene éxito en la creación de valor para sus accionistas o no en función de su tasa de retorno. Si la tasa de retorno de una compañía supera a su coste de capital, la compañía cotizará en los mercados con una prima sobre el capital originariamente invertido y su VMA será positivo. Además, el VMA es igual al valor actualizado de otras medidas de creación de valor, como son el EVA (Valor Económico Añadido) y el BE (Beneficio Económico)¹⁵. En conclusión, consideramos medidas de flujos de caja y de valor de mercado de cara a analizar la contribución de la estructura accionarial a la creación de valor en la empresa¹⁶.

¹⁵ El VMA es igual a la actualización del EVA (marca registrada de Stern Stuart & Co.) al coste de capital medio ponderado o a la actualización del BE al coste de los fondos propios. Por su parte, el EVA viene determinado por el beneficio contable antes de intereses y después de impuestos menos el valor contable de los recursos multiplicado por el coste de capital medio ponderado, y permite comparar las ganancias obtenidas en un período con el coste de los recursos empleados para su obtención; y el BE es igual al beneficio contable menos el valor contable de los fondos propios multiplicado por el coste de capital propio, y mide el exceso de beneficio obtenido con respecto al exigido sobre el valor contable.

¹⁶ En el Apéndice 2 recogemos un análisis descriptivo de la relación entre la creación de valor y la estructura accionarial, considerando diferentes variables de valor.

4.4.2. Variables de estructura de propiedad y de endeudamiento explicativas de la creación de valor.

a) Concentración accionarial.

La existencia de un accionista mayoritario o grupo de control se expresa a través del porcentaje de propiedad que posee el principal accionista, los 3 mayores accionistas y el mayor accionista no consejero, debido a la posible superioridad con que los inversores externos a la gestión empresarial supervisan las actividades. Además, incluimos otras medidas de concentración de la propiedad en el accionista mayoritario que consideran el grado de dispersión o concentración del resto del accionariado que aumenta o disminuye su poder de control y por tanto afecta a su capacidad de supervisión. Esta consideración se vuelve sobre todo relevante cuando la estructura accionarial se caracteriza por la existencia de dos accionistas principales con porcentajes similares, lo que da lugar a una mayor competencia por el control. En países como Italia y Suecia se ha observado el pago de una prima superior en las acciones con voto cuando existen dos accionistas principales, en España se observa una relación significativa y en sentido positivo entre la propiedad del accionista principal y el segundo mayor accionista, lo que podría dificultar la supervisión hasta que el accionista principal tuviese el control (Véase apéndice 3).

En nuestro trabajo, consideramos la medida de control de Cubbin y Leech que viene expresada por la función de distribución normal $F[(m_1)/(H - m_1^2)^{1/2}]$ siendo "m₁" el porcentaje de acciones del mayor accionista y H el índice de Herfindahl que viene dado por $H = \sum_j (m_j)^2$, donde m_j representa el porcentaje de acciones que posee cada j-ésimo accionista en la empresa con participaciones superiores al 5%. Además, introducimos una posible relación no lineal entre la propiedad accionarial y la creación de valor, puesto que si existe un mayor conflicto por el control para niveles inferiores de propiedad cuando existen dos accionistas principales que tratan de maximizar su beneficio privado, la relación con la creación de valor será negativa, convirtiéndose en positiva cuando el porcentaje poseído sea tal que permita detentar el control.

b) Propiedad interna.

De acuerdo con la hipótesis de convergencia de intereses de Jensen y Meckling (1976), la propiedad interna está relacionada positivamente con la creación de valor, ya que a medida que la propiedad de los consejeros aumenta, tanto accionistas externos como internos tendrán los mismos intereses e incentivos para maximizar la riqueza del accionista y los directivos estarán menos dispuestos a desviar recursos del objetivo de maximización del valor. Por otra parte, se introduce la posibilidad de una relación no lineal entre la propiedad interna y los resultados empresariales, teniendo en cuenta la hipótesis de “atrincheramiento”, según la cual la posesión de un mayor número de acciones por parte de los consejeros permite a éstos eludir impunemente los mecanismos de disciplina compensando así el efecto positivo que cabría esperar de su mayor identificación con los deseos de los propietarios.

c) La propiedad institucional.

En nuestro análisis empírico hemos unido a todos los inversores institucionales en una única variable debido al escaso porcentaje que detentan todavía los fondos de inversión en la empresa española (el 7,41% de la capitalización bursátil en 1998), aunque cabe señalar el distinto grado de supervisión que se espera de los diferentes inversores institucionales, por cuanto que, por ejemplo, los fondos de inversión o los fondos de pensiones se opondrán en mayor medida a las acciones directivas que tiendan a reducir la riqueza de los accionistas que otros inversores institucionales, como bancos y compañías de seguros, cuya relación con la empresa no les lleva prioritariamente a maximizar el valor, sino también a incrementar su volumen de negocio con la misma.

d) La propiedad extranjera.

Esta clase de inversores ha sido fundamental en los últimos años en el desarrollo del mercado de valores español como principal fuente de absorción y saneamiento financiero de muchas empresas cotizadas; la más sólida y estable fuente de demanda en las privatizaciones y salidas a bolsa de empresas públicas y privadas; el vaso comunicante del mercado español con el resto del mundo que redundará en la internacionalización de la valoración de nuestras empresas, en la mayor transparencia

y mejor funcionamiento del mercado; e impulsor de algunos cambios en la gestión y administración de nuestras empresas (Eguidazu, 1999). En este sentido, el inversor extranjero actúa en el ámbito del gobierno de la empresa como cristizador de las tendencias y prácticas que se han ido imponiendo en otros países, y cuya influencia sobre la creación de valor en la empresa española es una cuestión empírica, habiéndose observado en otros países como las restricciones a la propiedad extranjera reducen el valor de la empresa.

e) El endeudamiento.

El mayor endeudamiento bancario limita los "flujos de libre disposición" dando lugar a una mejor gestión de los recursos, pero el comportamiento más conservador de los bancos en las decisiones de inversión que lleva a cabo la empresa puede limitar su creación de valor. Este comportamiento conservador se reduce cuando el acreedor se convierte además en accionista de la empresa, en cuyo caso puede aumentar el riesgo asumido para alcanzar una mayor revalorización de sus acciones, como señalan Hoshi, Kashyap y Scharfstein (1990). Por ello consideramos junto al endeudamiento bancario una variable de interacción entre la deuda bancaria y la propiedad institucional que recoja dicho efecto conjunto¹⁷.

4.4.3. Variables de separación de las submuestras para el contraste de las hipótesis 1, 2 y 3.

a) Conflicto de intereses entre accionistas y directivos

Por un lado, hemos decidido clasificar las empresas en función de su ratio PER para diferenciar aquellas de altas oportunidades de crecimiento de las que no poseen dichas oportunidades, del mismo modo que hicieron McConnell y Servaes (1995) para una muestra de empresas americanas. Para ello, consideramos que una empresa tiene mayores oportunidades de crecimiento, y por tanto un menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos, cuando su PER es superior a la mediana del sector en el año correspondiente durante al menos 3 de los 5 años bajo estudio. Por otro lado, cuanto mayores sean los flujos de libre disposición y menores las

¹⁷ Aunque la entidad acreedora y propietaria de la empresa debería ser la misma para analizar este efecto adecuadamente, la no disponibilidad de información sobre el nombre del acreedor institucional de la empresa nos obliga a analizar el efecto de acreedores y propietarios en un sentido más amplio.

oportunidades de inversión rentables de la empresa, mayor será la discrecionalidad directiva y la probabilidad de realizar inversiones que no creen valor. En este sentido, la variable FCFQ (para cuyo cálculo es preciso calcular el “free cash flow” de la empresa y estimar si existen oportunidades de inversión a través de la Q de Tobin) toma el valor 1 cuando existen flujos de libre disposición en la empresa después de pagar intereses, impuestos y dividendos y no existen oportunidades de inversión rentables medidas a través de la Q de Tobin simple (Perfect y Wiles, 1994; Loderer y Martin, 1997), e identificamos a aquellas empresas en que existe mayor discrecionalidad directiva si se repiten estas condiciones durante al menos 3 de los 5 años bajo análisis¹⁸.

b) Mecanismos de gobierno alternativos a la propiedad accionarial

- Número de consejeros. El Informe Olivencia recomienda un tamaño del consejo de administración situado entre 5 y 15 miembros. Por ello clasificamos las empresas en función de que su consejo de administración tenga el tamaño adecuado (lo que se traduce en una mayor eficiencia de este mecanismo de gobierno y supervisión) o por el contrario, se sitúe por encima o por debajo de los límites establecidos.
- Reparto de dividendos. Una política de dividendos activa permite no sólo reducir los flujos de libre disposición sino también aumentar la probabilidad de supervisión del mercado de capitales y señalar expectativas de crecimiento futuras. Por ello, clasificamos las empresas de nuestra muestra en función de que repartan dividendos durante al menos 3 de los 5 años bajo estudio, lo que las convertiría en empresas con una política activa de dividendos.

El cuadro 4.7.a recoge las variables utilizadas para el contraste de nuestro primer objetivo, que trata de corroborar la existencia de diferentes niveles de influencia de la propiedad y de la deuda sobre la creación de valor de la empresa en función de una serie de variables representativas del grado de conflicto de intereses

¹⁸ Véase Shome y Singh (1995).

entre accionistas y directivos y de la existencia de mecanismos de gobierno alternativos.

| Variables dependientes | |
|-------------------------------------|---|
| Creación de valor | <ul style="list-style-type: none"> • CFSFP: Cash flow bruto sobre fondos propios = (Valor añadido – gastos de personal – gastos financieros) / fondos propios • LNVMA: Valor de Mercado añadido = Ln (valor de mercado de fondos propios – valor contable de fondos propios) |
| Variables independientes | |
| Estructura de propiedad | <ul style="list-style-type: none"> • PROPM: % propiedad accionarial del mayor accionista • PROPMNC: % accionarial del mayor accionista no consejero • PROP3M: % accionarial de los 3 mayores accionistas • PROB: Probabilidad de control = $\alpha_1 = F[(m_1)/(H - m_1^2)^{1/2}]$ • PROPCO: % de propiedad accionarial de los consejeros • PROPEN: % de propiedad accionarial de empresa nacional • PROPEEX: % de propiedad accionarial de empresa extranjera • PROPINST: % de propiedad accionarial de entidad institucional • IDCON, IDEXT, IDEN, IDINST: Variables dicotómicas de identidad del accionista principal (consejero, empresa extranjera, empresa nacional, institucional) |
| Endeudamiento | <ul style="list-style-type: none"> • DEUBAN: (Deuda bancaria a C y L plazo) / Pasivo total |
| Variables de separación | |
| Conflicto de intereses | <p>PER: oportunidades de crecimiento</p> <ul style="list-style-type: none"> • Altas oportunidades de crecimiento: si el cociente capitalización sobre Beneficio neto de la empresa <i>i</i> en el año <i>t</i> es mayor que la mediana de dicha variable para el sector en <i>t</i> al menos 3 de los 5 años bajo estudio. • Bajas oportunidades de crecimiento: en caso contrario. |
| | <p>FCFQ: discrecionalidad directiva</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mayor discrecionalidad directiva: si la <i>Q</i> de Tobin simple es < 1 y FCF es mayor que 0, al menos 3 de los 5 años bajo estudio. Q de Tobin simple = (valor de mercado de los fondos propios + valor contable de la deuda) / valor contable del activo. FCF = (Beneficio neto + amortización – dividendos) / Activo • Menor discrecionalidad directiva: en caso contrario. |
| Mecanismos de gobierno alternativos | <p>NCON: tamaño del consejo de administración</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tamaño adecuado: si el tamaño medio del consejo se sitúa entre los 5 y los 15 miembros recomendados en el Informe Olivencia. • Tamaño no adecuado: en caso contrario |
| | <p>DIV: política de dividendos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Política de dividendos activa: si la empresa <i>i</i> reparte dividendos al menos 3 de los 5 años bajo estudio. • Política de dividendos no activa: en caso contrario. |
| Variables de control | |
| | <ul style="list-style-type: none"> • LNTAM: Tamaño = Ln activo total • Sector i: Variable dicotómica igual a 1 si la empresa pertenece al sector <i>i</i> y 0 en caso contrario ($i = 1, \dots, 7$). • Año i: Variable dicotómica igual a 1 si la observación corresponde al año <i>i</i> y 0 en caso contrario ($i = 1, \dots, 4$). |

Cuadro 4.7.a: Variables seleccionadas para el contraste de las hipótesis 1, 2 y 3.

4.4.4. Variables explicativas de las adquisiciones accionariales

En segundo lugar, se analizan los determinantes de las adquisiciones accionariales que no se corresponden con tomas de control. En concreto, explicamos la adquisición de un bloque accionarial en función de dos hipótesis principalmente: el mayor beneficio que se puede obtener de una mejora en la gestión mediante la reestructuración de la propiedad y la ventaja informativa con que cuentan determinados inversores de la empresa (hipótesis 4 y 5 respectivamente).

Las variables de estructura de propiedad se refieren a la posición de los inversores de la empresa al cierre del ejercicio previo al que estamos considerando la adquisición, es decir, desde 1993 a 1997.

La ventaja informativa de los inversores se aproxima a partir de dos variables: el tamaño de la empresa y los anuncios de fusiones y adquisiciones. El tamaño de la empresa ha sido considerado en buena parte de la literatura financiera como sinónimo de la asimetría informativa que presenta la empresa, siendo aquellas empresas de mayor tamaño las que menos asimetría informativa presentan por lo que el coste de la información y de la valoración de la empresa es menor (Grossman y Stiglitz, 1976; Vermaelen, 1981; Han y Suk, 1998). Además, aquellas empresas de menor tamaño presentan mayores rendimientos anormales ante las señales informativas transmitidas por la empresa, lo que refleja la menor información disponible en este tipo de empresas¹⁹ (Hertzel y Smith, 1993).

Por ello, cabe esperar que en aquellas empresas de menor tamaño se produzcan mayores adquisiciones accionariales por parte de los inversores principales dado que a pesar de que el coste de la información resulta mayor en estas empresas, la información privilegiada con que cuentan los accionistas mayoritarios

¹⁹ En nuestro caso, cuando se produce una adquisición por parte del grupo de control o un cambio de identidad del accionista principal, se observa un rendimiento ajustado al sector al que pertenece la empresa mayor en aquellas empresas de menor tamaño:

| | 1/3 Menor tamaño | 1/3 Mayor tamaño | t de Student |
|------------------|------------------|------------------|--------------|
| TSRMS | 0,2404 | -0,0892 | 1,891* |
| PERFORMANCE | 1,2477 | 0,9443 | 1,858* |
| Nº observaciones | 36 | 28 | |

Empresas clasificadas según el tamaño medio de los 5 años objeto de estudio. Valores medios de TSRMS y PERFORMANCE, siendo TSRMS = rendimiento anual de la cotización de las acciones menos el rendimiento anual del sector al que pertenece la empresa, y PERFORMANCE = $(1 + \text{rendimiento anual de la empresa}) / (1 + \text{rendimiento anual del sector})$. (*) 90% de significación.

les lleva a incrementar su participación por encima de la necesaria para ejercer el control. Sin embargo, los resultados relativos a la variable tamaño pueden estar condicionados por las restricciones de riqueza con que cuenta el inversor que lleva a cabo la adquisición, así cuanto mayor sea la empresa, más costoso le resultará al accionista conseguir una participación adicional que le suponga al menos un 5% del capital social de la empresa.

En este sentido, introducimos la variable FUSYADQ, que controla por los efectos informativos derivados de la comunicación a la Bolsa de Madrid de noticias relativas a la fusión (generalmente fusión por absorción de filiales de la empresa) o adquisición de otras empresas o negocios. Esta variable toma el valor 1 en el año en que se produce el anuncio independientemente de que finalmente se produzca o no la operación y de que durante el mismo año se produzcan varios anuncios de este tipo para la misma empresa. El incremento esperado en el valor de la empresa como consecuencia de estos anuncios debería tener una incidencia similar sobre el comportamiento inversor de cualquier tipo de accionista, puesto que se trata de información pública que aparece recogida en el Boletín Oficial de Cotización de la Bolsa de Madrid. Por ello, si ante la transmisión de información pública existe un mayor comportamiento comprador por parte de un determinado grupo inversor de la empresa, podríamos afirmar que dicho grupo cuenta con una información, cuanto menos más exacta, sobre los resultados de las decisiones adoptadas por la empresa.

Se introducen, además, dos variables de control en función del número de consejeros, en el caso de adquisiciones por parte de los internos, y del endeudamiento bancario en las adquisiciones realizadas por los inversores institucionales. De manera que, en el primer caso, se considera la menor restricción de riqueza de los consejeros para llevar a cabo la adquisición accionarial al hacer referencia a todos los miembros del consejo de administración en su conjunto. Y, en el segundo caso, se considera la mayor probabilidad de adquisición accionarial por parte del inversor institucional en empresas con mayor deuda bancaria, de manera que se incremente la protección de este inversor como acreedor de la empresa.

En resumen, las variables utilizadas para el contraste de las hipótesis 4 y 5 aparecen recogidas en el cuadro 4.7.b.

| Variable dependiente | |
|-------------------------------|--|
| Compra de bloque accionarial | <ul style="list-style-type: none"> • COM3MID = 1 si la propiedad de los tres mayores accionistas incrementa más de un 5% entre el año t y el año t-1 o si cambia la identidad del accionista principal (manteniendo el nivel de concentración) • COMCON = 1 si la propiedad de los consejeros incrementa más de un 5% entre el año t y el t-1 • COMINST = 1 si la propiedad de los inversores institucionales incrementa más de un 5% entre el año t y el t-1 |
| Variables independientes | |
| Estructura accionarial en t-1 | <ul style="list-style-type: none"> • PROPMNC = % de propiedad del mayor accionista externo • PROPCON20 = 1 si la propiedad de los consejeros es > 20% • PROPINST20 = 1 si la propiedad de los inversores institucionales > 20% • PROINST*DB = % de propiedad institucional * (Deuda bancaria / pasivo total) |
| Ventaja informativa | <ul style="list-style-type: none"> • LNTAMM = logaritmo neperiano de (valor de mercado de los fondos propios + valor contable de la deuda) • FUSYADQ = 1 si la empresa i comunica en el año t a la Bolsa de Madrid un hecho relevante referido a fusiones o adquisiciones de otras empresas o negocios |
| Variables de control | |
| | <ul style="list-style-type: none"> • N°consejeros = número de consejeros medio en la empresa i. • DEUBAN = Deuda bancaria / Pasivo total |

Cuadro 4.7.b: Variables seleccionadas para el contraste de las hipótesis 4 y 5.

4.5. RESULTADOS OBTENIDOS EN EL CONTRASTE DE LAS HIPOTESIS PLANTEADAS

4.5.1. Metodología y análisis preliminares.

Antes de proceder al contraste de las hipótesis planteadas, se estima mediante la metodología de datos panel un modelo general que explica la creación de valor en la empresa en función de las variables de propiedad, el grado de endeudamiento y las variables de control.

En términos generales, la ecuación a contrastar viene definida por la siguiente expresión:

$$\text{Creación de valor}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{Tamaño}_{it} + \beta_{EA} \text{Estructura accionarial}_{it} + \beta_D \text{Deuda}_{it} + \beta_{ID} \text{Identidad accionista mayoritario}_{it} + \alpha_i + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, 93 \quad t = 1994, 1995, 1996, 1997, 1998$$

La utilización de la metodología de datos de panel para la estimación de los parámetros y la significatividad de los mismos tiene varias ventajas que radican no

sólo en el control de la heterogeneidad inobservable (Arellano y Bover, 1990), sino también (como señala Hsiao, 1986) en el incremento del número de observaciones, permitiendo la obtención de mejores estimadores de los parámetros además de la especificación y contraste de modelos más sofisticados, la reducción de los problemas de multicolinealidad al desdoblarse las variables en dos dimensiones, la medición e identificación de los efectos no detectables en los análisis transversales y la disminución de los sesgos en la estimación.

Esta metodología permite detectar la existencia de efectos latentes no observables, específicos de cada agente y generalmente constantes en el tiempo, que inciden sobre el modo en que éste toma sus decisiones. Si estos efectos no se recogen explícitamente en el modelo, se producirá un problema de variables omitidas, los coeficientes estimados de las variables explicativas incluidas estarán sesgados al recoger parcialmente los efectos individuales no observables.

En definitiva, el objetivo del análisis con datos panel es la estimación consistente de los parámetros de una regresión, dada la existencia de una variable explicativa latente, constante en el tiempo, que puede estar correlacionada con las variables explicativas que se observan. El que los efectos se supongan fijos o aleatorios no representa una cualidad intrínseca de la especificación. En realidad, los efectos individuales se pueden considerar siempre aleatorios sin pérdida de generalidad, siendo la distinción crucial si los efectos están correlacionados o no con las variables observables (Arellano, 1993).

En nuestro caso, el contraste se realiza a través de los estimadores de Mínimos Cuadrados Generalizados²⁰ (o efectos aleatorios), los únicos consistentes y eficientes en ausencia de correlación entre los efectos latentes y las variables explicativas que se pone de manifiesto a través del test de Hausman²¹.

Además la elección de los estimadores MCG frente a otros estimadores se debe a varias razones. En primer lugar, se podía haber realizado el contraste utilizando un análisis de corte transversal, pero hubiéramos perdido información sobre la evolución temporal de las variables. En segundo lugar, considerando dicha evolución temporal en un panel de datos, se podían haber estimado los parámetros aplicando Mínimos Cuadrados Ordinarios, pero dichos estimadores no resultan eficientes o de mínima varianza en el caso de ausencia de correlación entre los efectos no observables y las variables explicativas. Y, en tercer lugar, la utilización de un modelo de efectos fijos provoca problemas cuando existe poca variación de las variables independientes en el tiempo, como sucede en nuestro caso con las variables referentes a la estructura accionarial, dando lugar a un modelo en el que muchas de las variables explicativas tomarían el valor cero²².

²⁰ El cálculo de los estimadores MCG se realiza aplicando mínimos cuadrados ordinarios sobre las variables menos su media multiplicadas por un coeficiente θ que requiere la estimación previa de los estimadores “intragrupos” o “within” (efectos fijos o mínimos cuadrados ordinarios sobre las variables menos su media, lo que elimina los efectos individuales) y “entre grupos” o “between” (mínimos cuadrados ordinarios sobre medias). De manera que θ vendrá dado por la expresión:

$$\theta = 1 - \sqrt{\frac{\sigma_w^2}{T_i \sigma_B^2 + \sigma_w^2}} \quad \text{donde } \sigma_w^2 = SE_w^2 \frac{NT - K}{NT - N - K} \quad \text{y } \sigma_B^2 = SE_B^2 - \frac{\sigma_w^2}{T}, \text{ siendo SE el}$$

error estandar, N el número de empresas, T el número de años y K el número de variables explicativas.

²¹ Esta metodología ha sido utilizada en trabajos recientes sobre la estructura accionarial tanto en España como en el extranjero, entre los que se encuentran Galve y Salas (1995) que tras estimar los estimadores de efectos fijos y aleatorios rechazan la hipótesis nula del test de Hausman, Crespi (1997) que rechaza también la hipótesis nula del test de Hausman excepto en una de sus ecuaciones, Xu y Wang (1997) y Short y Keasey (1998) que utilizan mínimos cuadrados ordinarios sobre un panel de datos, y Cuervo Cazorra (1999) que utiliza MCG.

²² Véase Greene (1993) y Hsiao (1986).

La elevada correlación existente entre las diferentes variables de estructura accionarial (cuadro 4.8) nos impide su inclusión de manera conjunta en el modelo explicativo, por lo que han sido consideradas separadamente. Además, para el análisis de la supervisión ejercida por la concentración accionarial se han incluido variables dicotómicas indicativas de la identidad del accionista principal, dado que el beneficio privado de su participación en la empresa y el interés perseguido puede ser diferente y, por tanto, su influencia sobre la creación de valor puede variar de acuerdo con dicha identidad.

| | Concentración de propiedad | | | | Propiedad según identidad del accionista | | | |
|----------|----------------------------|---------|--------|--------|--|----------|---------|--------|
| | PROPM | PROMNC | PROP3M | PROB | PROPCO | PROPINST | PROPEEX | PROPEN |
| PROPM | | | | | | | | |
| PROMNC | 0,680* | | | | | | | |
| PROP3M | 0,921* | 0,617* | | | | | | |
| PROB | 0,613* | 0,422* | 0,454* | | | | | |
| PROPCO | 0,110* | -0,535* | 0,196* | -0,083 | | | | |
| PROPINST | 0,088 | 0,193* | 0,142* | 0,046 | -0,216* | | | |
| PROPEEX | 0,318* | 0,123* | 0,337* | 0,150* | 0,192* | -0,175* | | |
| PROPEN | 0,232* | 0,296* | 0,281* | 0,073 | -0,097 | -0,247* | -0,168* | |

Cuadro 4.8.: Matriz de correlaciones entre las variables de estructura accionarial. * correlación significativa al nivel 0,01.

La relación entre la estructura accionarial y la creación de valor en la empresa depende del equilibrio entre el beneficio privado que el inversor mayoritario espera obtener en la empresa, el beneficio público del que disfrutan todos los inversores y los costes asociados a una determinada estructura accionarial, como el mayor riesgo que asume el inversor principal al tener una parte importante de su patrimonio invertido en la empresa. Como consecuencia, la relación esperada entre cada una de las variables representativas de la estructura accionarial y de la mayor dependencia de los acreedores y la creación de valor aparecen recogidas en el cuadro 4.9.

| | Beneficio público | Beneficio privado | Relación esperada con la creación de valor en la empresa |
|--------------------------------|---|------------------------------------|---|
| Concentración propiedad | Hipótesis de supervisión | | Lineal : positiva No lineal: negativa y positiva |
| Propiedad interna | Hip. de alineamiento de intereses | Hip. de atrincheramiento directivo | Lineal: positiva No lineal: positiva y negativa |
| Propiedad institucional | Hip. de supervisión eficiente | Hip. de expropiación | Positiva o Negativa |
| Propiedad empresarial | Sinergias | Obtención de fuentes financieras | Positiva o Negativa |
| Propiedad extranjera | Prácticas de gobierno internacionales | | Positiva |
| Endeudamiento | Reducción de la discrecionalidad directiva al reducir los flujos de libre disposición | Conservadurismo en las inversiones | Positiva o Negativa |

Cuadro 4.9.: Relación entre la estructura de propiedad y el endeudamiento y la creación de valor en la empresa.

Los resultados obtenidos de las estimaciones mediante datos panel, a partir de una muestra de 93 empresas, durante los años comprendidos entre 1994 y 1998 aparecen recogidas en los cuadros 4.10a y 4.10b.

Estos resultados permiten extraer una serie conclusiones iniciales:

En primer lugar, se pone de manifiesto el papel supervisor de la concentración accionarial, tanto al considerar la propiedad del mayor accionista (ecuación 3), del grupo de control compuesto por los 3 mayores inversores (ecuaciones 1 y 2), o del mayor accionista externo (ecuación 6). Sin embargo, ya habíamos señalado que la probabilidad de control aumenta cuando el resto del accionariado se encuentra muy disperso, existiendo una mayor competencia por el control cuando existen dos accionistas principales con niveles de propiedad similares. Por ello, controlamos la dispersión del resto del accionariado que se

encuentra junto al grupo de control mediante la introducción de la relación no lineal con la propiedad del accionista principal (ecuación 4), ya que para niveles inferiores de concentración de propiedad existe una mayor probabilidad de encontrar otro accionista principal con un nivel similar de participación accionarial, lo que genera un conflicto entre ambos por detentar el control y por tanto la posibilidad de influir negativamente en la creación de valor. Asimismo, la variable PROB (ecuación 5) recoge la mayor probabilidad de control del accionista principal, que será mayor cuanto más disperso se encuentre el resto del accionariado. Con los resultados obtenidos no podemos concluir que exista conflicto entre los inversores que detentan niveles similares de acciones, como se evidenciaba en otros países como Italia y Suecia, sino que cabe esperar alianzas entre dichos inversores que contribuyen a un incremento del beneficio público o, lo que es lo mismo, a la creación de valor en la empresa.

En segundo lugar, la propiedad de los internos, la propiedad institucional y el porcentaje detentado por empresas nacionales y extranjeras resultan más significativos en el caso de la variable representativa de los flujos de caja (creación de valor en términos contables) que cuando se utiliza el Valor de Mercado Añadido (creación de valor en términos de valor de mercado). Sin embargo, puesto que la mayor generación de flujos de caja está positiva y significativamente correlacionada con el logaritmo neperiano del Valor de Mercado Añadido, y se trata de una de las variables fundamentales empleadas por los analistas para calcular el valor de las empresas, es previsible que los mecanismos de gobierno aquí considerados y, que influyen sobre los flujos de caja, tengan una mayor relación con la creación de valor en términos de mercado en el futuro, cuando los mercados de capitales hayan asimilado las ventajas de una determinada composición del accionariado de las empresas.

La propiedad de los internos resulta estadísticamente significativa y con signo positivo en la explicación de la creación de valor (ecuación 7), afirmando así la hipótesis de alineamiento de intereses con el resto de los accionistas en detrimento de la hipótesis de atrincheramiento que daría lugar a una relación negativa entre la propiedad interna y la creación de valor a partir de un determinado porcentaje de propiedad accionarial (ecuación 8). Del mismo modo, la propiedad extranjera

(ecuación 10) resulta positiva y significativa sobre los flujos de caja, y no significativa sobre el valor de mercado, lo que nos indica que si bien los grupos extranjeros pueden estar mejorando el gobierno de la empresa en términos de flujos de caja, transmitiendo las prácticas y tendencias que se han ido imponiendo en sus países, su efecto sobre el valor de la empresa española es aún reducido durante el periodo muestral, ya que su participación en nuestras empresas es todavía escasa (11,21% por término medio). Por su parte, las empresas nacionales que se convierten en accionista mayoritario de otra empresa afectan positivamente a la creación de valor poniendo de manifiesto el predominio del efecto beneficioso que se deriva de la sinergia entre ambas empresas sobre los posibles comportamientos oportunistas que la empresa matriz pudiera realizar en sus filiales dando lugar a menores resultados en éstas.

Por último, tanto la propiedad institucional como el endeudamiento bancario afectan negativamente a la creación de valor, mientras que la variable interacción entre ambas resulta no significativa. Por un lado, el signo negativo de la propiedad institucional en la generación de flujos de caja refleja el comportamiento más conservador de estos inversores en las políticas de inversión que lleva a cabo la empresa cuando pueden ejercer cierto control sobre las decisiones, sin que se observe evidencia de la mayor supervisión ejercida por estos inversores que se traduciría en una mejora de los resultados. Por otro, el signo negativo que acompaña al endeudamiento refleja los costes que la financiación intermediada supone, que las empresas con buenos rendimientos y oportunidades de inversión preferirán no soportar (Hoshi y otros, 1993), como puede ser la infrainversión (Stulz, 1990)²³.

En resumen, los resultados preliminares permiten corroborar el papel supervisor de la concentración accionarial, sin que en el mercado de capitales español sea relevante el grado de dispersión del resto del accionariado para determinar el control, incluso en los casos en que existen dos inversores principales en la empresa no se observa conflicto de intereses entre ambos que se traduzca en una reducción del valor de la empresa.

²³ Los mismos resultados se obtienen cuando consideramos la deuda total.

Asimismo, se pone de manifiesto el alineamiento de intereses entre accionistas y directivos cuanto mayor es la propiedad interna, así como el beneficio público que se deriva de las sinergias entre empresas cuanto mayor es la propiedad empresarial, sin olvidar la posible influencia de las prácticas de gobierno internacionales que se incorporan a nuestras empresas a través del incremento de la propiedad de los inversores extranjeros. Por último, se observa un efecto negativo tanto de la propiedad institucional como del endeudamiento sobre la creación de valor de la empresa, en contraposición a las hipótesis que consideran el papel supervisor del inversor institucional y de la deuda al reducir los flujos de libre disposición.

Estas conclusiones preliminares nos ofrecen una visión general acerca de la relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor de la empresa. Sin embargo, la búsqueda de un equilibrio entre los beneficios privados perseguidos por el inversor principal, los beneficios de supervisión o beneficios públicos que se derivan de una determinada estructura accionarial, y los costes a que da lugar, configura nuestro primer objetivo. En particular, planteamos la posibilidad de que la influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor varíe en función de las oportunidades de crecimiento de la empresa (que dan lugar a menores conflictos de intereses entre accionistas y directivos) y de la existencia de mecanismos de gobierno alternativos.

Variable dependiente: CFSFP

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| LNTAM | 0,0331 (2,971)*** | 0,0321 (2,905)*** | 0,0318 (2,891)*** | 0,0319 (2,906)*** | 0,0321 (2,892)*** | 0,0307 (2,747)*** | 0,0318 (2,88)*** | 0,0326 (2,91)*** | 0,0298 (2,68)*** | 0,0268 (2,37)*** | 0,029 (2,68)*** |
| DEUBAN | -0,0457 (-0,628) | | | | | | | | | | |
| PROP3M | 0,00121 (2,147)** | 0,00119 (2,213)** | | | | | | | | | |
| PROPM | | | 0,00112 (2,054)** | 0,411E-4 (0,0221) | | | | | | | |
| (PROPM) ² | | | | 0,111E-4 (0,6093) | | | | | | | |
| PROB | | | | | 0,0126 (0,0953) | | | | | | |
| PROPMNC | | | | | | 0,384E-4 (0,0824) | | | | | |
| PROCON | | | | | | | 0,106E-2 (2,38)*** | 0,16E-2 (1,135) | | | |
| (PROCON) ² | | | | | | | | -0,76E-5 (-0,429) | | | |
| PROINST | | | | | | | | | -0,0019 (-3,1)*** | | |
| PROEXT | | | | | | | | | | 0,00109 (1,515)* | |
| PROPEN | | | | | | | | | | | 0,0012 (2,62)*** |
| IDCON | 0,0527 (1,989)** | 0,0511 (1,940)** | 0,0504 (1,911)** | 0,0498 (1,887)** | 0,0517 (1,953)** | | | | | | |
| IDEN | 0,0181 (0,5964) | 0,0190 (0,627) | 0,0197 (0,649) | 0,0194 (0,640) | 0,0190 (0,627) | 0,918E-3 (0,031) | | | | | |
| IDEXT | 0,03436 (0,8728) | 0,0345 (0,8766) | 0,0299 (0,758) | 0,0306 (0,775) | 0,0376 (0,945) | 0,0203 (0,5198) | | | | | |
| IDINST | -0,0362 (-1,123) | -0,0365 (-1,135) | -0,0371 (-1,152) | -0,0375 (-1,166) | -0,0423 (-1,317) | -0,063 (-2,05)** | | | | | |
| Constante | -0,3612 (-2,83)*** | -0,3607 (-2,82)*** | -0,3401 (-2,70)*** | -0,3227 (-2,50)*** | -0,3191 (-1,90)** | -0,256 (-2,05)*** | -0,309 (-2,5)*** | -0,322 (-2,5)*** | -0,232 (-1,8)*** | -0,245 (-1,96)** | -0,291 (-2,3)*** |
| Dummies sectoriales | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí |
| Dummies temporales | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí |
| R ² ajustada | 0,5588 | 0,5605 | 0,5585 | 0,5578 | 0,5555 | 0,5548 | 0,5561 | 0,5549 | 0,5657 | 0,555 | 0,560 |
| Hausman | 3,860 (0,7957) | 3,071 (0,799) | 3,014 (0,8070) | 5,049 (0,653) | 6,745 (0,345) | 2,187 (0,822) | 0,624 (0,731) | 0,607 (0,894) | 4,268 (0,118) | 1,669 (0,434) | 0,445 (0,800) |

Cuadro 4.10.a: Resultados del análisis de la influencia de la propiedad accionarial y la deuda sobre la creación de valor. Estimadores MCG. Número de observaciones 465. Entre paréntesis valor t de Student. Niveles de Significación: *** 99%, ** 95% y * 90%. Por motivos de simplicidad no se transcriben los valores correspondientes a las dummies temporales y sectoriales que también se incluyeron en el contraste. IDCON, IDEN, IDEXT, IDINST, son dummies representativas de la identidad del accionista principal según sea consejero, empresa nacional, empresa extranjera o institucional respectivamente.

Variable dependiente: LNMVA

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| LNTAM | 1,328 (9,01)*** | 1,266 (8,514)*** | 1,263 (8,50)*** | 1,274 (8,569)*** | 1,262 (8,398)*** | 1,266 (8,563)*** | 1,211 (8,31)*** | 1,214 (8,22)*** | 1,220 (8,34)*** | 1,251 (8,38)*** | 1,227 (8,47)*** |
| DEUBAN | -3,243 (-3,86)*** | | | | | | | | | | |
| PROP3M | 0,0124 (1,92)** | 0,0115 (1,766)** | | | | | | | | | |
| PROPM | | | 0,0108 (1,703)** | -0,028 (-1,327)* | | | | | | | |
| (PROPM) ² | | | | 0,407E-3 (1,911)** | | | | | | | |
| PROB | | | | | 0,805 (0,515) | | | | | | |
| PROPMNC | | | | | | 0,978E-2 (1,813)** | | | | | |
| PROCON | | | | | | | -0,455E-2 (-0,868) | -0,23E-2 (-0,139) | | | |
| (PROCON) ² | | | | | | | | -0,27E-4 (-0,133) | | | |
| PROINST | | | | | | | | | -0,90E-2 (-1,21) | | |
| PROEXT | | | | | | | | | | -0,95E-2 (-1,15) | |
| PROPEN | | | | | | | | | | | 0,0135 (2,38)*** |
| IDCON | 0,431 (1,406)* | 0,334 (1,070) | 0,325 (1,047) | 0,305 (0,986) | 0,343 (1,104) | | | | | | |
| IDEN | 0,333 (0,945) | 0,390 (1,09) | 0,399 (1,11) | 0,388 (1,092) | 0,390 (1,092) | 0,179 (0,523) | | | | | |
| IDEXT | -0,775 (-1,70)** | -0,751 (-1,62)* | -0,792 (-1,70)** | -0,774 (-1,672)** | -0,744 (1,591)* | -0,928 (-2,04)** | | | | | |
| IDINST | -0,379 (-1,013) | -0,391 (-1,031) | -0,396 (-1,045) | -0,417 (-1,101) | -0,446 (-1,175) | -0,637 (-1,76)** | | | | | |
| Constante | -5,018 (-3,169)*** | -5,102 (-3,167)*** | -4,908 (-3,07)*** | -4,314 (-2,65)*** | -5,301 (-2,62)*** | -4,481 (-2,87)*** | -3,923 (-2,5)*** | -3,977 (-2,4)*** | -3,925 (-2,5)*** | -4,344 (-2,7)*** | -4,402 (-2,8)*** |
| Dummies sectoriales | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí |
| Dummies temporales | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí |
| R ² ajustada | 0,7350 | 0,7274 | 0,7267 | 0,7289 | 0,7249 | 0,7266 | 0,7210 | 0,7200 | 0,7228 | 0,7228 | 0,7241 |
| Hausman | 10,539 (0,16) | 12,549 (0,05) | 11,482 (0,07) | 12,537 (0,084) | 11,215 (0,082) | 9,584 (0,087) | 2,927 (0,231) | 4,541 (0,208) | 5,759 (0,056) | 6,429 (0,04) | 3,026 (0,220) |

Cuadro 4.10.b: Resultados del análisis de la influencia de la propiedad accionarial y la deuda sobre la creación de valor. Estimadores MCG. Número de observaciones 465. Entre paréntesis valor t de Student. Niveles de Significación: *** 99%, ** 95% y * 90%. Por motivos de simplicidad no se transcriben los valores correspondientes a las dummies temporales y sectoriales que también se incluyeron en el contraste. IDCON, IDEN, IDEXT, IDINST, son dummies representativas de la identidad del accionista principal según sea consejero, empresa nacional, empresa extranjera o institucional respectivamente.

4.5.2. Contraste de las hipótesis 1, 2 y 3.

Para el contraste de las hipótesis 1, 2, y 3 se procede a subdividir el panel de datos de acuerdo con aquellas variables que hemos considerado afectan al grado de influencia de la estructura accionarial y del endeudamiento sobre la creación de valor en la empresa, considerando observaciones desde 1994 hasta 1998 para las 93 empresas que componen la muestra total.

La influencia de la estructura de propiedad sobre la creación de valor en la empresa será mayor cuando el conflicto de intereses entre accionistas y directivos sea más alto o cuando no existan mecanismos de gobiernos alternativos que reduzcan los costes de agencia, de manera que existe la posibilidad de incrementar el valor de la empresa mediante una combinación adecuada del accionariado. Incluso en aquellas situaciones en las que se produce una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios, como es el caso (comentado anteriormente) en que existe una mayor propiedad institucional, la significatividad de su influencia sobre la creación de valor también será mayor cuando el conflicto de intereses sea más alto y no existan mecanismos de gobierno alternativos, de manera que la empresa se vuelve más vulnerable a las actuaciones de los inversores mayoritarios que tendrán una mayor discrecionalidad sobre las decisiones empresariales.

Sin embargo, algunas de las razones que justifican la influencia negativa de la propiedad institucional sobre la creación de valor en la empresa se basan en su actitud más conservadora a la hora de tomar decisiones de inversión, cuando su posición les permite ejercer influencia sobre las mismas, y en el mayor endeudamiento bancario que puede limitar la obtención de otras fuentes financieras alternativas y por tanto la supervisión por parte del mercado de capitales. En este sentido, en aquellas empresas en las que existen mayores oportunidades crecimiento o de inversión (que medimos a través del PER y de la Q de Tobin), el conservadurismo de los inversores institucionales en la toma de decisiones de inversión resulta más perjudicial.

| Variables que determinan las submuestras | Valores en la submuestra y Relación esperada entre la creación de valor y las variables de propiedad ²⁴ | |
|---|--|--|
| Conflicto de intereses: <ul style="list-style-type: none"> Oportunidades de crecimiento (PER) Discrecionalidad directiva (FCFQ) | PER alto Menor discrecionalidad | PER bajo Mayor discrecionalidad |
| | Menos significativa <ul style="list-style-type: none"> - Concentración accionarial (+) - Propiedad interna (+) - Propiedad empresarial (+) - Propiedad institucional (-) Más significativa <ul style="list-style-type: none"> - Propiedad institucional (-) | Más significativa <ul style="list-style-type: none"> - Concentración accionarial (+) - Propiedad interna (+) - Propiedad empresarial (+) - Propiedad institucional (-) Menos significativa <ul style="list-style-type: none"> - Propiedad institucional (-) |
| Mecanismos de gobierno alternativos: <ul style="list-style-type: none"> Tamaño del consejo (NCON) Política de dividendos (DIV) | Tamaño adecuado Política de dividendos activa | Tamaño no adecuado Política de dividendos escasos |
| | Menos significativa <ul style="list-style-type: none"> - Concentración accionarial (+) - Propiedad interna (+) - Propiedad empresarial (+) - Propiedad institucional (-) | Más significativa <ul style="list-style-type: none"> - Concentración accionarial (+) - Propiedad interna (+) - Propiedad empresarial (+) - Propiedad institucional (-) |

Cuadro 4.11. Relación esperada entre la creación de valor y las variables de propiedad en función de la existencia de conflicto de intereses y de mecanismos de gobierno alternativos.

Del mismo modo, la política de endeudamiento como mecanismo de gobierno empresarial que reduce los flujos de libre de libre disposición y por tanto su posible inversión en proyectos no rentables resulta perjudicial en aquellos casos en que la empresa cuenta con oportunidades de crecimiento y de inversión rentables (genera infrainversión), pudiendo crear valor en la empresa cuando las oportunidades de inversión son menores (evita la sobreinversión). En definitiva, las relaciones esperadas se expresan en el cuadro 4.12.

²⁴ Entre paréntesis figura el signo esperado de la relación en función de los resultados que se obtuvieron anteriormente en el análisis inicial, éstos dependen del equilibrio entre el beneficio público que puede derivarse de la estructura accionarial y los beneficios privados que espera obtener el inversor y que pueden afectar negativamente a la creación de valor en la empresa.

| VARIABLES que determinan las submuestras | Valores en la submuestra | Relación esperada entre la creación de valor y el endeudamiento ²⁵ |
|--|--|---|
| Conflicto de intereses: | | |
| • Oportunidades de crecimiento (PER) | PER alto | - Negativa |
| | PER bajo | - Positiva |
| • Discrecionalidad directiva (FCFQ) | Menor discrecionalidad | - Negativa |
| | Mayor discrecionalidad (FCF>0 y Q<1).. | - Positiva |

Cuadro 4.12: Relación esperada entre la creación de valor y el endeudamiento en función del conflicto de intereses.

| | Nº obs. | % mayor | % mayor no consej. | % 3 mayores | % consejeros | % empresa nacional | % empresa extranjera | % institucion |
|--------------------------|---------|----------|--------------------|-------------|--------------|--------------------|----------------------|---------------|
| Div activa | 340 | 41,60 | 32,57 | 53,64 | 17,58 | 14,63 | 9,56 | 14,40 |
| Div escasos | 125 | 40,39 | 27,84 | 52,80 | 18,76 | 12,26 | 15,69 | 16,51 |
| T | | 0,431 | 1,646 | 0,328 | -0,455 | 0,946 | -2,21** | -0,82 |
| Z | | -0,211 | -1,575 | 0,859 | -1,497 | -1,863* | -1,99** | -2,36** |
| NCON adecuado | 340 | 42,25 | 32,11 | 54,75 | 18,25 | 12,68 | 13,55 | 16,06 |
| NCON no adecuado | 125 | 38,64 | 29,08 | 49,78 | 16,92 | 17,55 | 4,85 | 12,01 |
| T | | -1,20 | -0,99 | -1,79* | -0,51 | 1,66* | -4,16*** | -1,85* |
| Z | | -1,53 | -1,48 | -1,93* | -0,20 | -0,91 | -4,74*** | -1,48 |
| PER alto | 235 | 45,91 | 34,65 | 57,57 | 18,15 | 16,84 | 10,38 | 14,52 |
| PER bajo | 230 | 36,54 | 27,88 | 49,16 | 17,64 | 11,07 | 12,06 | 15,42 |
| T | | -3,66*** | -2,55** | -3,56*** | -0,218 | -2,54** | 0,782 | 0,442 |
| Z | | -3,54*** | -1,371 | -3,49*** | -0,095 | -3,02*** | -1,086 | -0,664 |
| FCFQ Mayor discrecional. | 160 | 42,40 | 27,50 | 54,76 | 24,12 | 10,14 | 9,59 | 12,28 |
| FCFQ Menor discrecional. | 305 | 40,69 | 33,29 | 52,70 | 14,63 | 16,01 | 12,05 | 16,38 |
| T | | -0,61 | 2,12** | -0,83 | -3,66*** | 2,70*** | 1,14 | 1,97** |
| Z | | -0,706 | -1,865 | -0,713 | -3,013*** | -2,04** | -1,25 | -2,29** |

Cuadro 4.13: Valores medios de propiedad en cada submuestra. Valores del estadístico t de Student para diferencias de medias y de la prueba no paramétrica Z de Wilcoxon para diferencia de medianas. Niveles de Significación: *** 99%, ** 95% y * 90%.

²⁵ Como variable de endeudamiento se considera la deuda con coste y en concreto el endeudamiento bancario. Los resultados obtenidos para la deuda total son idénticos a los obtenidos con la deuda bancaria.

4.5.3. Resultados de la hipótesis 1. Submuestras determinadas según el grado de conflicto de intereses.

Los resultados obtenidos de la aplicación de la metodología de datos panel para cada una de las submuestras determinadas según los valores del ratio PER y de la variable FCFQ aparecen recogidos en los cuadros 4.14 y 4.15, considerando dos variables de creación de valor (flujos de caja sobre fondos propios -CFSFP- y el valor de mercado añadido -LNVMA-) para poder emitir conclusiones con un mayor rigor.

En primer lugar, observamos una influencia más significativa de la concentración accionarial sobre la creación de valor en empresas con menor PER. Este resultado está de acuerdo con la hipótesis 1, dado que en aquellas empresas con menor PER o menores oportunidades de crecimiento, el conflicto de intereses entre accionistas y directivos es mayor, y por tanto la posibilidad de aumentar el valor de la empresa asumiendo los costes de la supervisión (como el mayor riesgo o el menor beneficio que pueden obtener derivado de su mayor información sobre la empresa) es más alta. Este resultado, en consonancia con el obtenido por McConnell y Servaes (1995) para una muestra de empresas americanas, se mantiene sea cual sea la variable de concentración accionarial utilizada (propiedad del núcleo de control compuesto por los 3 mayores accionistas, propiedad del mayor accionista y propiedad del mayor accionista externo -ecuaciones 1, 2 y 3 respectivamente-). Por su parte, en aquellas empresas con valores superiores del ratio PER, en las que la concentración media del accionariado tiende a ser mayor, se observa una menor influencia sobre la creación de valor de la empresa, lo que lleva a estos inversores mayoritarios a asumir una serie de costes derivados de la mayor concentración de su patrimonio en una determinada empresa, sin que se observe ningún beneficio público (o mayor valor) derivado de ello.

Por otro lado, al considerar el porcentaje accionarial concentrado en cada grupo de inversores en función de su identidad (empresarial, entidad institucional e internos – hipótesis H1a, H1b y H1c, respectivamente-) obtenemos los siguientes resultados:

- a) En aquellas empresas de menor PER, la significatividad de la propiedad empresarial es mayor, corroborándose la hipótesis H1a, puesto que existe una probabilidad más alta de que se incremente la riqueza de la empresa participada debido a que el mayor conflicto de intereses entre accionistas y directivos provoca que la propiedad accionarial involucrada en reducir los costes de agencia aumente el valor de la empresa. En particular, la mayor cuota de mercado que se alcanza cuando la empresa matriz y la subsidiaria pertenecen al mismo sector, así como las sinergias operativas derivadas de las economías de escala y de la complementariedad de recursos que reducen los costes, tienen una mayor influencia sobre el valor de la empresa participada cuando sus oportunidades de crecimiento son escasas. Por ello, a pesar de que en aquellas empresas de alto PER se observa mayor propiedad en manos de otras empresas por término medio, que pueden sentirse atraídas por las mayores oportunidades de crecimiento, es en aquellas de bajo PER en las que la influencia de estos inversores es más significativa.
- b) El signo y significatividad de la propiedad interna sobre las variables de creación de valor confirman la hipótesis de alineamiento de intereses entre accionistas y directivos para empresas de alto PER, en las que las oportunidades de crecimiento son mayores y en las que los costes de supervisión son menores (signo positivo), observándose un mayor atrincheramiento directivo en aquellas empresas de bajo de PER (signo negativo) en las que la búsqueda de beneficios privados derivados de la participación accionarial elimina el posible beneficio público derivado de la mejora en el gobierno empresarial.

En este sentido, no obtenemos evidencia clara para la hipótesis H1b que establecía mayores niveles de significatividad de la propiedad interna sobre el valor de la empresa cuando las oportunidades de crecimiento eran escasas, de manera que se podía aumentar el valor creado por la empresa mediante la utilización de mecanismos de gobierno. Sin embargo, obtenemos evidencia de un mayor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos cuando el compromiso de recursos o el riesgo

asumido por los internos en las decisiones financieras es menor, ya que el mercado valora positivamente las oportunidades de crecimiento de la empresa y el esfuerzo que debe realizarse para crear valor en la empresa es menor. Estos resultados nos llevan a considerar la posibilidad de que el establecimiento de límites a la propiedad interna en empresas de bajo PER contribuiría a la creación de valor, sin que dichos límites fueran eficientes en empresas de alto PER.

- c) Por último, la propiedad institucional presenta una mayor significatividad con signo negativo sobre la creación de valor en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento. Este hecho se justifica principalmente por el mayor endeudamiento bancario que detentan las empresas de mayor PER y cuyo accionista mayoritario es un inversor institucional²⁶, lo que origina un comportamiento más conservador en la política de inversión de la empresa de manera que las entidades financieras no vean comprometida la devolución de sus préstamos. Ello da lugar a un efecto negativo sobre la creación de valor en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento que podrían beneficiarse de una política de inversión más arriesgada. Por lo tanto, la hipótesis H1c que establecía una mayor influencia de la propiedad institucional para aquellas empresas con menor PER, al considerar la supervisión sobre la actuación de los directivos que pueden ejercer los inversores institucionales no se confirma, ya que lo que se evidencia es una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios en favor de los beneficios privados que busca el inversor institucional que resultan más perjudiciales en el caso de empresas con mayor PER.

Sin embargo, esta distinción inicial entre empresas de alto y bajo PER, que permite diferenciar aquellas con altas y bajas oportunidades de crecimiento

²⁶ Diferencias de medias del endeudamiento bancario en empresas con altas oportunidades de crecimiento según que el accionista principal sea inversor institucional o no institucional:

| Identidad accionista principal | Endeudamiento bancario medio | Nº observaciones | Prueba t (significatividad) |
|--------------------------------|------------------------------|------------------|-----------------------------|
| Institucional | 0,1828 | 44 | -2,377 (0,018) |
| No institucional | 0,1280 | 191 | |

respectivamente y, en nuestro enfoque sobre el gobierno de la empresa, entre empresas con menores y mayores conflictos de intereses entre accionistas y directivos, nos lleva a considerar una variable adicional que controle la discrecionalidad directiva a la hora de aplicar los flujos de caja a los proyectos de inversión. En este sentido, consideramos que existe una mayor discrecionalidad cuando los flujos de caja generados después de pagar impuestos, intereses y dividendos son positivos y a su vez las oportunidades de inversión rentables de la empresa, medidas a través de la q de Tobin simple es menor que 1 (cuadros 4.15 a y b). En particular, en relación con el papel supervisor que ejerce la concentración accionarial sobre las decisiones directivas no se observan resultados consistentes cuando dividimos las muestras en función de la discrecionalidad directiva, se obtienen valores no significativos sobre la variable de creación de valor LNVMA. Sin embargo, al considerar la identidad del accionista principal (bien sea interno, empresarial, o inversor institucional) se obtienen diferentes grados de influencia sobre la creación de valor.

La propiedad de los internos tiene una influencia positiva y significativa sobre la creación de valor en aquellas empresas con menor discrecionalidad directiva, en las que se asegura la inversión en proyectos que contribuyen al valor empresarial, en el caso de que existan flujos de caja positivos después de haber pagado impuestos, intereses y dividendos. En este caso, la posición como accionistas de los internos contribuye a alinear intereses entre accionistas y directivos, puesto que al haberse reducido la posibilidad de apropiarse de beneficios privados a través de una utilización oportunista de los flujos de libre disposición, se crea un mayor incentivo a incrementar el beneficio público o la creación de valor en la empresa de la que se benefician todos los accionistas de la misma. Por el contrario, en aquellas empresas de mayor discrecionalidad directiva, en las que los flujos de caja libres pueden destinarse a proyectos no rentables dando lugar a un incremento del tamaño de la empresa por encima del que maximiza el valor, de manera que se asegure la continuidad y permanencia del directivo en el puesto de trabajo, la posición como accionista de los internos incrementa su atrincheramiento dando lugar a una relación negativa y significativa con la creación de valor.

Por su parte, la propiedad institucional ejerce una mayor influencia negativa sobre la creación de valor en empresas de menor discrecionalidad directiva, es decir en aquellas empresas en las que existen oportunidades de inversión rentables en el caso de que existan flujos de libre disposición, por lo que, al igual que comentábamos en el caso de empresas con oportunidades de crecimiento, la presencia de inversores institucionales limita la creación de valor en la empresa.

Por último, la propiedad empresarial presenta una mayor influencia sobre la creación de valor en empresas con menor discrecionalidad directiva a la hora de aplicar los flujos de libre disposición, es decir, es en aquellas empresas con mayores oportunidades de inversión rentables ($q > 1$) en las que la propiedad empresarial ejerce un mayor efecto sobre la creación de valor de la empresa dando lugar a resultados más favorables derivados de las economías de escala y de la complementariedad de recursos. Esta conclusión no apoya los resultados encontrados al dividir la muestra según las oportunidades de crecimiento, que ponían de manifiesto una mayor influencia de la propiedad empresarial cuanto menores eran las oportunidades de crecimiento (PER bajo). Sin embargo, la diferente medida de estas dos variables, en el caso del PER se valora el beneficio por acción y en el caso de la discrecionalidad directiva se considera empresas con flujos de caja libres positivos y $q < 1$ y, la ausencia de correlación entre el PER y la q , podrían justificar este resultado.

4.5.4. Resultados de la Hipótesis 2. Submuestras determinadas según la existencia de mecanismos de gobierno alternativos.

A continuación se dividen las observaciones de la muestra en función de la existencia en la empresa de mecanismos de gobierno o supervisión alternativos y, en particular, en función de que desarrollen una política activa de dividendos o el tamaño de su consejo de administración se adecue al considerado como óptimo por el Informe Olivencia, de manera que si estos mecanismos aumentan la creación de valor en la empresa, el incremento adicional que puede conseguirse a través de una estructura accionarial que alinee intereses de accionistas y directivos será menor.

Si consideramos la hipótesis de supervisión de la política de dividendos, según la cual los dividendos no sólo reducen los flujos de libre disposición y por tanto la discrecionalidad directiva, sino que además incrementan la supervisión

ejercida por parte del mercado de capitales, cabe esperar que aquellas empresas con una política de dividendos menos activa puedan incrementar la creación de valor mediante la utilización de otros mecanismos de gobierno alternativos como la estructura accionarial, tal y como se planteaba en la hipótesis H2a. Los resultados obtenidos no permiten corroborar esta hipótesis puesto que la significatividad o influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor de la empresa es similar en las dos submuestras determinadas según que repartan o no repartan dividendos (cuadro 4.16). Únicamente se obtienen resultados de acuerdo con la hipótesis de supervisión de los dividendos a medida que se incrementa la propiedad empresarial, observándose una relación positiva y significativa entre esta propiedad y la creación de valor en empresas con una política de dividendos menos activa, existiendo una relación menos intensa en aquellas con una política de dividendos más activa. Por lo tanto, no podemos afirmar que la política de dividendos sea un sustituto de la supervisión que ejercen los accionistas mayoritarios en la empresa o determinados grupos de control, ya que no se observan diferentes niveles de influencia de la propiedad sobre la creación de valor al dividir la muestra según la política de dividendos llevada a cabo, e incluso, en aquellos casos en que se observa, los resultados no son consistentes al considerar distintas variables de creación de valor (como sucede con la propiedad interna).

Por su parte, el tamaño del consejo de administración puede limitar la eficiencia de funcionamiento del mismo como mecanismo interno de supervisión (Yermark, 1996). La importancia concedida al tamaño del consejo se pone de manifiesto a través de la recomendación que realiza el Informe Olivencia para establecer consejos con un tamaño comprendido entre 5 y 15 miembros. La mayoría de las empresas de la muestra se encuentran en dicho intervalo por término medio, más del 65% de las empresas que no están comprendidas en dichos límites presentan un consejo superior a 15 miembros. Si el tamaño del consejo fuese el adecuado, este mecanismo de supervisión interno funcionaría de manera más eficiente dando lugar a la creación de valor en la empresa y, por lo tanto, la importancia de la estructura accionarial con esta finalidad de supervisión así como su impacto sobre la creación de valor sería menor.

Los resultados obtenidos (cuadro 4.17) no permiten corroborar esta hipótesis en cuanto a la concentración del accionariado se refiere, ya que no se observan diferencias significativas en el grado de influencia del grupo de control sobre la creación de valor cuando dividimos la muestra en función del tamaño del consejo de administración. Del mismo modo, los resultados relativos a la propiedad empresarial y a la propiedad interna no resultan consistentes. En el caso de la propiedad empresarial, si bien su poder de control se pone de manifiesto de manera más significativa sobre la creación de valor en aquellas empresas con un tamaño del consejo adecuado (cuando dicho valor se mide a través de los flujos de caja generados), al considerar la variable de valor de mercado no se observan diferencias significativas entre las submuestras.

Asimismo, en el caso de la propiedad interna, si bien se apoya la hipótesis de alineamiento de intereses entre accionistas y directivos con mayor significatividad en el caso de que el tamaño del consejo no sea el recomendado en el Informe Olivencia, no se observan diferencias significativas al considerar su poder de control sobre la creación de valor expresada en términos de valor de mercado. Por último, la propiedad institucional presenta valores de sus parámetros negativos más significativos en la explicación de la creación de valor cuando el tamaño del consejo es el adecuado. Este resultado está condicionado por la mayor propiedad que por término medio detentan los inversores institucionales en empresas con un tamaño del consejo recomendado, de manera que si el poder de control que ejercen estos inversores da lugar a una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios, como ya se expuso anteriormente, dicha expropiación se produce de manera más significativa en empresas que cuentan con una mayor eficiencia en su mecanismo de control interno por excelencia, el consejo de administración.

Por lo tanto, no podemos afirmar que el tamaño recomendado en el Informe Olivencia para el consejo de administración guarde relación con la mayor o menor influencia que los inversores activos ejercen sobre la creación de valor en la empresa, ello puede ser debido a dos motivos principalmente. En primer lugar, porque el tamaño recomendado en el Informe no resulta tan relevante para la creación de valor en la empresa, de manera que el hecho de adoptar un tamaño adecuado o no adecuado no condiciona la eficiencia del consejo, y por tanto el grado de creación de

valor en la empresa²⁷. En segundo lugar, porque a pesar de que la eficiencia del consejo de administración como mecanismo interno de supervisión pueda justificarse a través de su tamaño, no inhibe la existencia de mecanismos de gobierno externos complementarios que se establezcan a través de la estructura accionarial de la empresa.

4.5.5. Resultados de la Hipotesis 3.

La hipótesis 3 plantea una diferente incidencia del endeudamiento sobre la creación de valor de la empresa que varía en función de las oportunidades de crecimiento de ésta. En particular, se plantea que el endeudamiento puede mejorar el valor de la empresa cuando las oportunidades de crecimiento son escasas de manera que actúa como mecanismo de supervisión reduciendo los flujos de libre disposición y por tanto la discrecionalidad directiva para invertir en proyectos no rentables o que supongan un crecimiento de la empresa superior al que maximiza el valor (evita la sobreinversión). Y por otro lado, el endeudamiento puede afectar negativamente a la creación de valor cuando las oportunidades de crecimiento son elevadas, de manera que al reducir los flujos de libre disposición se dejan de realizar inversiones rentables (genera infrainversión). Asimismo, el comportamiento menos arriesgado de los acreedores cuando pueden ejercer cierto control sobre las decisiones de la empresa, provoca un efecto negativo sobre el valor de la misma cuando las oportunidades de crecimiento son elevadas.

Los resultados del contraste de esta hipótesis aparecen reflejados en los cuadros 4.14 y 4.15. Por un lado, al observar la influencia del endeudamiento sobre la generación de flujos de caja observamos un signo negativo en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento y un signo positivo para las de bajo crecimiento, corroborando así las hipótesis establecidas. Sin embargo, aunque el

²⁷ Generalmente, en la literatura financiera se considera una variable lineal del tamaño del consejo de administración para determinar su eficiencia (Yermak, 1996; Eisenberg, Sundgren y Wells, 1998; y Azofra, de Andrés y López, 1999, entre otros). Sin embargo, esta consideración podría llevar a concluir que el tamaño más adecuado para el consejo con el objetivo de crear valor en la empresa es el menor tamaño posible o cero. Por ello, hemos considerado relevante establecer un intervalo para diferenciar el tamaño adecuado del no adecuado basándonos en la recomendación del Informe Olivencia, aunque los resultados obtenidos a nuestra hipótesis para dicho intervalo hayan sido no significativos.

sentido es el esperado esta variable resulta no significativa²⁸. Adicionalmente, se analiza su incidencia sobre el valor de mercado añadido, obteniendo una relación negativa entre el endeudamiento y la creación de valor independientemente de que se trate de empresas con altas o bajas oportunidades de crecimiento. Sin embargo, la relación negativa es más significativa en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento, lo que corrobora de nuevo la hipótesis establecida.

Asimismo, idénticas conclusiones se obtienen cuando se dividen las observaciones en función de la variable FCFQ. Es decir, según que posean flujos de caja positivos y sin oportunidades de inversión rentables ($q < 1$), en cuyo caso la discrecionalidad directiva será mayor y por tanto el endeudamiento ejercerá un efecto positivo sobre la creación de valor en la empresa, como se observa en el cuadro 4.15, y un efecto negativo cuanto menor sea la discrecionalidad directiva, ya que en esta submuestra estarían contenidas las empresas con oportunidades de inversión rentables, las cuales se ven amenazadas por el alto endeudamiento. Del mismo modo, al considerar la incidencia del endeudamiento sobre el valor de mercado añadido se observa un efecto negativo más significativo en la submuestra de empresas con menor discrecionalidad directiva, que comprende las empresas con oportunidades de inversión rentables y aquellas con flujos de caja negativos, que se corresponde con 8 empresas de las 61 que componen esta submuestra.

²⁸ Además del endeudamiento bancario se utilizaron otras variables de endeudamiento representativas del endeudamiento total y el endeudamiento a largo plazo, obteniendo idénticos resultados.

4.5.6. Metodología, contraste y resultados de las Hipótesis 4 y 5.

Para el contraste de estas hipótesis se plantea un modelo de regresión logística en el que se explica la compra de un bloque accionarial en función de la estructura accionarial previa existente en la empresa y de la asimetría informativa, que adopta la siguiente forma:

$$\text{Compra de bloque accionarial}_{it} = \beta_0 + \beta_{EA} \text{ Estructura accionarial}_{i,t-1} + \beta_{VI} \text{ Ventaja informativa}_{it} + \beta_{VC} \text{ Variables de control}_{it} + u_{it}$$

siendo las relaciones esperadas las siguientes:

| VARIABLES INDEPENDIENTES | Relación esperada con las adquisiciones de bloques accionariales (al menos el 5%) | Justificación |
|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Concentración accionarial en t-1 • Propiedad interna en t-1 • Propiedad institucional en t-1 | Negativa | Hipótesis de supervisión: Mejoras esperadas en la gestión de la empresa |
| <ul style="list-style-type: none"> • Tamaño • Anuncios de fusiones o adquisiciones | Negativa Positiva | Hipótesis de la ventaja informativa |

Cuadro 4.18: Relación esperada entre la adquisición de bloques accionariales y la estructura accionarial previa y la asimetría informativa.

El contraste empírico se realiza sobre la muestra de 93 empresas durante los cinco años comprendidos entre 1994 y 1998 eliminando aquellas observaciones en las que para una empresa en un año concreto se haya producido una oferta pública de adquisición²⁹, quedando el número de observaciones reducido a 452, como se señaló en el apartado correspondiente a la determinación de la muestra.

La regresión logística es un modelo de elección binaria que permite determinar la significatividad de las variables independientes cuando la variable dependiente toma los valores 1 ó 0, según se cumpla o no el hecho que se quiere contrastar, en nuestro trabajo la compra o no de un bloque accionarial entre el año t y

²⁹ Koipe, Saltos del Nansa, SABA y Sociedad Española Acumulador Tudor en 1994, Agroman, Cementos Alfa y Tableros de Fibras en 1995, Compañía Sevillana de Electricidad, FECSA, Unión Resinera española en 1996, Astruiana de Zinc y Vidriera Leonesa en 1997 y Estacionamientos Subterráneos en 1998.

el t-1 o el cambio de identidad del accionista principal. En este caso, los contrastes de significación usuales, que se basan en el supuesto de distribución normal del término error, no son aplicables ya que, el término error tiene una distribución de probabilidad de tipo discreto. Así, los métodos de estimación lineales como el de mínimos cuadrados (ordinarios o generalizados) pueden ser mejorados en términos de eficiencia por métodos no lineales. En este sentido, el modelo de regresión logística requiere menos supuestos de partida que el análisis discriminante en el que se exige normalidad multivariante y de igualdad de matrices de varianza-covarianza, además, incluso cuando se cumplan dichos supuestos, la regresión logística todavía se comporta adecuadamente. En la regresión logística se estima la probabilidad de que ocurra un suceso, que en el caso de tener varias variables independientes será:

$$\Pr ob(suceso) = \frac{e^z}{1 + e^z} = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

donde z es la combinación lineal de las variables $Z = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p$

En la regresión logística los parámetros del modelo se estiman utilizando el método de máxima verosimilitud para lo que será necesario la utilización del algoritmo del “scoring”³⁰, empleando el estadístico de Wald que sigue una distribución chi-cuadrado para contrastar la significatividad de los mismos.

Para el contraste de las hipótesis 4 y 5 referidas a adquisiciones accionariales hemos distinguido 3 clases distintas. Por un lado, compras realizadas por el grupo de control que dan lugar a un incremento de la concentración o transferencias de participaciones accionariales de un grupo inversor a otro, manteniendo el nivel de concentración accionarial. En segundo lugar, adquisiciones realizadas por los consejeros de la empresa y en tercer lugar las llevadas a cabo por inversores institucionales. La hipótesis 4 justifica las adquisiciones a partir de la mejora en la gestión empresarial que se deriva de una mayor concentración accionarial o de una mayor participación en la empresa por parte de los internos. Por ello, cabe esperar que en aquellas empresas con una propiedad más dispersa durante el año anterior a la adquisición se realicen éstas con una mayor probabilidad. Del mismo modo, y tal y como indicamos anteriormente, para el caso de la propiedad institucional, se

³⁰ Véase Novales (1993).

observan beneficios privados que se traducen en una disminución del valor de la empresa. La probabilidad de obtener dichos beneficios se dará en mayor medida cuanto más disperso se encuentre el accionariado, es decir en ausencia de un accionista mayoritario que ejerza el control y que reduzca la discrecionalidad institucional.

Los resultados obtenidos (cuadros 4.19 a y b) ponen de manifiesto una relación negativa y significativa entre la propiedad en manos de externos y las adquisiciones realizadas por los internos, los inversores institucionales o el núcleo de control. La propiedad de los externos se considera una buena aproximación a la supervisión ejercida en la empresa debido a la mayor independencia de estos inversores en el ejercicio de su control. En este sentido, y de acuerdo con la hipótesis 4, observamos una mayor probabilidad de adquisición cuando la propiedad accionarial durante el año previo a la compra se encuentra más dispersa, lo que manifiesta un anticipo de las ganancias derivadas de la mejora en la gestión empresarial al reorganizar la estructura accionarial hacia una más concentrada que alinee intereses entre accionistas y directivos y que reduzca los costes de agencia.

Asimismo, se contrasta si la probabilidad de adquisición de un bloque accionarial depende de la propiedad en manos de los consejeros y de la propiedad institucional durante el año anterior a la compra. Los análisis previos que llevamos a cabo para contrastar la relación entre propiedad accionarial y creación de valor en la empresa nos permitieron concluir, en términos generales, que la mayor propiedad de los internos creaba valor mientras que la propiedad institucional producía una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios. Por ello, la probabilidad de adquisición por parte de los internos, los inversores institucionales y el núcleo de control, se explica también en función de la mayor o menor propiedad que durante el año anterior tienen los internos y los inversores institucionales.

| COMCON | | | | |
|------------------------------|----------------------|----------------------|---------------------|-----------------------|
| Compras = 50 | | | | |
| No compras = 402 | | | | |
| Periodo = 1994 - 1998 | Ec.1 | Ec.2 | Ec.3 | Ec.4 |
| Constante | 1,8667 (2,683) | 1,581 (2,275) | 1,313 (1,412) | -1,670 (58,22)*** |
| PROPMNC | -0,0192 (5,40)** | -0,0168 (5,68)** | -0,017 (6,172)** | -0,0193 (7,547)*** |
| PROPON20 | -0,2528 (0,466) | | | |
| PROPINST20 | -0,1070 (0,074) | | | |
| LNTAMM | -0,339 (9,482)*** | -0,3294 (9,35)*** | -0,265 (4,018)** | |
| FUSYADQ | 0,8789 (4,20)** | 0,8704 (4,20)** | 0,834 (3,826)** | |
| Nº consejeros ³¹ | | | -0,0346 (0,692) | |
| FUSYADQ*TAM1 | | | | 1,814 (8,764)*** |
| FUSYADQ*TAM2 | | | | 1,178 (3,605)* |
| FUSYADQ*TAM3 | | | | -6,774 (0,149) |
| Chi-cuadrado modelo | 23,26 (0,0003) | 22,757 (0,000) | 23,463 (0,000) | 25,97 (0,000) |

Cuadro 4.19. a: Resultados de la regresión logística que explica las transferencias de propiedad.

Número de observaciones: 452. Entre paréntesis estadístico de Wald. Niveles de Significación: *** 99%, ** 95% y * 90%. La chi-cuadrado del modelo contrasta la hipótesis nula de que todos los parámetros excepto la constante son nulas, entre paréntesis su significación.

³¹ Se introduce la variable "Nº consejeros" para controlar por el tamaño del consejo de administración en las adquisiciones de los internos, esperando que cuanto mayor sea el consejo mayor es la probabilidad de adquisición de una mayor participación accionarial, ya que la restricción de riqueza será menor al estar repartida la adquisición entre varios consejeros. Los resultados resultan no significativos.

| Periodo = 1994 - 1998 | COM3MID Compras o cambios de identidad = 75 No compras =377 | | COMINST Compras = 49 No compras =403 | | | |
|-----------------------|--|---------------------|--|---------------------|---------------------|---------------------|
| | Ec.1 | Ec.2 | Ec.1 | Ec.2 | Ec.3 | Ec.4 |
| Constante | -1,743 (4,029)** | -2,125 (7,33)*** | -1,317 (1,66) | -2,542 (7,44)*** | -2,505 (6,92)*** | -1,267 (18,1)*** |
| PROPMNC | -0,0157 (6,76)*** | -0,013 (6,313)** | -0,022 (9,18)*** | -0,0125 (4,00)** | -0,012 (4,036)** | -0,025 (10,4)*** |
| PROPCON20 | -0,3132 (0,963) | | -1,115 (7,80)*** | | | -1,098 (7,87)*** |
| PROPINST20 | -0,118 (0,153) | | 0,098 (0,079) | | | |
| LNTAMM | 0,067 (0,793) | 0,083 (1,27) | 0,014 (0,024) | 0,074 (0,713) | 0,073 (0,698) | |
| FUSYADQ | -0,066 (0,027) | -0,082 (0,043) | 0,032 (0,004) | -0,046 (0,009) | -0,045 (0,009) | |
| DEUBAN | | | | | -0,186 (0,034) | |
| PROINST*DB | | | | | | 0,0617 (8,27)*** |
| Chi-cuadrado modelo | 8,632 (0,12) | 7,575 (0,05) | 13,362 (0,020) | 4,745 (0,19) | 4,780 (0,310) | 20,58 (0,0001) |

Cuadro 4.19.b: Resultados de la regresión logística que explica las transferencias de propiedad.
Número de observaciones: 452. Entre paréntesis estadístico de Wald. Niveles de Significación: *** 99%, ** 95% y * 90%. La chi-cuadrado del modelo contrasta la hipótesis nula de que todos los parámetros excepto la constante son nulas, entre paréntesis su significación.

En particular, cuanto menor sea la propiedad de los internos mayor será la probabilidad de adquisición de éstos con el ánimo de obtener un mayor control en la empresa; mayor será la probabilidad de adquisición por parte del núcleo de control, de manera que se incremente la concentración accionarial y la supervisión de la gestión empresarial; y mayor será la probabilidad de adquisición por parte de los inversores institucionales, ya que al haber un menor control interno pueden actuar con mayor discrecionalidad para conseguir los intereses privados que persiguen, lo que a posteriori podría traducirse en un mayor conflicto de intereses entre accionistas, directivos y acreedores. La única relación que resulta estadísticamente significativa con un nivel de confianza del 99%, es la existente entre la probabilidad de adquisición de los inversores institucionales y la propiedad de los internos.

Del mismo modo, la propiedad institucional existente durante el año anterior a la adquisición accionarial condiciona la probabilidad de ésta. De acuerdo con los resultados obtenidos previamente, la propiedad institucional afecta de manera negativa a la creación de valor en la empresa, de manera que cuanto menor sea el porcentaje detentado por los inversores institucionales, mayor será la probabilidad de adquisición accionarial por parte de los internos y del núcleo de control que se encuentran atraídos por un mayor valor y por una mayor probabilidad de ejercer su control. Sin embargo, esta variable resulta no significativa en las estimaciones realizadas. Únicamente, cuando consideramos la variable interacción entre la propiedad institucional y el endeudamiento bancario durante el año anterior a la adquisición encontramos una mayor probabilidad de adquisición por parte de los inversores institucionales. Uno de los intereses de los inversores institucionales en la empresa, cuando tienen poder suficiente para influir en las decisiones de ésta, es incrementar su volumen de negocio a través de un incremento de la deuda bancaria. De esta manera, observamos como aquellas empresas con mayor propiedad institucional y mayor endeudamiento presentan una mayor probabilidad de adquisición por parte de los inversores institucionales (ecuación 4, cuadro 4.19b).

Por último, la hipótesis 5 propone una mayor probabilidad de adquisición por parte de aquellos que potencialmente cuentan con una mejor información cuanto mayor es la asimetría informativa en la empresa, ya que los costes de valoración de la empresa para estos inversores son menores. En este sentido, consideramos dos variables representativas de dicha asimetría informativa: el tamaño de la empresa y los anuncios relativos a fusiones por absorción o adquisiciones de negocios. Los resultados se muestran únicamente significativos para las adquisiciones por parte de los internos, observándose una mayor probabilidad de adquisición en empresas de menor tamaño y cuando se producen anuncios relativos a fusiones o adquisiciones. Tradicionalmente, se considera que existe una mayor asimetría informativa cuanto menor es el tamaño de la empresa, de manera que las señales informativas en estas empresas se traducen en mayores rendimientos anormales. Sin embargo, la relación negativa encontrada entre el tamaño de la empresa y la probabilidad de adquirir una participación por parte de los internos puede venir condicionada por las restricciones de riqueza del interno, resultándole mucho más costoso adquirir una participación del

5% en empresas más grandes. Sin embargo, si las restricciones de riqueza de los inversores fuese la justificación de la relación negativa entre tamaño y las adquisiciones, esta relación se mantendría para cualquier tipo de inversor, lo cual no se corrobora al considerar la relación con las adquisiciones por parte del núcleo de control y de los inversores institucionales.

Del mismo modo, y con el ánimo de contrastar dicha ventaja informativa de los internos, se introduce la variable FUSYADQ representativa de los anuncios de fusión o adquisición por parte de la empresa. A este tipo de anuncios tienen acceso todos los inversores, dado que aparecen publicados en el Boletín Oficial de Cotización de la Bolsa de Madrid, pero sólo en el caso de los internos se observa un mayor comportamiento comprador. Este hecho puede estar condicionado por tres factores: en primer lugar, porque realmente cuentan con una información más detallada de las decisiones de la empresa, con lo que en previsión de un aumento de valor de ésta se anticipan comprando una mayor participación; en segundo lugar, porque desean mantener el control de la empresa ante posibles reestructuraciones de la propiedad que se puedan producir como consecuencia de la decisión de fusión o adquisición; y, en tercer lugar, porque mediante la compra de una mayor participación en la empresa los internos pretenden transmitir una señal positiva al mercado sobre las decisiones adoptadas, incluso aunque al final no lleguen a ejecutarse.

Finalmente, con el ánimo de emitir una conclusión más definitiva sobre la ventaja informativa de los internos, se considera la variable interacción FUSYADQ*TAM_i (siendo i = 1, 2, y 3 en función del tamaño medio de la empresa durante los 5 años objeto de estudio, representando TAM1 el tercio de empresas con menor tamaño medio y TAM3 el tercio de empresas de mayor tamaño medio).

La ecuación planteada (Ec.4, tabla 4.19a) es la siguiente:

$$\text{COMCON} = \beta_0 + \beta_1 \text{PROPMNC} + \beta_2 \text{FUSYADQ} * \text{TAM1} + \\ \beta_3 \text{FUSYADQ} * \text{TAM2} + \beta_4 \text{FUSYADQ} * \text{TAM3} + u$$

Puesto que el efecto informativo derivado de los anuncios de fusiones y adquisiciones se incrementa con la asimetría informativa, el coeficiente y significatividad que acompaña a la variable FUSYADQ*TAM1 en la explicación de la probabilidad de adquisiciones por parte de los internos debería ser mayor que FUSYADQ*TAM2, que a su vez resulta mayor que FUSYADQ*TAM3³². Los resultados obtenidos permiten corroborar la hipótesis planteada, al observarse una mayor probabilidad de adquisición accionarial por parte de los internos cuanto mayor es la asimetría informativa, no observándose el mismo comportamiento para el caso de inversores institucionales o núcleo de control.

En definitiva, parece observarse, que al menos por parte de los internos, existe una cierta ventaja informativa que les lleva a incrementar su participación accionarial cuando se producen determinados acuerdos (fusiones o adquisiciones) que contribuyen a la creación de valor y cuyo efecto informativo resulta más relevante en empresas de menor tamaño, o lo que es lo mismo, con mayor asimetría informativa.

A continuación realizamos una síntesis de los principales resultados obtenidos y señalamos las conclusiones alcanzadas en nuestra investigación.

³² El trabajo de Han y Suk (1998) considera también variables interacción en las que consideran la asimetría informativa de la empresa (medida a través del tamaño) y la señal informativa que transmite la propiedad de los internos. Estos autores explican los rendimientos anormales ante un split en función de estas variables interacción, observándose mayores rendimientos anormales cuanto mayor es la asimetría informativa, de manera que la señal transmitida por la propiedad de los internos resulta más significativa.