

APENDICES

Apéndice 1. Composición de la muestra por tipo de actividad (empresas).

Muestra 1994	Muestra 1998	Muestra 1994-1998
Construcción Agroman, Empresa Constructora, S.A. Cementos Alfa, S.A. Cementos Lemona, S.A. Cementos Portland, S.A. Cía Valenciana Cementos Portland, S.A. Construcciones Lain, S.A. Cristalería Española, S.A. Dragados y Construcciones, S.A. Hornos Ibericos Alba, S.A. Obras y Servicios Públicos, S.A. Portland Valderrivas, S.A. Sociedad Financiera y Minera, S.A. Soc. General de Obras y Construcción, S.A. Uniland Cementera, S.A. Uralita, S.A.	Construcción ACS, Actividades de Const. y Servicios Agroman, Empresa Constructora, S.A. Cementos Alfa, S.A. Cementos Lemona, S.A. Cementos Portland, S.A. Cía Valenciana Cementos Portland, S.A. Construcciones Lain, S.A. Cristalería Española, S.A. Fomento Contrucciones y Contratas, S.A. Grupo Dragados, S.A. Obras y Servicios Públicos, S.A. Portland Valderrivas, S.A. Uniland Cementera S.A. Uralita, S.A.	Construcción Agroman, Empresa Constructora, S.A. Cementos Alfa, S.A. Cementos Lemona, S.A. Cementos Portland, S.A. Cía Valenciana Cementos Portland, S.A. Construcciones Lain, S.A. Cristalería Española, S.A. Grupo Dragados, S.A. Obras y Servicios Públicos, S.A. Portland Valderrivas, S.A. Uniland Cementera S.A. Uralita, S.A.
Eléctricas, gas y agua Cía. Sevillana de Electricidad, S.A. Ebro Agrícolas Cía. de Alimentación, S.A. Electra de Viesgo, S.A. Electricas Reunidas de Zaragoza, S.A. Empresa Nacional de Electricidad, S.A. Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana, S.A. Fuerzas Eléctricas de Cataluña, S.A. Gas Natural SDG, S.A. Gas y Electricidad, S.A. Hidroeléctrica del Cantabrico, S.A. Iberdrola, S.A. Saltos del Nansa, S.A. Soc. General de Aguas de Barcelona, S.A. Union Eléctrica Fenosa, S.A.	Eléctricas, gas y agua Cía. Sevillana de Electricidad, S.A. Electra de Viesgo, S.A. Electricas Reunidas de Zaragoza, S.A. Empresa Nacional de Electricidad, S.A. Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana, S.A. Fuerzas Eléctricas de Cataluña, S.A. Gas Natural SDG, S.A. Gas y Electricidad, S.A. Hidroeléctrica del Cantabrico, S.A. Iberdrola, S.A. Saltos del Nansa, S.A. Soc. General de Aguas de Barcelona, S.A. Union Eléctrica Fenosa, S.A.	Eléctricas, gas y agua Cía. Sevillana de Electricidad, S.A. Electra de Viesgo, S.A. Electricas Reunidas de Zaragoza, S.A. Empresa Nacional de Electricidad, S.A. Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana, S.A. Fuerzas Eléctricas de Cataluña, S.A. Gas Natural SDG, S.A. Gas y Electricidad, S.A. Hidroeléctrica del Cantabrico, S.A. Iberdrola, S.A. Saltos del Nansa, S.A. Soc. General de Aguas de Barcelona, S.A. Union Eléctrica Fenosa, S.A.
Alimentación Bodegas y Bebidas, S.A. Conservas Garavilla, S.A. Conserva Campofrío, S.A. Frimancha Industrias Carnicas, S.A. Koipe, S.A. La Union Resinera Española, S.A. Natra, S.A. Pescanova, S.A. El Aguila, S.A. San Miguel, Fab de Cerveza y Malta, S.A. Sociedad Española de Alimentos, S.A. Soc. General Azucarera de España, S.A. Tabacalera, S.A. United Dutch España, S.A. Viscofan, S.A.	Alimentación Agrofruse, S.A. Bodegas y Bebidas, S.A. Campofrío Alimentación, S.A. El Aguila, S.A. Frimancha Industrias Carnicas, S.A. Koipe, S.A. La Union Resinera Española, S.A. Natra, S.A. Omsa Alimentación, S.A. Pescanova, S.A. Rusticas, S.A. Sos Arana alimentación, S.A. Tabacalera, S.A. Viscofan, S.A.	Alimentación Bodegas y Bebidas, S.A. Campofrío Alimentación, S.A. El Aguila, S.A. Frimancha Industrias Carnicas, S.A. Koipe, S.A. La Union Resinera Española, S.A. Natra, S.A. Pescanova, S.A. Tabacalera, S.A. Viscofan, S.A.
Petróleo (químico, papel y madera) BP Oil España, S.A. Compañía Española de Petróleos, S.A. Empresa Nacional de Celulosas, S.A. Ercros, S.A. Faes, S.A. Hidro Nitro Española, S.A. Nitratos de Castilla, S.A. Papelería Navarra, S.A. Repsol, S.A. Roberto Zubiri, S.A. Sarrio, S.A. Sefanitro, S.A. Sociedad Española de Carburos Metálicos, S.A. Tableros de Fibras, S.A. Unipapel, S.A. Zeltia, S.A.	Petróleo (químico, papel y madera) Compañía Española de Petróleos, S.A. Empresa Nacional de Celulosas, S.A. Energía e Industrias Aragonesas, S.A. Ercros, S.A. Faes, S.A. La Seda de Barcelona, S.A. Miquel y Costas & Miquel, S.A. Papelería Navarra, S.A. Repsol, S.A. Tableros de Fibras, S.A. Unipapel, S.A. Zeltia, S.A.	Petróleo (químico, papel y madera) Compañía Española de Petróleos, S.A. Empresa Nacional de Celulosas, S.A. Ercros, S.A. Faes, S.A. Papelería Navarra, S.A. Repsol, S.A. Tableros de Fibras, S.A. Unipapel, S.A. Zeltia, S.A.
Metal-mecánica Acerías y Forjas de Azcoitia, S.A.	Metal-mecánica Acerías y Forjas de Azcoitia, S.A.	Metal-mecánica Acerías y Forjas de Azcoitia, S.A.

Acerinox, S.A. Amper, S.A. Asturiana de Zinc, S.A. Azkoyen, S.A. Citroen Hispania, S.A. Construcciones y Aux. de Ferrocarril, S.A. Elecnor, S.A. Española del Zinc, S.A. Fabricacion de Automoviles Renault España, S.A. Hullas del Coto Cortes, S.A. Iberica de Mantenimiento Industrial, S.A. Lingotes Especiales, S.A. Nueva Montaña Quijano, S.A. Radiotronica, S.A. Soc Española del Acumulador Tudor, S.A. Tubacex, S.A. Zardoya Otis, S.A.	Acerinox, S.A. Amper, S.A. Asturiana de Zinc, S.A. Azkoyen, S.A. Construcciones y Aux.de Ferrocarril, S.A. Elecnor, S.A. Española del Zinc, S.A. Fabricacion de Automoviles Renault España, S.A. Grupo Duro Felguera, S.A. Hullas del Coto Cortes, S.A. Hullera Vasco Leonesa S.A. Iberica de Mantenimiento Industrial, S.A. Indra Sistemas, S.A. Lingotes Especiales S.A. Minero Siderurgica de Ponferrada, S.A. Nicolas Correa S.A. Nueva Montaña Quijano, S.A. Radiotronica, S.A. Soc Española del Acumulador Tudor, S.A. Tubacex, S.A. Zardoya Otis, S.A.	Acerinox, S.A. Amper, S.A. Asturiana de Zinc, S.A. Azkoyen, S.A. Construcciones y Aux.de Ferrocarril, S.A. Elecnor, S.A. Española del Zinc, S.A. Fabricacion de Automoviles Renault España, S.A. Hullas del Coto Cortes, S.A. Lingotes Especiales S.A. Nueva Montaña Quijano, S.A. Radiotronica, S.A. Soc Española del Acumulador Tudor, S.A. Tubacex, S.A. Zardoya Otis, S.A.
Comunicación y transportes Autopistas del Mare Nostrum, S.A. Autopistas, Concesionaria Española, S.A. Compañía Trasmediterranea, S.A. Estacionamientos Subterranos, S.A. Europistas, Concesionaria Española, S.A. Iberica de Autopistas, S.A. Soc. de Aparcamientos de Barcelona, S.A. Telefonica, S.A. Transportes Ferroviarios Especiales, S.A.	Comunicación y transportes Autopistas del Mare Nostrum, S.A. Autopistas, Concesionaria Española, S.A. Compañía Trasmediterranea, S.A. Estacionamientos Subterranos, S.A. Europistas, Concesionaria Española, S.A. Iberica de Autopistas, S.A. Soc. de Aparcamientos de Barcelona, S.A. Telefonica, S.A. Transportes Ferroviarios Especiales, S.A.	Comunicación y transportes Autopistas del Mare Nostrum, S.A. Autopistas, Concesionaria Española, S.A. Compañía Trasmediterranea, S.A. Estacionamientos Subterranos, S.A. Europistas, Concesionaria Española, S.A. Iberica de Autopistas, S.A. Soc. de Aparcamientos de Barcelona, S.A. Telefonica, S.A.
Otras industrias y servicios Centros Comerciales Pryca, S.A. Finanzauto, S.A. Grupo Anaya, S.A. Indo Internacional, S.A. Informes y Proyectos, S.A. Liwe Española, S.A. Manufacturas Antonio Gassol, S.A. Marco Iberica de Distribuciones, S.A. Prim, S.A. Prosegur, Cía. de Seguridad, S.A. Vidrala, S.A. Vidriera Leonesa, S.A. Xey, S.A.	Otras industrias y servicios Abengoa, S.A. Centros Comerciales Continente, S.A. Centros Comerciales Pryca, S.A. Cia.logistica de hidrocarburos, S.A. Cortefiel, S.A. Finanzauto, S.A. Indo Internacional, S.A. Informes y Proyectos, S.A. Liwe Española, S.A. Manufacturas Antonio Gassol, S.A. Marco Iberica de Distribuciones, S.A. Prim, S.A. Prosegur, Cía. de Seguridad, S.A. Sol Melia, S.A. Tele Pizza S.A. Vidrala, S.A. Vidriera Leonesa, S.A.	Otras industrias y servicios Centros Comerciales Pryca, S.A. Finanzauto, S.A. Indo Internacional, S.A. Informes y Proyectos, S.A. Liwe Española, S.A. Manufacturas Antonio Gassol, S.A. Marco Iberica de Distribuciones, S.A. Prim, S.A. Prosegur, Cía. de Seguridad, S.A. Vidrala, S.A. Vidriera Leonesa, S.A.
Inmobiliarias Ahorro Familiar, S.A. Bami, S.A. Filo, S.A. Inmobiliaria Alcazar, S.A. Inmobiliaria del Sur, S.A. Inmob. Metropolitana Vasco Central, S.A. Inmobiliaria Urbis, S.A. Inmobiliaria Zababuru, S.A. Inmolevante, S.A. Prima Inmobiliaria, S.A. Promociones Eurobuilding, S.A. Promociones y Concieros Inmobili., S.A. Renfila, S.A. Sotogrande, S.A. Urbanizaciones y Transportes, S.A. Vallehermoso, S.A.	Inmobiliarias Aegis España, S.A. Ahorro Familiar, S.A. Bami, S.A. Española de Viviendas en Alquiler, S.A. Filo, S.A. Inbesos, S.A. Inmob. Metropolitana Vasco Central, S.A. Inmobiliaria del Sur, S.A. Inmobiliaria Urbis, S.A. Inmobiliaria Valenciana, S.A. Inmobiliaria Zababuru, S.A. Inmolevante, S.A. Max Center Leisa, S.A. Prima Inmobiliaria, S.A. Promociones y Concieros Inmobili., S.A. Renfila, S.A. Sotogrande, S.A. Urbanizaciones y Transportes, S.A. Vallehermoso, S.A.	Inmobiliarias Ahorro Familiar, S.A. Bami, S.A. Filo, S.A. Inmob. Metropolitana Vasco Central, S.A. Inmobiliaria del Sur, S.A. Inmobiliaria Urbis, S.A. Inmobiliaria Zababuru, S.A. Inmolevante, S.A. Prima Inmobiliaria, S.A. Promociones y Concieros Inmobili., S.A. Renfila, S.A. Sotogrande, S.A. Urbanizaciones y Transportes, S.A. Vallehermoso, S.A.

Apéndice 2. Propiedad accionarial y creación de valor: un análisis descriptivo.

La literatura financiera que relaciona la estructura accionarial con la creación de valor en la empresa, ha considerado diferentes medidas de resultados, bien contables o bien en términos de mercado (como son la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera, la variación en la capitalización bursátil, el ratio valor y la Q de Tobin, entre otras), llegando a observarse diferentes niveles de significatividad en la relación que trata de contrastar la hipótesis de supervisión de la propiedad. Algunos autores, consideran que mientras el grupo de control de la empresa puede afectar al rendimiento operativo de la misma mediante su influencia en la toma de decisiones de inversión de mayor riesgo¹, también puede afectar negativamente al valor de mercado la empresa al aumentar la capacidad que poseen determinados agentes para expropiar rentas de los accionistas minoritarios, distinguiendo así la creación de riqueza de la distribución de riqueza². Por otro lado, se ha llegado a observar como los mecanismos de control internos (los consejos) y los externos (concentración accionarial y deuda) pueden afectar de manera diferente a las medidas de rendimiento, pudiendo estar los internos más relacionados con la eficiencia económica de la empresa y los externos con indicadores que miden “objetivos propios de los accionistas” como el incremento de la capitalización bursátil³. Asimismo, la disminución de la discrecionalidad directiva a que da lugar una estructura de propiedad más concentrada limita la realización de inversiones que generen un crecimiento superior al que maximiza el valor de la empresa⁴. Además, las empresas de propiedad más concentrada que precisan de fuentes de financiación externas para crecer, lo harán en términos menos favorables, restringiendo así su capacidad de crecer⁵.

Por todo ello, llevamos a cabo inicialmente un análisis descriptivo que nos permita observar si existen diferencias significativas en las variables de valor, crecimiento e inversión entre aquellas empresas con propiedad más concentrada y aquellas de propiedad más dispersa, distinguiendo también según la identidad del grupo de control.

¹ Knopf y Teall (1996).

² Fuerst y Kang (1998).

³ Melle Hernandez (1998).

⁴ Jensen (1986), Burkart, Gromb y Panunzi (1997).

⁵ Leech y Leahy (1991) y Denis y Denis (1994).

Metodología utilizada

Para analizar las diferencias en los valores de las variables consideradas en función de la estructura de propiedad se utiliza la prueba no paramétrica de Wilcoxon. Si se hacen suposiciones acerca de que las muestras fueron tomadas de manera aleatoria e independiente de sus respectivas poblaciones, que están distribuidas normalmente, y además que las varianzas de la población son iguales, se puede utilizar la prueba t de varianza conjunta para determinar si existe alguna diferencia significativa entre las medias de las poblaciones. En situaciones en que no podamos o no deseemos hacer la suposición de que las dos poblaciones, normalmente distribuidas, tienen varianzas iguales, se dice que se tiene el problema de Behrens-Fisher y se puede utilizar la prueba t' de varianza separada. Por último, se puede elegir un procedimiento libre de distribución que no depende de la suposición de normalidad para las dos poblaciones, la prueba de suma de rangos de Wilcoxon, que resulta poderoso, sencillo y ampliamente utilizado para probar la diferencia entre las medianas de dos poblaciones. Esta prueba⁶, ha resultado ser casi tan poderosa como su contraparte paramétrica (las pruebas t y t') en condiciones apropiadas para estas últimas, y es probable que sea más poderosa cuando las suposiciones limitantes de tales pruebas no se cumplen (Berenson y Levine, 1996).

Por otro lado, para llevar a cabo la comparación entre c muestras independientes que se diferencian según quien sea el accionista mayoritario (empresa nacional, extranjera, institucional, pública o familiar) se lleva a cabo la prueba de Kruskal-Wallis para diferencia en c medianas que puede ser considerada como una extensión de la suma de rangos de Wilcoxon para dos muestras independientes analizada anteriormente. Este procedimiento ha resultado ser casi tan poderoso como la prueba F Anova en

⁶ La prueba de suma de rangos de Wilcoxon contrasta la hipótesis nula de igualdad de medianas. Para ello, se emplea la siguiente fórmula que se distribuye como una normal:

$$Z = \frac{T_1 - \frac{n_1(n+1)}{2}}{\sqrt{\frac{n_1 n_2 (n+1)}{12}}}, \text{ donde } n_2 \geq n_1 \text{ (tamaños muestrales), } T_1 \text{ es la suma de rangos asignados para las } n \text{ observaciones en la muestra 1.}$$

condiciones apropiadas a esta última, e incluso más poderoso que el procedimiento clásico cuando sus premisas son violadas⁷.

Resultados

Los resultados obtenidos, que aparecen recogidos en el cuadro Apéndice 2.1., nos permiten observar la mayor creación de valor en aquellas empresas de propiedad más concentrada, con valores significativos para las medidas de flujos de caja, valor de mercado, crecimiento e inversión, no existiendo en principio incompatibilidad entre el objetivo de crecimiento y el de creación de valor.

En concreto, se observa una mayor influencia de la estructura accionarial sobre las variables de flujos de caja y de valor de mercado que sobre las variables de rentabilidad operativa o financiera, lo que pone de manifiesto un mayor interés por maximizar la riqueza de los accionistas cuando el control depende de un accionista mayoritario, siendo las expectativas de flujos de caja uno de los factores fundamentales a la hora de determinar el valor. Así, únicamente se observan diferencias significativas estadísticamente en la rentabilidad operativa y financiera cuando el porcentaje de propiedad del mayor accionista es superior al 50%, mientras que los flujos de caja y el valor de mercado añadido resultan significativamente superiores sea cual sea la variable de concentración accionarial que estemos considerando, bien la propiedad del accionista mayoritario (independientemente de su identidad), bien la propiedad del accionista mayoritario externo, o bien la probabilidad de control que detenta el accionista principal.

Por otro lado, la política inversora de las empresas de propiedad más concentrada resulta más agresiva, observándose ratios medios de las variables de inversión superiores y estadísticamente significativos. En este sentido, no podemos afirmar que en las empresas españolas se cumpla la hipótesis de que la concentración de la propiedad limite la discrecionalidad directiva a la hora de llevar a cabo inversiones, tal y como proponían Burkart, Gromb y Panunzi (1997), sino que se observa una

⁷ La estadística de la prueba H de Kruskal-Wallis, que puede ser aproximada por una chi-cuadrada con c-

1 grados de libertad puede calcularse con: $H = \left[\frac{12}{n(n+1)} \sum_{j=1}^c \frac{T_j^2}{n_j} \right] - 3(n+1)$, donde n es el número

total de observaciones, n_j es el número de observaciones de la j-ésima muestra (j = 1,2,...,c) y T_j es la suma de rangos asignados a la j-ésima muestra.

relación como la propuesta por Cho (1998) en la que la mayor concentración da lugar a la creación de valor a través de los mayores niveles de inversión que se llevan a cabo. Asimismo, no sólo las empresas de propiedad concentrada presentan mayores niveles de inversión, sino que además en mayor medida en activos intangibles, asumiendo así mayores cotas de riesgo y la mayor dificultad de supervisión que ello conlleva (Knopf y Teall, 1996 y Agrawal y Mandelker, 1987).

Por lo tanto, el diferente nivel de concentración del accionariado da lugar a diferencias significativas en el valor que crean las empresas. Además, al distinguir la identidad del accionista principal, según que sea empresa nacional, extranjera, institucional, pública o familiar, se observan también diferencias significativas en la creación de valor, sobre todo en las variables de flujos de caja y de valor de mercado, lo que pone de manifiesto que no sólo la concentración de la propiedad sino también la identidad de quien detenta el control influye en la creación de valor de la empresa, ya que los objetivos y la búsqueda de beneficios privados difieren entre unos y otros inversores. Por otro lado, al distinguir aquellas empresas cuyo accionista principal es un interno de la empresa o consejero de aquellas en las que es un externo y que por tanto se considera que la supervisión que ejerce sobre los directivos les lleva a adoptar en mayor medida el objetivo de creación de valor, observamos que efectivamente el valor de la variable VMA es mayor en el caso de accionista mayoritario externo frente a la alternativa de accionista mayoritario interno, lo que en principio implica que o bien los externos supervisan mejor que los internos o que los internos se atrincheran para conseguir sus propios objetivos.

	PROPM20			PROPM35			PROPM50		
Variables	< 20 (142)	>20 (323)	Z Wilcoxon	< 35 (236)	> 35 (229)	Z Wilcoxon	< 50 (299)	> 50 (166)	Z Wilcoxon
De Rentabilidad									
ROA (%)	7,46	6,37	-1,359	6,32	7,10	-1,343	5,878	8,209	-2,565***
ROE1 (%)	10,04	9,00	-1,957**	10,49	8,12	-0,256	9,267	9,419	-1,538
ROE2 (%)	11,41	12,1	-1,145	12,08	11,7	-0,792	10,9	13,66	-2,257**
De flujos de caja									
CFSFP	0,104	0,1733	-3,015***	0,110	0,195	-4,456***	0,1078	0,2323	-6,207***
CFSAC	0,0721	0,0624	-0,557	0,0605	0,0703	-2,475**	0,0556	0,0830	-4,029***
De mercado									
VMA (log nep)	8,868	9,310	-1,591	8,458	9,914	-4,392***	8,806	9,838	-2,644***
De crecimiento									
CREC (%)	7,08	7,27	-1,245	6,023	8,446	-3,070***	5,851	9,675	-2,724***
De inversión									
INV1	0,01577	0,01303	-2,856***	0,00966	0,0182	-1,877*	0,0112	0,0188	-0,806
INV2	0,0250	0,02605	-3,692***	0,0232	0,0283	-4,845***	0,0239	0,0289	-3,712***

Cuadro Apéndice 2.1.a: Relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa. Valores medios y valores de la prueba Z de diferencia de rangos de Wilcoxon. Número total de observaciones 465. Entre paréntesis número de observaciones en cada submuestra. Niveles de Significación: * 99%, ** 95% y * 90%.**

Variables: Rentabilidad económica: ROA (Beneficio antes de intereses e impuestos / activo total), Rentabilidad financiera: ROE1 (Beneficio neto / fondos propios), ROE2 (beneficio antes de impuestos / Fondos propios⁸), Cash flow bruto sobre fondos propios: CFSFP ((Valor añadido – gastos personal – gastos financieros) / fondos propios), Cash flow sobre activo: CFSAC⁹ ((Beneficio neto + amortizaciones) / activo total), Valor de Mercado Añadido: VMA (Valor de mercado de fondos propios – valor contable de fondos propios), Crecimiento del activo: CREC ((Activo_t – Activo_{t-1}) / Activo_{t-1}), Inversión en inmovilizado: INV1 ((Inmovilizado material – Inmovilizado material_{t-1} + Amortización_t) / Activo_t), Inversión en intangible: INV2 (Inmovilizado inmaterial / Inmovilizado total), PROPM20 (propiedad del mayor accionista > 20%), PROPM35 (propiedad del mayor accionista > 35%), PROPM50 (propiedad del mayor accionista > 50%).

⁸ El Beneficio antes de impuestos evita la inconsistencia y la falta de base comparable que pudiera darse por diferente tratamiento fiscal entre las empresas.

⁹ El CFSFP considera los flujos de caja derivados de la actividad ordinaria de la empresa y el CFSAC considera además los flujos de caja derivados de actividades extraordinarias.

	PROPMNC50			PROP3M50			PROB95		
Variables	< 50 (351)	>50 (114)	Z Wilcoxon	< 50 (222)	> 50 (243)	Z Wilcoxon	< 95 (164)	> 95 (301)	Z Wilcoxon
De Rentabilidad									
ROA (%)	6,24	8,15	-2,552**	6,33	7,054	-1,07	5,969	7,114	-0,955
ROE1 (%)	10,16	6,74	-1,063	10,54	8,205	-0,365	10,82	8,50	-0,364
ROE2 (%)	12,56	9,83	-1,795*	11,93	11,85	-0,571	12,51	11,55	-0,714
De flujos de caja									
CFSFP	0,1391	0,1929	-3,524***	0,1055	0,1950	-4,875***	0,095	0,1835	-4,743***
CFSAC	0,0618	0,0764	-1,908*	0,0617	0,0687	-1,53	0,05371	0,07179	-2,537**
De mercado									
VMA (log nep)	8,959	9,839	-2,173**	8,891	9,434	-1,422	8,030	9,798	-5,058***
De crecimiento									
CREC (%)	6,481	9,480	-2,915***	6,973	7,439	-1,577	5,275	8,274	-3,181***
De inversión									
INV1	0,0114	0,02146	-0,956	0,01238	0,01523	-1,922*	0,00708	0,01757	-1,751*
INV2	0,02303	0,03412	-2,948***	0,0244	0,02695	-3,426***	0,02416	0,02662	-3,562***

Cuadro Apéndice 2.1.b.: Relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa. Valores medios y valores de la prueba Z de diferencia de rangos de Wilcoxon. Número total de observaciones 465. Entre paréntesis número de observaciones en cada submuestra. Niveles de Significación: * 99%, ** 95% y * 90%.**

Variables: Rentabilidad económica: ROA (Beneficio antes de intereses e impuestos / activo total), Rentabilidad financiera: ROE1 (Beneficio neto / fondos propios), ROE2 (beneficio antes de impuestos / Fondos propios), Cash flow bruto sobre fondos propios: CFSFP ((Valor añadido – gastos personal – gastos financieros) / fondos propios), Cash flow sobre activo: CFSAC ((Beneficio neto + amortizaciones) / activo total), Valor de Mercado Añadido: VMA (Valor de mercado de fondos propios – valor contable de fondos propios), Crecimiento del activo: CREC ((Activo_t – Activo_{t-1}) / Activo_{t-1}), Inversión en inmovilizado: INV1 ((Inmovilizado material_t – Inmovilizado material_{t-1} + Amortización_t) / Activo_t), Inversión en intangible: INV2 (Inmovilizado inmaterial / Inmovilizado total, PROPMNC50 (propiedad del mayor accionista no consejero > 50%), PROP3M50 (propiedad de los 3 mayores accionistas > 50%), PROB95 (probabilidad de control > 95% siendo la probabilidad de control = $F[(m_1)/(H - m_1^2)^{1/2}]$ donde m_1 es la propiedad del accionista mayoritario y H el índice de Herfindahl)

Variables	IDEN (112)	IDEXT (77)	IDINST (124)	IDPUB (57)	IDFAM (95)	Chi-cuadrado Kruskal-Wallis	IDCON SI (139)	NO (326)	Z
De Rentabilidad									
ROA (%)	7,13	5,62	5,728	8,149	7,512	4,47	6,197	6,929	-0,775
ROE1 (%)	10,29	16,7	4,23	9,14	8,95	1,674	9,608	9,199	-0,993
ROE2 (%)	12,12	21,59	6,417	11,79	10,96	1,369	13,37	11,26	-0,926
De flujos de caja									
CFSFP	0,156	0,2135	0,1201	0,2089	0,1062	18,176***	0,1702	0,1446	-0,556
CFSAC	0,06972	0,06354	0,05122	0,09199	0,06445	16,251***	0,0578	0,0683	-1,037
De mercado									
VMA (log nep)	9,857	9,343	9,336	11,129	6,852	75,199***	7,911	9,713	-5,930***
De crecimiento									
CREC (%)	8,059	4,598	6,161	6,110	10,39	3,570	8,291	6,758	-1,505
De inversión									
INV1	0,0165	0,00428	0,01596	0,0179	0,0132	4,763	0,0127	0,0165	-0,437
INV2	0,0255	0,0188	0,0304	0,0101	0,0349	3,754	0,0264	0,0241	-0,751

Cuadro Apéndice 2.1.c: Relación entre la identidad del accionista mayoritario y la creación de valor en la empresa. Valores medios, valores de la chi-cuadrado de Kruskal Wallis y valores de la prueba Z de diferencia de rangos de Wilcoxon. Número total de observaciones total 465. Entre paréntesis número de observaciones en cada submuestra. Niveles de Significación: * 99%, ** 95% y * 90%.**

Variables: Rentabilidad económica: ROA (Beneficio antes de intereses e impuestos / activo total), Rentabilidad financiera: ROE1 (Beneficio neto / fondos propios), ROE2 (beneficio antes de impuestos / Fondos propios), Cash flow bruto sobre fondos propios: CFSFP ((Valor añadido – gastos personal – gastos financieros) / fondos propios), Cash flow sobre activo: CFSAC ((Beneficio neto + amortizaciones) / activo total), Valor de Mercado Añadido: VMA (Valor de mercado de fondos propios – valor contable de fondos propios), Crecimiento del activo: CREC ((Activo_t – Activo_{t-1}) / Activo_{t-1}), Inversión en inmovilizado: INV1 ((Inmovilizado material – Inmovilizado material_{t-1} + Amortización_t) / Activo_t), Inversión en intangible: INV2 (Inmovilizado inmaterial / Inmovilizado total), IDEN (accionista principal es empresa nacional), IDEXT (accionista principal es empresa extranjera), IDINST (accionista principal es un inversor institucional), IDPUB (accionista principal es el Estado), IDFAM (accionista principal es un individuo), IDCON (accionista principal es consejero).

Por otro lado, si la estructura de propiedad de la empresa se considera un mecanismo de supervisión y de gobierno adecuado que maximiza el valor y protege los intereses de los accionistas minoritarios, otros mecanismos de alineamiento y de disminución de la discrecionalidad directiva serían menos necesarios. En concreto, tanto la política de endeudamiento como la de dividendos pueden considerarse mecanismos de gobierno que reducen los flujos de libre disposición y por tanto evitan la sobreinversión¹⁰, además de representar una señal de la confianza depositada por los acreedores en la empresa en el caso de un mayor endeudamiento y de expectativas de beneficios futuras para la empresa en el caso de mayores dividendos, sin olvidar la mayor supervisión de las inversiones que realizan los acreedores y el mayor seguimiento por parte del mercado de capitales de aquellas empresas que reparten dividendos con el objetivo de aumentar la probabilidad de vender sus acciones, generando un mayor control de la gestión por parte de bancos de inversión, bolsas de valores y oferentes de capital.

Por lo tanto, dentro del contexto del gobierno de la empresa algunos autores plantean la posible relación entre la concentración del accionariado o estructura de propiedad y las políticas financieras de endeudamiento y dividendos. De esta manera, en las empresas de propiedad concentrada cabe esperar diferentes niveles de endeudamiento y de pago de dividendos que en las empresas de propiedad dispersa. En concreto, el grupo de control puede influir en la política de dividendos de manera que obtengan una mayor rentabilidad por su inversión y se reduzca además la probabilidad de sobreinversión de los flujos excedentes. Sin embargo, también es posible que la concentración de propiedad sustituya a los dividendos en la señalización de expectativas de beneficios futuros dando lugar a un menor valor medio de pago de dividendos. En relación con la política de financiación, las empresas de propiedad concentrada pueden presentar mayores valores medios de endeudamiento de manera que se reduzcan los flujos de libre disposición y se limite la discrecionalidad directiva, o por el contrario, el grupo de control puede actuar como supervisor de las decisiones de inversión, por lo que no resulta necesario incurrir en los costes de un mayor endeudamiento, como es la infrainversión o posibilidad de no realizar inversiones rentables.

¹⁰ Jensen (1986), Jensen y Meckling (1976).

Los resultados que presentamos en el cuadro Apéndice 2.2. permiten observar mayores niveles de endeudamiento a largo plazo en las empresas de propiedad más concentrada, aunque únicamente significativos en el caso de niveles de concentración superiores al 50%. Estos resultados están de acuerdo con las teorías basadas en el trabajo de Jensen (1986) que establecen que el endeudamiento reduce la discrecionalidad directiva, por lo que los directivos no alcanzarán la cantidad óptima de deuda a no ser que se les presione mediante una fuerza “disciplinadora”, de manera que si la concentración accionarial actúa como tal fuerza, se producirá un aumento del endeudamiento, lo que pone de manifiesto además que el nivel de deuda de las empresas es inferior al óptimo¹¹. Sin embargo, al considerar el endeudamiento bancario se observa que aquellas empresas de propiedad dispersa presentan mayores niveles de deuda bancaria de manera significativa. En este caso, podemos decir que es la deuda bancaria y no la deuda total a largo plazo (que incluye también obligaciones y acreedores comerciales) la que actúa como mecanismo de supervisión y control de la actividad empresarial, ya que es la propia institución prestamista la que se encarga de analizar la situación de la empresa y la viabilidad de los proyectos a financiar. Además se observan diferencias significativas en los ratios de endeudamiento cuando distinguimos la identidad del accionista principal, destacando la mayor deuda bancaria que presentan aquellas empresas cuyo accionista principal es un individuo o una entidad financiera, beneficiándose este último por tanto de un beneficio privado que se deriva del mayor volumen de negocio que adquiere en la empresa como consecuencia de su condición como accionista.

Por último, no se observan diferentes ratios de dividendos en empresas con diferente estructura accionarial, por lo que se consideran mecanismos de gobierno independientes.

Varios estudios plantean la posible determinación simultánea de las decisiones financieras, el valor de la empresa y la estructura accionarial. Sin embargo, todos ellos lo hacen de manera parcial, ya que ninguno considera la determinación simultánea de las tres decisiones financieras (inversión, financiación y dividendos), junto con el valor y la propiedad¹². Además, la ausencia de significatividad de las variables explicativas de las políticas financieras en la determinación de la estructura accionarial (ya que

¹¹ Berger, Ofek y Yermak (1996)

¹² Jensen, Solberg y Zorn (1992), Bathala, Moon y Rao (1994) Echbo y Verma (1994) y Cho (1998).

generalmente se observa una influencia de la estructura de propiedad sobre las decisiones financieras), hace que un análisis simultáneo carezca de sentido, ya que la no bidireccionalidad existente provoca que la estimación de un modelo simultáneo dé lugar a estimadores alejados de sus valores reales.

	PROPM20			PROPM35			PROPM50		
Variables	< 20 (142)	>20 (323)	Z Wilcoxon	< 35 (236)	> 35 (229)	Z Wilcoxon	< 50 (299)	> 50 (166)	Z Wilcoxon
De endeudamiento									
DEULP	0,242	0,268	-0,856	0,260	0,259	-0,707	0,245	0,287	-2,947***
DEUBAN	0,167	0,135	-1,652*	0,164	0,125	-2,389**	0,154	0,127	-1,514
De dividendos									
PAYOUT	0,51	0,56	-1,388	0,499	0,599	-0,442	0,472	0,6847	-0,02
DIVR (%)	2,17	2,59	-0,228	2,557	2,369	-0,608	2,395	2,59	-0,294

	PROPMNC50			PROP3M50			PROB95		
Variables	< 50 (351)	>50 (114)	Z Wilcoxon	< 50 (222)	> 50 (243)	Z Wilcoxon	< 95 (164)	> 95 (301)	Z Wilcoxon
De endeudamiento									
DEULP	0,256	0,270	-0,591	0,253	0,266	-1,182	0,257	0,264	-0,854
DEUBAN	0,151	0,126	-1,601	0,158	0,132	-1,748*	0,169	0,131	-1,655*
De dividendos									
PAYOUT	0,603	0,379	-0,106	0,473	0,6183	-0,183	0,4216	0,6169	-1,155
DIVR (%)	2,346	2,829	-0,386	2,246	2,664	-0,182	2,610	2,385	-0,283

Cuadro Apéndice 2.2.a : Relación entre la estructura de propiedad y las decisiones de endeudamiento y de dividendos en la empresa. Valores medios y valores de la prueba Z de diferencia de rangos de Wilcoxon. Número de observaciones 465. Niveles de Significación: * 99%, ** 95% y * 90%. Entre paréntesis número de observaciones.**

Variables: Endeudamiento a largo plazo: DEULP (Deuda largo plazo / pasivo total), Endeudamiento bancario: DEUBAN (Deuda bancaria / pasivo total), PAYOUT (Dividendo / Beneficio neto), Rentabilidad por dividendos: DIVR (Dividendo / Capitalización bursátil), PROPM20 (propiedad del mayor accionista > 20%), PROPM35 (propiedad del mayor accionista > 35%), PROPM50 (propiedad del mayor accionista > 50%), PROPMNC50 (propiedad del mayor accionista no consejero > 50%), PROP3M50 (propiedad de los 3 mayores accionistas > 50%), PROB95 (probabilidad de control > 95% siendo la probabilidad de control = $F[(m_1)/(H - m_1^2)^{1/2}]$ donde m_1 es la propiedad del accionista mayoritario y H el índice de Herfindahl).

Variables	IDEN (112)	IDEXT (77)	IDINST (124)	IDPUB (57)	IDFAM (95)	Chi-cuadrado Kruskal-Wallis	IDCON SI (139)	NO (326)	Z
De endeudamiento									
DEULP	0,211	0,341	0,265	0,206	0,278	37,4***	0,240	0,305	-4,695***
DEUBAN	0,143	0,102	0,158	0,132	0,171	16,2***	0,133	0,171	-2,941***
De dividendos									
PAYOUT	0,498	0,224	0,559	0,476	0,391	23,3***	0,489	0,688	-2,347**
DIVR (%)	2,955	1,485	2,701	2,890	2,116	27,3***	2,643	2,045	-1,826*

Cuadro Apéndice 2.2.b : Relación entre la identidad del accionista mayoritario y las decisiones de endeudamiento y de dividendos en la empresa. Valores medios, valores de la chi-cuadrado de Kruskal Wallis y valores de la prueba Z de diferencia de rangos de Wilcoxon. Número de observaciones total 465. Niveles de Significación: * 99%, ** 95% y * 90%. Entre paréntesis número de observaciones.**

Variables: Endeudamiento a largo plazo: DEULP (Deuda largo plazo / pasivo total), Endeudamiento bancario: DEUBAN (Deuda bancaria / pasivo total), PAYOUT (Dividendo / Beneficio neto), Rentabilidad por dividendos: DIVR (Dividendo / Capitalización bursátil), IDEN (accionista principal es empresa nacional), IDEXT (accionista principal es empresa extranjera), IDINST (accionista principal es un inversor institucional), IDPUB (accionista principal es el Estado), IDFAM (accionista principal es un individuo), IDCON (accionista principal es consejero).

Apéndice 3. Propiedad de los inversores principales en la empresa española.

El análisis descriptivo de la propiedad accionarial en 1998 permite extraer una serie de conclusiones iniciales sobre la relación existente entre la propiedad del accionista principal y el resto de accionistas que componen el accionariado de la empresa. Desde el punto de vista del gobierno de la empresa, este hecho resulta relevante por cuanto que el grado de control que ejerce el accionista principal será mayor cuanto más disperso se encuentre el resto del accionariado, de manera que no se genere conflicto de intereses entre los propios accionistas principales de la empresa en la lucha por el control.

Los datos del cuadro Apéndice 3.1. permiten observar como en más del 50% de las empresas consideradas (120 empresas no financieras que cotizan en la bolsa de Madrid) la propiedad de los accionistas distintos al accionista principal supera el 10%. Asimismo, al considerar la relación entre la propiedad del accionista mayoritario y la propiedad de los dos siguientes inversores principales de la empresa (cuadro Apéndice 3.2) se aprecia una relación no lineal, que resulta creciente hasta que el accionista mayoritario detenta entre el 30 y el 40% de la propiedad.

% Propiedad accionarial	Accionistas distintos al accionista mayoritario		
	2º y 3º	4º y 5º	2º, 3º, 4º y 5º
>5%	69,7%	27,9%	69,7%
>10%	54,1%	18%	55,7%
>20%	20,5%	0,8%	35,2%
>30%	8,2%		18%

Cuadro Apéndice 3.1.: Porcentaje de empresas cuyos accionistas distintos al accionista principal se encuentran en cada nivel de propiedad en 1998.

Propiedad del accionista mayoritario	Propiedad del segundo y tercer mayor accionista						Nº casos (120)
	<5%	Entre 5 y 10%	<10%	Entre 10 y 20%	<20%	>20%	
X<20	22%	12,1%	34,1%	51,3%	85,4%	14,6%	41
20>X>30	22,2 %	16,7%	38,9%	22,2%	61,1%	38,9%	18
30<X<40	7,7%	30,8%	38,5%	7,7%	46,2%	53,8%	12
40<X<50	28,6%	0%	28,6%	42,8%	71,4%	28,6%	7
X>50	53,5%	11,6%	65,1%	27,9%	93%	7%	42

Cuadro Apéndice 3.2: Relación entre la propiedad del mayor accionista y la propiedad del segundo y tercer accionistas principales en 1998 (% de empresas).

Con el ánimo de profundizar en esta relación y calcular la significatividad de la misma, se plantea el siguiente modelo de regresión:

$$\text{PROP2} = \beta_0 + \beta_1 \text{PROPMAY} + \beta_2 \text{PROPMAY}^2$$

donde PROP2 es la propiedad del segundo y tercer accionista, PROPMAY es la propiedad accionarial del accionista principal, y PROPMAY^2 es la propiedad del accionista principal elevada al cuadrado. El modelo se resuelve por Mínimos Cuadrados Generalizados considerando el panel homogéneo compuesto por 93 empresas desde 1994 hasta 1998.

	Nº observaciones = 465
Constante	9,58146 (5,80546)*
PROPMAY	0,362400 (5,03599)*
PROPMAY^2	-0,54065E-02 (-7,65698)*
R ² corregida	0,744105

Cuadro Apéndice 3.3.: Resultados de la relación entre la propiedad del accionista principal y los dos siguientes mayores inversores.

* Estadísticamente significativo al nivel del 99%. Valor entre paréntesis: t de Student.

Esta relación permite corroborar estadísticamente el análisis descriptivo anterior, pudiendo observar un punto de inflexión en la relación, para un nivel de propiedad mayoritaria del 35% aproximadamente.

Por otro lado, el grado de supervisión ejercido por el accionista principal no depende únicamente del porcentaje accionarial poseído sino también de su identidad. Por ello, conviene determinar si existe una diferencia significativa entre la identidad del accionista mayoritario y el segundo mayor accionista, que pudiera condicionar la negociación entre los mismos y el grado de control ejercido.

Identidad 2°	Identidad del accionista mayoritario					
	Empresa nacional	Empresa extranjera	Familias	Público	Institucional	Total cambios
Empresa nacional		2	2	0	1	5
Empresa extranjera	1		1	0	2	4
Familias	4	3		0	3	10
Público	0	0	0		1	1
Institucional	9	4	7	0		20
Total cambios	14 (38)	9 (45)	10 (31,25)	0 (0)	7 (25)	40
No cambian	23 (62)	11 (55)	22 (68,75)	3 (100)	21 (75)	80

Cuadro Apéndice 3.4: Número de empresas en las que la identidad del mayor accionista y del 2° mayor accionista no coincide en 1998. Entre paréntesis % de empresas en función de la identidad del accionista principal.

Unicamente en el 33,3% de las empresas de la muestra se produce una diferencia entre la identidad del accionista mayoritario y el segundo mayor accionista. Sin embargo, la mayoría de los cambios (38 de 40) se dan en empresas en las que la propiedad del accionista mayoritario es inferior al 35%, en las cuales habíamos encontrado además que la probabilidad de encontrar a un segundo accionista con un porcentaje similar al principal era mayor. De esta manera, si la identidad del accionista principal condiciona el grado y la manera de supervisión ejercido en la empresa, para aquellos casos en los que la propiedad es inferior al 35% nos encontramos con una dificultad adicional ya que no sólo existe un segundo accionista que aumenta la competencia por el control sino que además la identidad de ambos accionistas es distinta.