

ESTUDIO EMPÍRICO DE LA ASOCIACIÓN ENTRE CONCENTRACIÓN ACCIONARIAL Y CARACTERÍSTICAS ECONÓMICO-FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS

FRANCISCO JAVIER JIMENO DE LA MAZA
MERCEDES REDONDO CRISTÓBAL

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Universidad de Valladolid

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Leandro CAÑIBANO CALVO, don Valentín AZOFRA PALENZUELA, doña Zulima FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, don Jesús LIZCANO ÁLVAREZ, don Ricardo LOZANO ARAGÜÉS y don Carlos MALLO RODRÍGUEZ.

Extracto:

LA concentración de la propiedad accionarial y su posible influencia sobre el desempeño y los resultados de la empresa se ha constituido en una de las múltiples perspectivas que aborda la investigación relacionada con la temática del gobierno corporativo. La incorporación de esta vertiente de análisis suele atender a la conexión que puede presuponerse entre una mayor o una menor dispersión de la propiedad y la capacidad de supervisión y control sobre la dirección. En este sentido, tales planteamientos remiten a la frecuentemente sugerida separación entre propiedad y gestión que existe en las corporaciones que alcanzan ciertas dimensiones. Bajo este prisma, el presente estudio intenta explorar si se puede evidenciar una conexión entre la estructura accionarial y las características económico-financieras de las empresas, documentando si la mayor o menor dependencia de la compañía respecto a su accionariado puede suponer una influencia significativa sobre el devenir de la firma. La medición del desempeño y de las características que muestra el perfil económico-financiero de las empresas consideradas se realiza a partir de algunos ratios representativos, calculados a partir de la información contable contenida en las cuentas anuales que han de presentar.

Palabras clave: concentración accionarial, ratios y ANOVA.

Sumario

1. Introducción.
2. La influencia de la concentración de la propiedad en el marco de la teoría de la agencia.
3. El papel del consejo de administración y las estructuras de gobierno corporativo.
4. Revisión de la literatura. Antecedentes y estudios previos.
5. Selección y descripción de los datos. Metodología.
 - 5.1. Selección de la muestra.
 - 5.2. Técnicas estadísticas.
6. Análisis de resultados.
7. Conclusiones.

Anexos.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

El estudio de la concentración de la propiedad accionarial y su potencial influencia sobre la actuación y los resultados de la empresa puede ser abordado como uno de los múltiples tópicos que se vinculan a la temática del gobierno corporativo. En el marco de dicha materia, esta vertiente de análisis se dirige a contemplar la conexión que puede suponerse entre una mayor o menor dispersión de la propiedad y la capacidad de supervisión y control que se ejerce sobre la dirección, remitiendo, igualmente, y en este sentido, al papel que en una corporación representa el activismo de los accionistas en el ejercicio del gobierno de la empresa. La idea básica a la que aluden las hipótesis de más amplia difusión plantea que la concentración accionarial es un mecanismo espontáneo de supervisión, frente a las escasas posibilidades de control que permite la tenencia de una pequeña participación en el capital de una compañía. Tales proposiciones se articulan, por lo tanto, en torno a los frecuentemente analizados conflictos que surgen en las relaciones entre propiedad y gestión, que en el ámbito financiero se ven exacerbados, en tiempos recientes, por algunas crisis corporativas que han alcanzado notable relevancia social. Bajo este prisma, el presente estudio intenta explorar si se puede evidenciar alguna asociación entre la concentración de la estructura accionarial y las características económico-financieras de las empresas, documentando si la mayor o menor dependencia de la compañía respecto a su accionariado puede suponer una influencia significativa sobre el devenir de la firma. La medición del desempeño y de las características que muestra el perfil económico-financiero de las empresas consideradas se realiza a partir de algunos ratios representativos, calculados a partir de la información contable contenida en las cuentas anuales que han de presentar las corporaciones.

Las diferencias en resultados que puedan derivarse de distintas estructuras de capital, y de la relación entre el recurso a la financiación propia y ajena, se han convertido en tema de estudio tradicional para muchos desarrollos de la literatura contable y financiera, bajo el prisma de uno de los objetivos empresariales clásicos, enunciado como la optimización del valor para los accionistas. También son habituales los planteamientos que se extienden hacia aquellas cuestiones específicas relacionadas con la estructura de propiedad, que encuentran igualmente apoyo en los planteamientos que propone la teoría de la agencia. En este marco, la interpretación en clave de una relación principal-agente, y su proyección sobre la distancia existente entre propiedad y gestión, traducida en términos de reducción o incremento de los costes de agencia que han de asumir los propietarios, sugiere la posibilidad de una asociación entre la concentración de la propiedad y los resultados de la actuación de la empresa, que pueden expresarse a través de sus características económico-financieras y ser aproxima-

da, en consecuencia, con medidas basadas en la información financiera que ha de elaborar y presentar la entidad, de acuerdo con las exigencias a las que se halla sujeta. En esta línea, en lo que se puede entender como ámbito genuinamente contable, resulta frecuente que la clarificación de las relaciones entre algunas de las estructuras básicas de la firma y su desempeño se evalúe mediante indicadores del perfil económico-financiero que tengan en cuenta, además del resultado, otros aspectos adicionales, tales como la capacidad de solvencia que mantiene la empresa o los niveles de endeudamiento que alcanza.

Muchos de los modelos utilizados para el análisis del gobierno corporativo suelen optar entre dos enfoques alternativos (CHARAN, 2005), bien centrándose en las entradas (lo cual remite a que el gobierno se mide por las entradas, procesos y estructuras utilizadas), o bien dirigiendo la atención hacia las salidas (de forma que el gobierno se mediría por el valor que añade). Obviamente, esta consideración de las empresas como una «caja negra», en la cual para el analista externo solamente son visibles las entradas o salidas, conlleva algunas limitaciones si se quieren establecer relaciones causa-efecto que puedan sustentar la conexión entre la concentración o dispersión del accionariado con variables de rentabilidad, solvencia o estructura financiera. Adicionalmente, también se presentan dificultades cuando se considera aisladamente cada factor que incide en que la empresa muestre un determinado perfil económico-financiero, cuya caracterización suele ser la consecuencia de la conjunción de múltiples variables, cuestión ampliamente documentada en la literatura previa, pudiendo citarse como ejemplo de algunas de las más utilizadas el sector de actividad en que se encuadra o las dimensiones de la firma. Es decir, parece difícil a priori asumir racionalmente hipótesis simplistas que supongan que una simple variación de la concentración accionarial provoque un efecto automático sobre la rentabilidad de la firma. Pero, en contrapartida, parece factible asumir que pueda existir una cierta asociación que tenga una lectura estadística, ya que cabe aceptar, desde la racionalidad de los procesos de una organización, que la mayor o menor concentración empresarial incida en la actuación de las empresas. Incluso, desde el plano normativo, la formulación de cuentas consolidadas para los grupos de sociedades ha venido a adoptar convencionalmente como punto de partida la existencia de una unidad de decisión estratégica basándose en presupuestos que se derivan del control accionarial.

Por otro lado, no puede ignorarse que el activismo de la propiedad, entendido como utilización de la capacidad de decisión que otorga la condición de socio o propietario, se transmite a través del órgano de gobierno de las sociedades mercantiles, esto es, al consejo de administración de las sociedades anónimas. Lógicamente, esa capacidad de decisión habitualmente estará muy correlacionada con la proporción que suponga la cuota de capital y con el activismo de otros propietarios. Puesto que uno de los cometidos de los administradores consiste en establecer los objetivos estratégicos de la compañía, la influencia del consejo de administración sobre los resultados de la firma parece indiscutible. De hecho, la relación directa entre las características del consejo de administración y la actuación y los resultados de la empresa ha sido objeto de estudio de muchos trabajos, en el marco del análisis del gobierno corporativo. En consecuencia, la conexión entre desempeño de la firma y concentración accionarial podría encontrar un apoyo en el papel intermedio representado por el consejo de administración.

Teniendo en cuenta tales premisas, el presente trabajo se estructura de la siguiente forma: en primer lugar, se realiza un recorrido por algunas de las líneas teóricas que pueden justificar la exis-

tencia de una asociación entre la concentración o dispersión de la propiedad y las características económico-financieras de la empresa, realizando posteriormente una revisión de la literatura para destacar algunas aportaciones relevantes. A continuación, se expone la metodología que se ha seguido en el estudio empírico, describiendo las circunstancias en que se ha obtenido la muestra y los aspectos más destacables de las técnicas aplicadas. Tras presentar los resultados obtenidos, se discuten los mismos a la luz de los desarrollos previamente expuestos.

2. LA INFLUENCIA DE LA CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD EN EL MARCO DE LA TEORÍA DE LA AGENCIA

La posible vinculación existente entre el desempeño de una firma y el esquema de control al que pueda acomodarse su estructura accionarial encuentra un nexo de enlace en la separación que se produce entre propietarios y gestores, que suele resultar más evidente en el momento en que la organización supera el umbral de unas ciertas dimensiones, necesarias cuando se pretende abordar proyectos de alguna envergadura. Como se ha señalado reiteradamente, esta separación entre propiedad y gestión supone ventajas a considerar, siendo la más visible la especialización de la función gerencial. En contrapartida, un argumento frecuentemente citado remite a que el riesgo de conflictos de intereses se viene a relacionar directamente con la mayor distancia entre propiedad y gestión. Tales conflictos de intereses pueden presentarse también en otro plano, como es el del accionariado y su composición, en la medida en que se manifiesten por la presencia de grupos de accionistas que pueden ejercer una influencia notable sobre la firma, a la par que existan otros que cuenten con escasa significación, como sería el caso, lógicamente, de pequeños inversores con una reducida proporción en el capital, cuyo papel en el poder de decisión concurre a través de un cauce muy estrecho, que es el de la agrupación de intereses comunes. Lógicamente, y de acuerdo con los motivos apuntados, resulta lógico que la distancia entre propiedad y gestión también se encuentre en la raíz de los desarrollos del gobierno corporativo.

La teoría de la agencia, ampliamente empleada para modelar la actuación de las corporaciones modernas, considera a la empresa como un nexo de contratos, donde las relaciones de agencia pueden definirse como el contrato bajo el cual una parte, los agentes, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, los principales (JENSEN y MECKLING, 1976). El problema de agencia surge cuando los objetivos del principal y el agente entran en colisión, de manera que resulta difícil o costoso para el principal verificar la labor que realiza el agente. Como consecuencia, los conflictos de agencia arrastran unos costes (GAGO, 1996) debidos a la existencia de contratos ineficientes entre las partes. Los costes de agencia surgen por la falta de alineación entre los intereses e incentivos de los distintos agentes y partes que se involucran en la empresa, puesto que todos ellos tienden a maximizar su propio beneficio (en vez de perseguir la maximización del valor de la empresa), pudiéndose presentar, por lo tanto, los conflictos de agencia en diferentes vertientes, según los implicados en cada caso. Precisamente, la información financiera se constituye en uno de los elementos que puede reducir los costes de agencia, en la medida en que el sistema formalizado de información contable cuenta con la capacidad de superar ciertas asimetrías de información que se producen entre el principal y el agente. De hecho, aunque en el medio académico parece asu-

mido plenamente el paradigma utilitarista (que considera como objetivo básico del sistema contable el suministro de información útil para la toma de decisiones), el prisma contractual siempre estuvo presente en el modelo contable bajo el paraguas de la rendición de cuentas. Por otra parte, es cierto que el sistema contable puede atenuar las asimetrías informativas, pero difícilmente las eliminará, debido a la posición que ocupa el gestor, que le permite el acceso a mayor cantidad de información de la que viene a proporcionar la contabilidad externa.

Por lo tanto, la teoría de la agencia puede aportar un marco para sistematizar la influencia que pueden ejercer sobre la actuación de la corporación las relaciones entre estructura de propiedad, órgano de administración y gestores. En otras palabras, puede advertirse la posibilidad de interpretar dicha cuestión como un problema de agencia entre la propiedad, esto es, los accionistas, por una parte, y la dirección, por otra. La separación entre propiedad y control motiva la existencia de conflictos de agencia o de «riesgo moral», por la posibilidad de que el agente (gerencia) persiga objetivos personales contrarios a los intereses del principal (propiedad). De esta manera, y siguiendo a JENSEN y MECKLING (1976), se presentarán problemas de agencia siempre que los propietarios de la empresa no tengan la posesión de la totalidad del capital. A partir de esta situación, el que los directivos dispongan de mayores facilidades para sustituir los intereses de los accionistas por los suyos propios dependerá de una serie de parámetros, pudiendo sugerirse, en un primer acercamiento, factores como el procedimiento de elección del consejo de administración, el nivel de desequilibrio en las asimetrías de información sobre la empresa, la dispersión y concentración que presente el accionariado (materializado en el control de derechos de voto de la compañía) o el grado en que se involucren los principales accionistas en la gestión de la firma. Con esta perspectiva, la eficiencia empresarial dependerá a su vez de la capacidad de establecer contratos eficientes entre las partes implicadas en la organización, esto es, los diferentes principales y agentes (EISENHARDT, 1989). En consecuencia, fundamentado en este razonamiento, se puede contemplar que las diferentes combinaciones de propiedad y control de las empresas afectarían al desarrollo de su actividad. En este sentido, CARNEY y GEDAJLOVIC (2002) indican que las empresas en las que coincide la propiedad y el control hacen un uso más eficiente y flexible de sus recursos financieros.

Así, puede decirse que la teoría de la agencia ofrece argumentos para suponer que la estructura de propiedad juega un papel importante en los conflictos de agencia, desde el punto de vista de su relación con la capacidad de control sobre la dirección. De esta manera, la concentración o dispersión de propiedad, la confluencia de intereses o la existencia de grupos accionariales divergentes, sin posibilidad de que alguno se pueda imponer mayoritariamente, así como los niveles de influencia notable que pueda suponer un accionista de referencia o el activismo de quien controla los derechos de propiedad, se convertirían en factores que han de influir en el devenir de la organización. De forma simplificada, podría suponerse que, en ausencia de mecanismos de protección para los inversores (principalmente, de naturaleza legal), se tenderá a la concentración del capital como mecanismo de defensa ante la pérdida de control que suponen las pequeñas participaciones (SHLEIFER y VISHNY, 1986). También desde la óptica de la agencia puede considerarse una estructura de propiedad concentrada como un mecanismo eficaz para la alineación de los intereses entre propietarios y gestores, ya que los beneficios de ejercer el control se relacionan directamente con la participación en el capital del propietario activo. Sin embargo, del mismo modo, resulta posible encontrar argumentos para entender que la confluencia de derechos de propiedad conlleva una serie de desventajas, por un lado

porque la concentración de poder aparea también costes para el principal accionista e, igualmente, porque puede darse que este aproveche su posición de control para establecer objetivos empresariales acordes a sus intereses, aunque supongan una expropiación de riqueza de los propietarios minoritarios (DÍAZ DÍAZ, 2000).

En consecuencia, bajo los enunciados expuestos subyace la «hipótesis de supervisión de la estructura accionarial», de acuerdo con la cual la concentración del accionariado genera espontáneamente una actuación supervisora de la acción directiva, de manera que favorece la convergencia de intereses entre accionistas y directivos y, por lo tanto, una mayor creación de valor en la empresa (CHEN y STEINER, 1999). Obviamente, la verificación del cumplimiento de la hipótesis enunciada requiere el análisis del equilibrio entre los beneficios y costes derivados de la mayor supervisión. Asimismo, la influencia que la estructura accionarial puede tener sobre la creación de valor se revelará superior cuanto mayores sean los costes de agencia asociados al conflicto de intereses entre propiedad y dirección, argumento que encuentra su base en que la función supervisora reduce tales costes. Lógicamente, si se ha señalado que el problema de agencia aparece cuando no se detenta completamente la propiedad de la empresa, sino una proporción inferior del capital, puede concluirse que la concentración reducirá los problemas de agencia pero nunca los neutralizará absolutamente.

La dispersión de la propiedad trasciende a la supervisión en el ámbito de la empresa en un doble sentido (HART, 1995). En primer término, cuando el control nominal que conceden los derechos de voto de las acciones esté muy disperso, con participaciones poco significativas, la decisión racional de los propietarios consistirá en delegar en el consejo de administración, quien a su vez lo hace en la dirección. Por otro lado, los incentivos para que una participación minoritaria se implique en la supervisión de la gestión son prácticamente inexistentes. En términos propios de la teoría hacendística, la supervisión de la actuación gestora se constituiría en un «bien público» o colectivo (DÍAZ DÍAZ, 2000), pues presenta los rasgos propios de tal condición, en contraposición a un «bien privado». Por un lado, la no rivalidad en su consumo permite que este sea simultáneo, es decir, cuando se lleva a efecto, la actividad de supervisión tiene capacidad de reportar utilidad simultáneamente a dos o más propietarios (al accionista principal o también al minoritario), sin que ninguno de los dos sufra una merma por causa del otro. Por otro lado, no es posible excluir del consumo del bien público a quien no pague su precio. Si el accionista mayoritario sufraga los costes de la supervisión, de sus resultados en forma de rendimiento empresarial se beneficiarán igualmente las participaciones que no hayan contribuido. Puesto que la supervisión implica un coste, surge entonces el problema del «polizón» o *free rider*, accionistas que tratan de aprovecharse de la supervisión realizada por los demás. De ahí que la concentración en la posesión de acciones sea considerada como una forma directa de supervisión de las acciones directivas, puesto que el resultado de ese proceso tiende a eliminar el problema del «polizón», a través de la acumulación de información. El control de la empresa es la llave para que la dirección no distraiga el objetivo de maximizar los beneficios de la empresa. De esta forma, acorde con un planteamiento que se apoya en los términos expuestos, MAUG (1998) resalta el hecho de que la concentración accionarial consigue un óptimo social mayor que el óptimo privado.

La literatura señala que la concentración accionarial puede traducirse en distintos beneficios (DÍAZ DÍAZ, 2000), ya que supone incentivos a la recogida de información y a la supervisión de la

dirección; internaliza completamente el objetivo de maximización del beneficio, alineando intereses de propietarios y gestores y reduciendo el conflicto de objetivos; asegura una visión a largo plazo mediante la estabilidad en la estructura de propiedad y afianza las relaciones de confianza superando problemas de agencia. En cuanto a los costes que se derivan de la concentración de la propiedad, DEMSETZ y LEHN (1985) señalan, por una parte, el mayor riesgo específico que deben soportar los directivos y el resto de accionistas. Asimismo, y por otro lado, otro coste se puede originar como consecuencia de la expropiación de rentas de los accionistas minoritarios, que se producirían porque el propietario que ostenta el control dispone de más información y puede adoptar decisiones favorables a sus intereses, pero contrarias a la maximización del valor de la empresa. Además, aquellas empresas que coticen en mercados pueden soportar costes adicionales, pues las compañías con una elevada concentración accionarial encontrarán una penalización, que recaerá en los principales accionistas que ejercen el control, por la mayor información de que disponen sobre el futuro precio de las acciones, respecto a los accionistas desinformados (MÍNGUEZ y MARTÍN, 2004). Las empresas con una estructura de propiedad más dispersa, lógicamente, presentarán menores asimetrías informativas. Sin embargo, el hecho de que el propio mercado tienda a producir estructuras organizativas más eficientes, junto a la evidencia empírica que avala una generalizada propensión a la concentración, se convierten en argumentos que sugieren que estos costes no son relativamente tan importantes como aquellos derivados de la pérdida de control de la firma.

En consecuencia, resulta posible conjeturar que el mayor o menor grado de concentración accionarial y la confluencia de intereses que pueda suponer un control mayoritario de la empresa se convierten en factores significativos para la creación de valor, lo cual abre el debate sobre la existencia de una estructura óptima de propiedad. Como los beneficios y costes derivados de una mayor supervisión de la empresa repercuten sobre el valor de la empresa, puede asumirse que dicha estructura óptima dependa del equilibrio entre beneficios y costes. No obstante, la simple lógica de la estructura de las modernas corporaciones determina que la eficacia de la concentración accionarial como mecanismo de control de la dirección no se produce directamente, sino que se encuentra condicionada por la disposición del inversor a involucrarse en el ejercicio de la supervisión, lo cual se denomina activismo accionarial (GILLAN y STARKS, 2000; CARLETON *et al.*, 1998). Este activismo puede evidenciarse, asimismo, a través de una agrupación de minoritarios que tuviese como objetivo la consecución de una posición que permita ejercer una mayor influencia. El activismo sería, pues, un componente que reduce los conflictos y los costes de agencia, produciendo consiguientemente efectos sobre el valor de la empresa.

Además, si se acepta que la concentración de la propiedad modula los objetivos de la empresa, esta circunstancia se verá reflejada a través de los instrumentos de medida de tales objetivos, lo cual otorgará visibilidad a la relación causa-efecto entre estructura de propiedad y desempeño de la firma. Cuando la propiedad esté concentrada, los accionistas principales pueden imponer el criterio de maximización del valor, que a su vez repercutirá en el objetivo de crecimiento. Cuando el activismo de los accionistas sea altamente perceptible, ejerciendo un fuerte control sobre el consejo de administración, se puede augurar que predominarán objetivos de maximización de los resultados para el accionista, lo cual debería verse reflejado en indicadores de rentabilidad financiera. Adicionalmente, la concentración accionarial concede mayor poder y, por tanto, mayor probabilidad de que la propiedad intente establecer políticas que supongan una elevada variabilidad del rendimiento, actuación

que a su vez puede influir directamente en la riqueza del gestor, que, de acuerdo con sus intereses, puede perseguir la opción de políticas más conservadoras, actuando de esta forma como freno a los objetivos accionariales. En sentido contrario, la dispersión de la propiedad debilita el control y favorece que el objetivo de la empresa se alinee con los intereses de los directivos, que habitualmente estarán correlacionados con variables tales como las dimensiones corporativas, convencionalmente más sensibles a los propósitos gerenciales.

También se han sugerido argumentos alternativos que permitirían justificar la asociación entre la concentración de la propiedad y ciertos aspectos económico-financieros como el nivel de endeudamiento. Así, se suele apuntar a que una razón para que las empresas con propiedad más concentrada se hallen más endeudadas estribaría en que cuando una firma precise de fondos adicionales para sufragar nuevos proyectos, recurrirá preferiblemente a la deuda, en detrimento de una ampliación de capital que pudiera reducir el control societario. Tal enfoque no considera, obviamente, la existencia legal de derechos preferentes de suscripción a favor de los antiguos accionistas, mecanismo que intenta evitar que el aumento de capital provoque la dilución de las participaciones. En lo que respecta a la preferencia por retener el control de la empresa, tal motivación asume que los accionistas recurren a los fondos disponibles según la discrecionalidad que estos les ofrezcan, que es mayor en el caso de los beneficios retenidos, intermedia para el caso de la deuda, ya que esta implica un cierto grado de monitorización, y menor para el caso de las ampliaciones de capital, ya que estas podrían suponer la entrada de nuevos socios y mayor pérdida de control, planteamiento especialmente aplicable a empresas de menores dimensiones (HAMILTON y FOX, 1998). Por otro lado, no es posible obviar las hipótesis que señalan una relación negativa entre concentración y endeudamiento, puesto que el grado de endeudamiento condiciona los costes de quiebra.

3. EL PAPEL DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y LAS ESTRUCTURAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Al analizar la existencia de vínculos entre el resultado de la actuación empresarial y el hecho de que en las corporaciones se produzca una separación de propietarios y gestores, una cuestión relevante para encontrar un marco de explicación racionalmente satisfactorio sería la evaluación de la aportación al negocio de cada uno de los grupos implicados, esto es, establecer un balance que muestre la contribución de directivos, la del consejo de administración y la de los accionistas. La influencia de la dirección en la organización parece evidente, como conductor de valor corporativo. La posibilidad de que la propiedad tenga capacidad para contribuir al desempeño de la firma depende, como previamente se ha indicado, y entre otros factores, de su concentración o dispersión, así como del grado en que se involucre en la gestión, esto es, de su activismo. Por otro lado, la naturaleza del consejo de administración, como órgano formal de supervisión y control, ofrece argumentos teóricos indudables para avalar su contribución al valor de la corporación. Además, la conexión de este órgano con la concentración de la propiedad se hace evidente en la medida en que una participación accionarial de control será decisiva para nombrar o cesar a miembros del consejo de administración y, a través de esta vía, la propiedad puede influir indirectamente en la supervisión de la dirección.

Por lo tanto, con el marco institucional vigente, el activismo de la propiedad de la empresa no se va a transmitir directamente a la esfera productiva de la misma, sino que su implicación habitualmente se canalizará a través del control del consejo de administración, que actúa como vínculo formal entre accionistas y gestores. Puesto que los directivos cumplen una función fiduciaria, pero, en correspondencia, son sometidos a monitorización por el consejo de administración, el esquema sitúa a este órgano como un elemento clave para regular tales flujos, en defensa de los intereses de la gestión, frenando posibles excesos de los directivos y contribuyendo asimismo a la creación de valor. Es por ello que se halla ampliamente aceptado que el consejo de administración representa un importante papel en aquellas corporaciones que han alcanzado ciertas dimensiones, en tanto que sobre él recaen las funciones de control y supervisión de los directivos, unido a su carácter instrumental en defensa de los intereses de los accionistas.

Así pues, el consejo de administración se ha convertido en centro de interés hoy en día de numerosos trabajos en el ámbito de la literatura especializada en la temática empresarial, lo cual es explicable al constituirse en pieza clave para el gobierno de las sociedades. De esta forma, en el consejo de administración se reúnen aspectos como el cumplimiento de los principios del gobierno corporativo, el establecimiento de las pautas de transparencia en la información externa e interna que emana de la entidad, así como la coordinación de objetivos y líneas generales de actuación de la sociedad. Lógicamente, y de acuerdo con tales proposiciones, la composición y funcionamiento del consejo de administración han sido motivos preferentes de atención en los informes sobre gobierno corporativo aprobados en los últimos tiempos en muchos países, que se ha acrecentado en la medida en que se han evidenciado importantes fallos funcionales en el consejo de administración de algunas empresas que se han visto inmersas en crisis de cierta relevancia.

De acuerdo con SHLEIFER y VISHNY (1997) el gobierno corporativo se interesa por los medios o mecanismos a través de los cuales aquellos que proveen de recursos financieros a las empresas se aseguran una retribución adecuada para su inversión. La temática del gobierno corporativo, por lo tanto, resulta variada, abordándose cuestiones de carácter general relacionadas con la estructura, los procesos o los mecanismos a través de los cuales es gestionada la compañía, tales como la protección de los derechos de los accionistas, la transparencia informativa o la responsabilidad del consejo de administración. Asimismo, desde la perspectiva de que el gobierno corporativo determina la capacidad de atraer recursos a la empresa, en los últimos tiempos es frecuente encontrar desarrollos que debaten la extensión del buen gobierno hacia el ámbito de las prácticas de responsabilidad social corporativa, con una óptica *stakeholder* (CAÑIBANO, 2004).

Con tales referencias, resulta sencillo advertir cómo las materias relacionadas con el gobierno corporativo remiten en muchas vertientes a la tradicional cuestión de la separación entre propiedad y gestión, por lo cual resulta factible establecer vínculos con el enfoque de agencia. Bajo este prisma, puede entenderse el gobierno corporativo como un cuerpo de principios y reglas que guían y limitan la acción de los directores (MERCIER, 2004), en donde confluyen estructura de propiedad, gestión y grupos de interés. En esta proposición abunda CAÑIBANO (2004), quien señala que «el gobierno de la empresa incluye interrelaciones entre dirección de la compañía, su consejo de administración, sus accionistas y otros grupos de interés». El principal, esto es, los propietarios de la empresa, busca mecanismos para reducir los riesgos de la gestión realizada por el agente, la dirección de la empresa,

quien, a su vez, ha de rendir cuentas de su actuación gerencial, canalizándose fundamentalmente a través de la información financiera.

El buen gobierno corporativo surge, pues, como una preocupación por la defensa de los intereses de aquellos propietarios u otros terceros que se encuentran alejados del centro de poder de las sociedades, separación que incrementa los costes de agencia. A este respecto, podría establecerse como la principal tarea del gobierno corporativo la alineación de intereses de los gestores con los accionistas, desarrollando una serie de mecanismos cuyo objetivo reside en superar la distancia entre propiedad y directivos que se produce en las compañías de gran tamaño, minimizando sus costes asociados. De esta forma, la adopción de mecanismos adecuados de gobierno corporativo y la divulgación voluntaria de estos mecanismos puede reducir los costes de agencia. Lógicamente, en la medida en que estos costes derivan de asimetrías informativas, uno de los mecanismos formalizados para superar este conflicto será la divulgación de información financiera, ya que, cuanto más fiable sea esta, mayor será la reducción de costes de agencia. Además, habida cuenta que el mayor interés para que las compañías adopten prácticas de buen gobierno corporativo surge en los mercados de capitales, se supone que una mejor información financiera deberá influir en cotizaciones y verse reflejada en los precios. Por eso, la calidad de la información contable puede entenderse como una consecuencia natural de la existencia de buenas prácticas de gobierno corporativo, ya que parece razonable esperar que las características de los actores y los mecanismos involucrados en el gobierno de la empresa se acaben reflejando en la información revelada (MONTERREY, 2003).

Hay que reiterar que el gobierno corporativo y las varias dimensiones que entraña se han convertido en un tema de primer orden en la agenda empresarial, generando gran cantidad de literatura científico-técnica. La lista de trabajos inscrita en esta temática es innumerable y múltiples los aspectos que se abordan, entre los cuales estarían las interrelaciones del gobierno corporativo con la estructura de propiedad de la empresa. En este sentido, algunos desarrollos han llegado a plantear la posibilidad de que sea el entorno institucional el que condicione las estructuras de propiedad existentes. De esta forma, si el entorno no regula o no favorece la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo que brinden una protección adecuada al pequeño accionista, cabe pensar que se producirá una tendencia a concentrar la propiedad, como alternativa que permita reducir los costes de agencia.

Además, no puede ignorarse que el centro de gravedad de muchos debates que se promueven en torno al buen gobierno reside en la conexión de escándalos financieros con la ausencia de prácticas de gobierno corporativo, así como en la falta de control y supervisión de los consejos de administración sobre actuaciones impropias de los gestores que se manifestaban en buena parte de esos casos (*Enron corp.*, *Worldcom Inc.*, *Global Crossing*, *Adelphia*, *Tyco* o *Parmalat*). La notoria relevancia social que han alcanzado algunas de estas crisis empresariales ha debilitado en gran medida la confianza pública en las estructuras de gobierno corporativo y ha propiciado una corriente favorable a regular más inflexiblemente el funcionamiento los consejos de administración en aras de la protección de terceros. Esta preocupación alcanza incluso al plano institucional, llegando a formular la Presidencia del Consejo Europeo celebrado en 2002 la siguiente declaración: «El buen gobierno de la empresa es fundamental para la eficiencia de la economía. Sus repercusiones sobre la gestión empresarial, la confianza, la inversión y los flujos de capital son bien conocidas. El Consejo alienta

a los estados miembros a que tomen medidas para garantizar la transparencia de la gestión y la contabilidad y a que protejan a los accionistas y otros interesados».

Sin embargo, un buen sistema de gobierno no solamente debe preocuparse por asegurar la defensa de propietarios y su confianza en la información financiera. Adicionalmente a los aspectos mencionados, el gobierno corporativo se ha de centrar en la consideración de aquellos sistemas que generen un mayor valor, desde la hipótesis de que existe un vínculo claro entre el nivel de actuación de la empresa y las prácticas de gobierno seguidas por la misma, ya que una de las misiones del consejo de administración, como se ha indicado previamente, es la definición de los objetivos estratégicos. De hecho, la premisa de que los mecanismos de gobierno corporativo mejoran el desempeño de la empresa y la creación de valor ha sido a menudo contrastada empíricamente (THOMSEN, 2005) y, aunque las conclusiones distan de ser unánimes, en general se muestra una asociación positiva en determinados aspectos, como la composición del consejo o su tamaño. En todo caso, el planteamiento subyacente es que los procesos de gestión, supervisión y control del órgano de administración societario crean valor, pues se encuentra fuertemente arraigada la idea de que empresas bien gestionadas y con sólidas prácticas de gobierno empresarial obtienen mejores resultados que sus competidoras (LÓPEZ PÉREZ *et al.*, 2006). Por otra parte, algunos desarrollos como el que propone CHARAN (2005) establecen una pasarela entre buen gobierno corporativo y ventaja competitiva, haciendo hincapié en que las empresas, para alcanzar sus objetivos, deben cultivar toda fuente de ventaja, incluso la introducción de cambios clave en la sala de juntas. Para justificar que el consejo suponga una ventaja competitiva se han aportado varias explicaciones, que apuntan a las características de los consejeros (en cuanto a experiencia, conocimientos generales o específicos, etc.), de tal manera que SHRADER *et al.* (1991) concluyen que los miembros activos del consejo suponen un importante recurso.

Con el objeto de restaurar esta confianza en los mercados de capitales, las instituciones reguladoras de distintos países han venido adoptando en los últimos tiempos reformas en los mecanismos de gobierno corporativo que afectan a aspectos como estructura, auditoría, responsabilidad o información. La gran distancia existente entre el ámbito de la propiedad y la dirección para aquellas sociedades que llegan a cotizar en los mercados de capitales produce que los desarrollos que se llevan a efecto se enfoquen hacia este contexto. Aunque se habla del marco regulador del gobierno corporativo, ciertamente las intervenciones que mayor visibilidad alcanzan tienen la forma de recomendaciones, pues basta un análisis de sus concreciones para comprobar que se trata de una zona fronteriza con la autonomía de la voluntad y la capacidad de autoorganización que rige el devenir de las sociedades. Dentro de ese margen, los conocidos como códigos de gobierno recogen recomendaciones prácticas y precisas de adopción voluntaria en materia de gobierno corporativo, transparencia financiera y rendición de cuentas ante los accionistas, las cuales se formulan convencionalmente desde el seno de comisiones profesionales de expertos, a menudo por iniciativa institucional. Estos códigos de recomendaciones aparecen como sustitutos de un intervencionismo poco útil en el marco de un sistema económico globalizado. Los principios de buen gobierno que plantean los códigos se derivan de una postura normativa de amplio consenso, pues es fácil comprender que con frecuencia introducen juicios de valor en el área de gestión y administración. No obstante, en función de los diferentes países, se observan diferencias en algunas de las concreciones del gobierno (PEDERSEN y THOMSEN, 1997), explicables desde la adecuación a las características de cada entorno (WHITLEY, 1999), aunque también se aprecia que las estructuras transnacionales de gobierno corporativo con-

fluyen hacia sistemas centrados en los intereses de accionistas, que son tradicionales en el mundo anglosajón (HANSMANN y KRAAKMAN, 2002).

A menudo se suele distinguir entre mecanismos de gobierno corporativo internos y externos. Quizá en los últimos tiempos merece mayor atención el refuerzo de mecanismos de gobierno interno (que incluyen directrices sobre composición, características y reglas de operación) en estructuras de propiedad dispersas, como consecuencia de recientes crisis empresariales en las cuales algunos aspectos internos del gobierno cobraban indudable protagonismo, a lo cual habría que añadir que el desarrollo de mercados financieros condiciona el refuerzo de los mecanismos externos (LUBATKIN *et al.*, 2005).

Así, la composición del consejo de administración se considera un factor importante en la labor supervisora (GEDAJLOVIC y SHAPIRO, 1998), puesto que la estructura del consejo en términos de prestigio o legitimación ha de ser adecuada al entorno si se quiere adquirir una ventaja competitiva. Otro de los aspectos en que se advierte un mayor énfasis es el referente al tamaño, ya que un elevado número de consejeros puede incrementar el control ejercido sobre la dirección, puesto que la diversidad de opiniones y críticas sobre la labor directiva se presupone mayor. Sin embargo, un consejo demasiado numeroso puede dificultar a su vez la comunicación, la coordinación, el procesamiento de información y, en definitiva, todo el proceso de toma de decisiones. Partiendo de este planteamiento, el tamaño del consejo puede ser un determinante del poder de los principales gestores en la empresa. Evidentemente, en un consejo relativamente pequeño, el presidente o el principal ejecutivo puede tener un mayor peso a la hora de la toma de decisiones, circunstancia que puede permitir a los dirigentes llevar a cabo políticas de riesgo que incrementen la posibilidad de una mayor variabilidad de los resultados.

La separación en las grandes compañías entre la figura del presidente y del consejero delegado es otro aspecto de los mecanismos de control en el que los códigos de buen gobierno suelen insistir. Se presume que el hecho de que ambos puestos recaigan en personas distintas incrementará la eficacia por el contrapeso del presidente a la actuación del consejero delegado y, en consecuencia, evitará conflictos de intereses. No obstante, se suele apuntar repetidamente que este mecanismo no sirvió para atajar la muy sonada crisis de la estadounidense *Enron*, compañía en la que ya se daba esta separación de ambas figuras. Por otro lado, son pocas las evidencias empíricas de que la separación contribuya efectivamente al rendimiento de la empresa.

Otro de los aspectos a los que apuntan las reformas para mejorar el gobierno de la empresa es la defensa de un porcentaje de consejeros independientes, independencia entendida respecto del consejero delegado y de la figura del presidente. Así, se supone que una proporción de independientes frente a presiones externas contribuye a la eficiencia y estimula el control, lo cual parece razonable y encajaría también en el esquema de agencia. Sin embargo, la independencia suele generar dificultades de especificación, ya que no se trata de una cualidad absoluta, sino relativa, que se espera en todo caso de un miembro de un consejo de administración, pero imposible de medir a priori. Ello conlleva dificultades evidentes para contrastar empíricamente si una cualidad tan subjetiva contribuye a los objetivos de la empresa. Finalmente, y también guardando cierta relación con la independencia de los consejeros, puede señalarse la incidencia que ha tenido en algunas de las reformas del gobierno empre-

sarial la regulación de aquellas situaciones que constituyen conflictos de interés manifiestos entre los miembros del consejo, junto a su situación personal o profesional, y los objetivos de la empresa.

Una última cuestión a destacar es la que indican FORBES y MILLIKEN (1999) relativa a las significativas diferencias que se aprecian entre el gobierno de las pequeñas firmas y el de las grandes empresas. En primer término, las compañías de menores dimensiones tienden a estar menos diversificadas, no tienen gran complejidad estructural y los aspectos formales a los que están sujetos son sustancialmente diferentes en aspectos clave. Un factor adicional radica en que, a menores dimensiones, más factible resulta la aparición de la figura del emprendedor, con relativamente poca experiencia de gestión. La evidencia empírica muestra que, los consejos de administración de empresas de pequeño tamaño son también reducidos, más concentrados y suelen contar con representación directa de la propiedad, de forma que las funciones de control se ven disminuidas porque las responsabilidades de gestión recaen directamente en accionistas. Asimismo, otra cuestión que conviene apuntar se relaciona con la idea de que el tamaño y la antigüedad del órgano de administración tienen una relación negativa con el desempeño de la organización (HAMBRICK y FINKELSTEIN, 1987).

4. REVISIÓN DE LA LITERATURA. ANTECEDENTES Y ESTUDIOS PREVIOS

Las conclusiones de la literatura revisada no se muestran determinantes respecto al papel que representa la concentración o la dispersión de la propiedad en los resultados y en las características económico-financieras de las empresas. Algunas investigaciones corroboran la hipótesis de que la presencia de accionistas principales con elevado grado de control contribuye positivamente al rendimiento empresarial. Otros trabajos no evidencian relación significativa entre la concentración de la propiedad y los resultados, pudiendo en este caso asociarse a la falta de un vínculo directo o bien ser atribuido a la falta de un activismo supervisor. Para interpretar adecuadamente tales divergencias, también hay que tener en cuenta la diversidad metodológica, puesto que las investigaciones cuyo ámbito de observación se dirige a compañías que cotizan utilizan a menudo medidas de mercado, las cuales, obviamente, no pueden ser empleadas cuando el análisis se extiende al resto de firmas.

Cuando se utilizan indicadores basados en magnitudes contables, complementariamente surge una incertidumbre a considerar, relacionada con la vinculación que puede darse entre la información financiera que suministra la empresa y la estructura de propiedad. Al establecerse el cálculo de los ratios sobre dicha información financiera, las diferencias resultantes pudieran estar ocasionadas no tanto por el distinto perfil económico-financiero de cada firma, sino originarse, al menos en un cierto grado, por la diversidad de prácticas contables, lo cual puede estar asociado, a su vez, a una mayor concentración o dispersión del control accionarial. Como se ha indicado previamente, la motivación se fundamenta en que los conflictos de intereses generan costes de agencia (GAGO, 1996). Las empresas tienden a divulgar mayor información como una forma de reducir estos costes, por lo cual la estructura de propiedad puede influir en el nivel de revelación de información. De acuerdo con WATTS y ZIMMERMAN (1986), la teoría de la agencia predice que las prácticas contables variarán entre las empresas dependiendo de la naturaleza de los costes de la agencia. Asimismo, estos autores afirman también que los costes de la agencia dependen de la cantidad de acciones en poder de los directivos,

pues dicho aspecto limita la divergencia de intereses entre el principal y el agente. Sin embargo, cabe decir que tampoco hay consenso en la literatura acerca del grado de influencia que puede ejercer la propiedad sobre la revelación de información financiera. Así, RAFFOURNIER (1995) y DEPOERS (2000) no encuentran relación entre la estructura accionarial y la extensión de información. Por su parte, HOSSAIN *et al.* (1994) sostienen que el nivel de información esta inversamente relacionada con el porcentaje de los accionistas principales.

En cuanto a la relación directa que la estructura de propiedad puede suponer sobre los rendimientos o las características de la empresa, también los desarrollos más frecuentes se refieren a la teoría de la agencia. Diferentes estudios se articulan en torno a la influencia de la concentración de la propiedad (SHLEIFER y VISHNY, 1986; LEECH y LEAHY, 1991), en la identidad del propietario principal (THOMSEN y PEDERSEN, 2000) o en la participación accionarial de los gestores (ADAMS *et al.*, 2003). En general, la mayor parte de los resultados muestra un efecto no significativo de las diversas medidas de concentración sobre el valor de la compañía. DEMSETZ y LEHN (1985) analizan la rentabilidad financiera utilizando la relación entre beneficio neto y valor contable de los fondos propios para empresas de Estados Unidos, obteniendo evidencia de que la concentración accionarial no es significativa en los resultados de la empresa. Adicionalmente, algunas investigaciones contrastan la posibilidad de que exista una influencia no lineal de la concentración accionarial en el valor de la empresa (MÍNGUEZ, 2006). De hecho, autores como ALCHIAN y WOODWARD (1988) o GALVE y SALAS (1993, 1995 y 1997) cuestionan el hecho de que la confluencia de propiedad y control elimine los problemas de agencia, y que, por lo tanto, tenga efectos directos sobre la rentabilidad.

Uno de los esquemas a los que más frecuentemente se acude como caso particular de estructura de propiedad concentrada es el de la empresa familiar, constituyéndose en una línea analítica con entidad propia, aunque con la limitación de cierta falta de consenso sobre los contornos de esta tipología. A lo largo de los últimos años son varios los análisis de las características distintivas de las empresas familiares, en lo que a sus particularidades económicas y financieras se refiere (SCHULZE *et al.*, 2003), alcanzando conclusiones de diferente signo respecto a las diferencias entre empresas familiares y no familiares. GALVE y SALAS (1993) estudian la función de rentabilidad de la empresa familiar en función del tamaño de la misma y del tipo de control que se ejerce. Su trabajo concluye que el mantenimiento del control de la empresa dentro del grupo familiar, y de forma más acusada cuando es mayoritario, puede limitar el crecimiento, lo cual resulta posiblemente explicable por la concentración de riesgos que se produce en el patrimonio familiar. En contrapartida, parece evidenciarse una relación positiva entre el control mayoritario y la eficiencia, en contraposición a una situación de dispersión.

En cuanto a la posición financiera de la empresa familiar, AGRAWAL y NAGARAJAN (1990) analizan una muestra de empresas norteamericanas, relacionando el hecho de que aquellas que no disponen de endeudamiento a largo plazo y tienen mayores niveles de liquidez poseen un mayor porcentaje de accionistas entre sus directivos. En esta misma línea, MISHRA y MCCONAUGHY (1999) comprueban la relación entre nivel de endeudamiento y el riesgo de perder el control de la empresa, obteniendo como resultado que las empresas familiares están menos apalancadas y poseen un menor potencial de crecimiento. DONCKELS y FRÖHLICH (1991) apuntan a la diferencia en la formulación de los objetivos básicos de estas organizaciones, en las que predominan aspectos como la supervivencia

del negocio o la independencia financiera, por encima del crecimiento, la mejora del desempeño y la rentabilidad financiera. La aversión a la pérdida de control de la propiedad condiciona en muchas ocasiones el crecimiento de la empresa, ya que puede resultar necesario acudir a otras fuentes de financiación, opción que en muchos no es ni siquiera barajada por la dirección.

En los últimos tiempos son frecuentes los estudios referidos a la influencia que puedan ejercer las prácticas de gobierno corporativo o la composición de los consejos de administración sobre los rendimientos y la valoración de la empresa, y que en algunos casos se extienden hacia otras características económico-financieras de las empresas. Así, en primera instancia, OTTEN *et al.* (2006) analizan los cambios en el gobierno corporativo en países con mercados de capitales más desarrollados, concluyendo que la estructura de propiedad predominante influye en la difusión de las prácticas de gobierno. Profundizando en la relación entre variables de gobierno y los resultados, la revisión que realizan DALTON *et al.* (1998, 1999) encuentra escasas evidencias empíricas de una conexión directa. En el trabajo de NORIA *et al.* (2003) se concluye que las medidas de gobierno corporativo propuestas en Estados Unidos durante los últimos años carecen de impacto en la rentabilidad de las empresas a largo plazo. En lo que se refiere al caso español, la influencia del consejo de administración sobre el rendimiento es estudiada por MELLE (1998).

La mayor parte de la evidencia empírica pone de manifiesto una relación negativa entre el tamaño del consejo y el valor de la empresa, como es el caso de KINI *et al.* (1995) en el mercado norteamericano, o MÍNGUEZ y MARTÍN (2003) para el español. El trabajo de BAYSINGER y BUTLER (1985) contrasta la relación entre la proporción de consejeros independientes y rentabilidad, encontrando que las compañías que cuentan con más independientes superan en rentabilidad a otras firmas, sin que parezca necesaria una mayoría de independientes en el consejo de administración para asegurar mayor rentabilidad. HERMALIN y WEISBACH (1991) comparan el porcentaje de independientes con la q de TOBIN, concluyendo que no puede apreciarse relación entre ambas variables. Por el contrario, YERMACK (1996), BHAGAT y BLACK (1999), así como AGRAWAL y KNOEBER (1996), encuentran correlación negativa entre la q de TOBIN y la proporción de independientes en la firma. BHAGAT y BLACK (2000) tampoco encuentran vinculación entre retornos a largo plazo de mercado e independencia del consejo, si bien ROSENSTEIN y WYATT (1990) encuentran un ligero incremento cuando una compañía incorpora un consejero independiente adicional. MACAVOY y MILLSTEIN (1999) encuentran resultados mixtos, con períodos en los que parece que la influencia de la independencia resulta irrelevante. BYRD y HICKMAN (1992) afirman que las empresas que efectúan una oferta pública de adquisición y en las que los directores independientes suponen al menos la mitad del consejo tienen mayores rentabilidades anormales. Por último, se puede señalar que ADAMS *et al.* (2003) plantean la hipótesis de que distintas variables relacionadas con el poder del consejero delegado podrían influir en la variabilidad de los resultados de las empresas para el mercado norteamericano, obteniendo resultados significativos para algunas de ellas.

5. SELECCIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LOS DATOS. METODOLOGÍA

Con el objeto de analizar si la concentración de la propiedad puede entenderse asociada de forma significativa a las diferencias en la actuación de las firmas, midiendo esta a través de ratios conta-

bles, se ha optado por la aplicación de distintas técnicas estadísticas a una serie de variables que resulten representativas de las características económico-financieras básicas de una muestra de empresas. A tal efecto, se ha procedido a la recopilación de datos que corresponden a un conjunto de empresas españolas para el período 2001-2005, ambos ejercicios inclusive. La información ha sido obtenida de la base de datos SABI, suministrada por *Informa y Bureau van Dijk*, de acuerdo con las especificaciones que se señalarán a continuación y que se establecieron tras analizar los objetivos de la investigación y la disponibilidad de información al respecto que podía facilitar el banco de datos con el que se ha trabajado. Una vez extraídos los datos precisos, para la medición de las características económico-financieras de cada una de las empresas que finalmente integraron la muestra, se calcularon algunos ratios básicos, puesto que, como es sobradamente conocido, esta técnica constituye el instrumento más comúnmente utilizado en el ámbito del análisis de la información financiera.

5.1. Selección de la muestra.

La selección de la muestra, a partir de la información disponible que suministraba la base de datos, se realizó con una serie de criterios cuya motivación se expone seguidamente.

- Se excluyeron aquellas sociedades cotizadas en Bolsa, con la intención de que la muestra fuese lo más homogénea posible, de cara a los contrastes estadísticos univariantes que se pretendían, entendiéndose, como suele resultar usual en bastantes trabajos, que el acceso a los mercados de capitales podía constituir una característica diferencial importante.
- Se eliminaron sociedades atípicas, de forma que solamente se seleccionaron aquellas que se encontraban activas al final del período considerado.
- Los datos contables que se han utilizado para el cálculo de los ratios corresponden a los contenidos en las cuentas anuales individuales. Se desecharon aquellas sociedades con omisiones de información para las cuales no se contaba con datos que permitiesen calcular dichos ratios en todos los años del período estudiado o que no estuviesen referidos en cada uno de los ejercicios al año completo.
- Para asegurar que la información contable tuviese unos requisitos mínimos de fiabilidad, se desecharon aquellas sociedades que para el período contemplado no tuviesen disponible el informe de auditoría, o bien su resultado hubiese sido denegado o desfavorable. Solamente se consideraban, por lo tanto, informes de auditoría aprobados o con salvedades.
- Se ha restringido la selección a aquellas empresas cuya forma jurídica fuese la de sociedad anónima. El motivo se fundamenta en la importancia que tiene el consejo de administración, debido a sus funciones de supervisión y control de la dirección, para explicar la asociación entre la concentración o dispersión del accionariado y las características económico-financieras de la empresa. En el caso de las sociedades limitadas, fórmula jurídica que predomina en el conjunto empresarial que conforma el banco de datos, las connotaciones de los administradores puede entenderse que sean diferentes, aunque solamente sea por la presunción de una mayor cercanía entre propiedad y gestión.

- La muestra se ha ordenado conforme a los ingresos de explotación del último ejercicio considerado (2005), referencia empleada como representativa de las dimensiones de las firmas. Aunque dicho criterio pueda no resultar completamente satisfactorio, el tamaño no ha sido contemplado como una variable nuclear en el análisis, sino que su consideración se ha realizado en el sentido de que las empresas fueran lo menos heterogéneas posibles dentro de la variable de clasificación principal, construida a partir del indicador de concentración de la propiedad.

Sobre la muestra resultante de la aplicación de estos criterios se realizó un proceso de depuración técnica que condujese a que los datos fuesen consistentes, lo cual produjo una reducción de observaciones al suprimir aquellas que no superaban unos mínimos. A partir de los datos base que se mantenían tras el proceso de depuración, se han elaborado cuatro variables de carácter cuantitativo, cada una de ellas correspondiente al resultado de los ratios básicos calculados sobre magnitudes contenidas en las cuentas anuales. La formulación de los ratios empleados ha sido la siguiente:

Rentabilidad económica = Resultado del ejercicio / Total activo

Rentabilidad financiera = Resultado del ejercicio / Fondos propios

Endeudamiento = Exigible total / Pasivo total

Liquidez = Activo circulante / Pasivo circulante

Asimismo, se ha procedido a construir una variable cualitativa, asociada a la concentración de propiedad, también de acuerdo con la información suministrada por la fuente de datos SABI. Tras un análisis de las posibilidades que se ofrecían con la utilización de la medida de la concentración accionarial facilitada, y en función de los criterios que seguidamente se comentarán, se ha optado por trabajar con tres grupos de clasificación, por entender que era la solución más satisfactoria, en términos de coherencia interna en cada agrupación y de disparidad frente a cada uno de los otros dos grupos. La concentración accionarial se ha contemplado a través del llamado «*Indicador de independencia BvDEP*» que asigna el proveedor de la base de datos a cada empresa, en función de las características que se observan en la propiedad, de acuerdo con la información que se encuentre disponible en cada caso y en función de una serie de criterios que se basan en los datos sobre el accionariado. Así, en primer término, en el banco de datos hay determinados accionistas que se designan genéricamente, sin una identificación singular, y que, a falta de consignación del nombre, figuran con una etiqueta para cada colectivo, de forma que no son considerados como razonablemente capacitados para ejercitar sus facultades de voto conjuntamente. En consecuencia, este tipo de accionistas se excluyen de los criterios que permiten componer el indicador de independencia. Sobre la información que se presenta para el resto de accionistas identificados, se construyen indicadores de independencia BvDEP se designan como «A», «B», «C», «D» y «U».

El indicador «A» se aplica a las empresas con accionistas conocidos, donde ninguno mantiene una proporción directa o total que suponga más del 25%. Hay que reiterar que se excluyen a aquellos cuya identificación sea colectiva, como previamente se ha mencionado, es decir, la identificación ha de ser nominal. En consecuencia, en la terminología BvDEP, las empresas de tipo «A» se consideran como «empresas independientes», es decir, las que se consideran con la máxima independencia res-

pecto a su accionariado. Dentro de las sociedades que se catalogan como «A», se realizan distinciones de acuerdo con el criterio del número de accionistas que estén identificados. Así, «A+» son sociedades con seis o más accionistas identificados de porcentaje de propiedad conocido, «A» sociedades con cuatro o cinco accionistas identificados y «A-» sociedades con uno a tres accionistas identificados. En estos tres casos, se supone que la probabilidad de que exista algún accionista con porcentaje de propiedad de más del 25% es menor cuanto mayor es el número de accionistas conocidos, siendo de esta forma más seguro el grado de independencia de la sociedad, ya que, cuantos más accionistas de referencia tenga una sociedad, más difícil será que uno de ellos ejerza un control efectivo sobre esta. La calificación «A+» se atribuye también a empresas «A» en las cuales la suma de los porcentajes accionariales, todos inferiores a 25%, es superior a 75%. También se asigna una calificación «A-» a las sociedades que se indican en alguna fuente de información (que puede ser la memoria de las cuentas anuales u otra) como «propietario final» o matriz de otra sociedad, incluso aunque no cumplan los anteriores criterios. Como puede deducirse, las calificaciones «+» o «-» no se refieren a grados de independencia mayores o menores, sino al grado de fiabilidad atribuido al indicador.

El indicador «B» se aplica a las sociedades en las que ningún accionista registrado posee el 50% o más del capital social y con uno o más accionistas con un porcentaje de propiedad de más del 25%. Se califican a su vez como «B+», «B» o «B-», de acuerdo con los mismos criterios especificados para el indicador «A». La calificación «B+» se atribuye también a empresas «B» en las cuales la suma de los porcentajes accionariales de todas categorías de accionistas es superior al 50%. Esto implica que la empresa seguramente no cumple los criterios para ser de tipo «C», ya que no puede tener un accionista desconocido con una proporción superior al 50%.

El indicador «C» se aplica a las empresas con un accionista registrado que mantiene un porcentaje de propiedad total o total calculado superior a 50%, obviamente, excluyendo las referencias a los tres accionistas «colectivos» señalados. También se asigna el indicador «C» a una sociedad si alguna fuente de información indica que tiene una matriz, incluso si su porcentaje de participación no es conocido. La calificación «C+» se atribuye también a empresas «B» en las cuales la suma de los vínculos de los accionistas directos (con todas las categorías de accionistas incluidas) es superior a 50%. Esto supone que la empresa seguramente no cumple los criterios para ser de tipo «D», ya que no puede tener un accionista directo desconocido con una proporción superior al 50%.

El indicador «D» se aplica a cualquier empresa con un accionista conocido (con exclusión de los tres tipos «colectivos» antes mencionados) con un porcentaje de propiedad directo superior al 50%.

El indicador «U» se atribuye a las empresas que tienen un grado desconocido de independencia respecto de su accionariado, aplicándose a las empresas que no se incluyen en las categorías «A», «B», «C» o «D».

Así pues, esta clasificación en función del «Indicador de independencia BvDEP» ha servido de punto de partida para construir una variable representativa de la estructura accionarial de cada empresa que pudiese ser utilizada en el análisis estadístico. Así, en primer término, para seleccionar los casos que integran la muestra, se desecharon todas aquellas empresas cuyo indicador fuese «U», es decir, en las que no puede determinarse su grado de dependencia. De los cuatro tipos restantes, se

observa que en la categoría «C» se incluye un escaso número de empresas. Puesto que resulta conveniente trabajar con el mayor número de observaciones que permitan los datos con los que se cuenta, de cara a que las conclusiones alcancen relevancia estadística, derivada de la ley de los grandes números, se ha optado por incluir a las empresas del tipo «C» junto a las de otra categoría cuyo perfil pueda considerarse más próximo, en términos de interpretación del indicador construido. Por ello se han agrupado los casos correspondientes a las tipologías «C» y «D», que serían las compañías con mayor dependencia de su accionariado, o si se quiere, en las que la propiedad se encontraría más concentrada. De hecho, la categoría «D» era la que mayor número de empresas de la muestra integraba, lo cual resulta indicativo de la elevada concentración accionarial de las empresas y, por tanto, del elevado poder que tienen los socios mayoritarios o significativos. Este hecho resulta consistente con la evidencia empírica que señala que en España resulta habitual que las empresas tengan estructuras de propiedad concentradas, como pone de manifiesto el estudio de la Fundación de Estudios Financieros (2003). Por lo tanto, finalmente se ha trabajado con tres grupos en la muestra que corresponden a tres categorías: «A», «B» y la que se ha identificado como «C-D».

Para analizar la muestra, la técnica estadística que se pretende utilizar con carácter preferente, si las circunstancias lo permiten y se cumplen las hipótesis necesarias, sería el contraste paramétrico ANOVA de un factor, dada su potencia superior frente a las posibilidades que ofrecen las técnicas no paramétricas. El factor sería el índice de independencia BvDEP, como medida de la concentración accionarial. A su vez, el análisis resultará más consistente si la muestra es balanceada, es decir, cada grupo de clasificación del factor contiene igual número de casos. Con el objeto de que sea balanceado, se considera el nivel del factor que tenga menor número de casos, que en esta ocasión sería el «A», con 231 observaciones completas, desechando del resto de agrupaciones aquellos supuestos que excediesen de esta cifra, de tal manera que el conjunto de la muestra comprendería el triple de dicha cantidad, es decir, 693 empresas.

En consecuencia, si se quiere que la muestra sea balanceada habría que reducir las observaciones de las categorías «B» y «C-D» hasta tener igual número de empresas en cada uno de los tres segmentos. Para que la eliminación se realizase en términos de homogeneidad, se ha optado por ordenar a las empresas conforme a ingresos de explotación, entendiendo que esta era una de las posibles variables representativas del tamaño empresarial. Hay que tener presente que, en la literatura sobre ratios contables, y como fácilmente puede comprobarse, tamaño y sector de actividad son los dos factores que con mayor frecuencia se asocian al perfil económico-financiero, aunque los resultados no siempre sean concluyentes respecto a la existencia de una relación directa. Una vez ordenada la muestra, cada vez que aparecía una empresa cuyo indicador de independencia BvDEP era «A», se integraba en la muestra final a la más próxima del grupo «B» y a la más próxima del grupo «C-D», contando a partir de la referencia del grupo «A» y en la secuencia en que se había consignado la ordenación.

5.2. Técnicas estadísticas.

Una vez seleccionadas las empresas que constituyen la muestra, para cada una de ellas se cuenta con una variable cualitativa, el indicador de concentración de la propiedad, que va a constituir el factor en el modelo planteado y presenta tres niveles, así como con cuatro variables de partida cuan-

titativas (cada uno de los ratios calculados) sin perjuicio de que, como se indicará seguidamente, sea preciso realizar algunas transformaciones para adecuar sus propiedades estadísticas. Sobre esta base, se plantea la utilización como técnica de análisis del Análisis de la Varianza (ANOVA) de un factor, con el objeto de evaluar si resultan estadísticamente significativas las diferencias observadas en los valores promedio entre los diferentes niveles establecidos de acuerdo con los indicadores de concentración de propiedad, para cada una de las variables, consideradas de forma individualizada. Dicho test es una prueba paramétrica que permite estudiar la influencia de una variable independiente o factor (A_i) tratada como variable cualitativa, sobre una variable dependiente cuantitativa (Y_{ij}). Si se cumplen las hipótesis del modelo, se realizan diversos análisis por separado para cada una de las variables cuantitativas consideradas, de tal forma que en cada análisis solo se estudia la influencia de una única variable dependiente, lo cual implica que la influencia del resto de variables dependientes se engloba en el componente aleatorio o error experimental (E_{ij}). De esta forma, se pueden descomponer los valores de la variable de la siguiente forma, donde U es una constante independiente del factor A_i :

$$Y_{ij} = U + A_i + E_{ij}$$

Por lo tanto, se pretende estudiar si el valor de la variable dependiente, el ratio económico-financiero o, en su caso, el producto de sus transformaciones, viene condicionado por el nivel de la variable independiente, esto es, la concentración de la propiedad utilizando un modelo ANOVA de efectos fijos de un solo factor, y equilibrado, dado que el número de observaciones en cada una de los niveles es el mismo. Este método es quizás el más adecuado cuando se pretende contrastar la igualdad de medias correspondientes a varias poblaciones normales y homogéneas en sus varianzas. Las principales limitaciones vendrían dadas por el incumplimiento de estos requisitos relativos a la hipótesis de la normalidad de las distribuciones de las variables consideradas y a la homogeneidad de las varianzas. Algunos autores consideran que el incumplimiento de la hipótesis de homoscedasticidad puede afectar a los contrastes del análisis de la varianza cuando la razón de los tamaños muestrales es mayor que dos (URIEL, 1995). Ahora bien, el diseño balanceado cuenta dos ventajas, la primera es que la potencia de la prueba es máxima si las muestras tienen el mismo tamaño. Adicionalmente, la otra ventaja es que el procedimiento de prueba es relativamente insensible a alejamientos pequeños de la hipótesis de varianzas iguales si los tamaños de las pruebas son los mismos. En todo caso, la verificación de la condición de homoscedasticidad se puede efectuar a través del estadístico de Levene. Por otro lado, diversos autores apuntan que el incumplimiento de la condición de normalidad tiene una mayor repercusión en la consistencia de los resultados de la técnica. No obstante, en virtud del Teorema central del límite, aun en ausencia de normalidad, los contrastes paramétricos sobre la media podrían mostrar cierta robustez cuando la muestra fuese lo suficientemente grande, como es el caso que nos ocupa.

En cuanto a las características de las distribuciones de los ratios contables, son numerosas las aportaciones que señalan las dificultades que presentan para su consideración como variables en ciertos análisis estadísticos. De acuerdo con GARCÍA-AYUSO (1995), salvo que se analice una muestra de empresas pertenecientes al mismo sector de actividad, cabe considerar los siguientes aspectos: ausencia de proporcionalidad entre numerador y denominador, existencia de heteroscedasticidad en los residuos de las regresiones, ausencia de normalidad en la distribución de los residuos e incapaci-

dad de neutralizar el efecto distorsión del tamaño. Por otro lado, se ha demostrado que los ratios no son, al contrario de una suposición muy extendida, deflatores perfectos del tamaño de la empresa cuando las distribuciones están alejadas de la normalidad, aunque precisamente, una de las principales razones para el empleo de ratios como alternativa a las cifras contables reside en controlar el efecto de las dimensiones de la empresa. Los principales resultados que obtienen los estudios empíricos indican que la distribución estadística de la mayor parte de los ratios contables no se ajusta a una ley normal (GARCÍA-AYUSO, 1995), desprendiéndose patrones claramente diferenciales respecto a la rentabilidad, endeudamiento, liquidez o beneficios.

Dada la existencia de asimetría, curtosis y observaciones extremas, EZZAMEL *et al.* (1987) plantean acercar estas distribuciones a la normalidad mediante la realización de diversas transformaciones en las distribuciones originales de los ratios o también eliminando valores extremos. Lo que se pretende es introducir algún procedimiento que permita que los ratios, aun conservando sus propiedades, se acerquen a las exigencias que requiere la aplicación de algunas técnicas de análisis. La evidencia empírica nos demuestra que, en general, los ratios contables van a mostrar, en la mayor parte de los casos, un grado de asimetría positiva importante. Las transformaciones de los valores de los ratios para favorecer la normalidad más utilizada han sido la logarítmica, la raíz cuadrada y la raíz cúbica. Dichas transformaciones minoran la dispersión y neutralizan las asimetrías, aunque no siempre conducen a un ajuste a la normalidad. Sin embargo, sobre el tipo de transformación a practicar, como señalan BEDINGFELD *et al.* (1985), no existe una regla común para todos los casos, ya que la elección estará condicionada, ante todo, por el tipo de asimetría que presente cada ratio, si bien se constata que transformaciones más fuertes que la logarítmica casi nunca van a producir buenos resultados. La logarítmica y la raíz cuadrada no se podrían emplear para aquellos ratios que, como las rentabilidades, presenten valores negativos, por lo que si se ha de optar por ellas, sería necesario adicionar una constante, con el objeto de desplazar los valores de la muestra para que todos sean positivos. Sin embargo, estas transformaciones solo han resultado significativas para determinados ratios, siendo la transformación adecuada diferente para cada uno de ellos (GARCÍA-AYUSO, 1995).

Cuando el rechazo de las hipótesis de normalidad y homogeneidad de varianzas lleve a descartar, con carácter general, la utilización de procedimientos paramétricos para hacer comparaciones entre grupos, existe la posibilidad de recurrir al test no paramétrico de KRUSKAL-WALLIS, que, sin precisar de la exigencia del cumplimiento de tales hipótesis, permite valorar la existencia de diferencias entre los niveles para cada una de las variables consideradas, pudiendo determinar las medianas significativamente diferentes a través de la observación de los gráficos de caja y bigotes.

6. ANÁLISIS DE RESULTADOS

En primer término, para cada empresa perteneciente a la muestra se ha procedido al cálculo de los resultados de los ratios elegidos correspondientes a varios ejercicios económicos, contemplando un período de cinco años (2001 a 2005, ambos inclusive). Así, se intenta disminuir la influencia que pudiera tener una variable coyuntural en un ejercicio determinado a la hora de efectuar la inter-

pretación de dichos resultados (MERIC *et al.*, 2002). Asimismo, se ha calculado el promedio para el conjunto de los cinco ejercicios, para contar con un indicador a un plazo más largo que el del horizonte anual de cada ejercicio económico. De esta forma, se presentan en el anexo I los estadísticos descriptivos básicos para cada uno de los tres niveles del factor «concentración del accionariado», que serían «A» (más disperso), «B» (intermedia) y «CD» (mayor concentración). La representación gráfica de los diagramas de caja en el anexo II da una idea sobre la variabilidad de las distribuciones, alertando sobre la representatividad del promedio. Como puede observarse, para cada uno de los ratios, el rango que se representa gráficamente es distinto de un ejercicio a otro, acorde con los valores máximos y mínimos que alcanza en el período, exceptuando el caso del ratio del endeudamiento, que, por su construcción, queda acotado a un recorrido entre cero y cien. Puede observarse, al menos visualmente, una cierta coherencia a lo largo de los ejercicios para cada ratio entre el perfil gráfico de cada uno de los niveles. No obstante, dado que en la representación de la liquidez se observa la existencia de valores muy extremos, correspondientes sobre todo a empresas con elevados niveles, parece conveniente realizar un análisis más detallado eliminando dichos valores extremos de la presentación gráfica, con el objeto de que su visualización facilite una aproximación a la coherencia entre ejercicios de la mayor parte de las observaciones.

La ausencia de normalidad se intuye con el examen de los estadísticos descriptivos y de los gráficos de caja y bigotes. La asimetría y el apuntamiento distinto al de la normalidad se pueden evidenciar también representando las distribuciones de los ratios en cada ejercicio y la distribución del promedio para el período 2001-2005. La realización de contrastes reafirma que la asimetría y curtosis estandarizadas están fuera de los rangos que permitirían asumir significativamente la hipótesis de normalidad en los tres niveles. Este hecho requiere la transformación de los datos si se pretende aplicar la técnica ANOVA. Para ver qué transformación puede resultar adecuada, conviene precisar la forma de cada ratio, que vendrá condicionada por su formulación, de manera que, por ejemplo, los valores del endeudamiento quedan acotados entre cero y cien, mientras que la asimetría del ratio de liquidez se determina porque no puede presentar valores negativos a la vez que existen valores extremos con niveles muy elevados. Tras efectuar distintas pruebas, se ha procedido a la transformación de la raíz cúbica, al comprobar que mejoraba los resultados en cuanto a aproximación a la normalidad para dos de los ratios empleados (rentabilidad económica y rentabilidad financiera).

No obstante, hay que señalar que, a pesar de la transformación, sigue sin poder aceptarse en ningún ejercicio ni para ningún promedio la hipótesis de distribución normal de los ratios. Sin embargo, también hay que destacar que, para el caso de las rentabilidades, la transformación ha mejorado considerablemente la simetría, presentando los distintos niveles una distribución de perfil similar en cuanto a características de simetría o curtosis. En estos ratios de rentabilidad económica y rentabilidad financiera, en cuanto a la homogeneidad de varianzas, la transformación cumple las condiciones en todos los años y en el promedio de homogeneidad de varianza. Los contrastes de varianza que se consignan en el anexo III comprueban la hipótesis nula de que la desviación típica de cada variable dentro de cada uno de los tres niveles del factor sea la misma. De particular interés resultan los tres p-valores que se indican, ya que, cuando el menor sea igual o superior a 0,05, no hay diferencia estadísticamente significativa entre las desviaciones típicas para un nivel de confianza del 95%. De no ser así, se estaría infringiendo una de las asunciones del análisis de la varianza.

Con el apoyo de la herramienta informática *Statgraphics*, se ha procedido a efectuar un análisis ANOVA de un factor y tres niveles sobre la muestra balanceada, para cada una de las variables de rentabilidad separadamente, realizando previamente una transformación cúbica de los ratios que tienda a producir asimetría negativa. Como la transformación mejoraba, pero no permitía una idoneidad de condiciones, complementariamente se ofrecen los resultados del test de KRUSKAL-WALLIS, prueba no paramétrica que no requiere esos requisitos, pero que posee menos robustez que el análisis de la varianza y otras pruebas paramétricas.

El análisis de la varianza queda recogido en el anexo IV. El test *F* en la tabla ANOVA comprueba si hay diferencia significativa entre las medias, y en el caso de que la haya, los test de rangos múltiples indican las medias que son significativamente diferentes. La tabla ANOVA descompone la varianza de cada variable en dos componentes, un componente entre grupos y otro dentro de los grupos. El *F*-ratio es el cociente de la estimación entre grupos y la estimación intragrupos. Cuando el *p*-valor del test *F* sea inferior a 0,05, hay diferencias estadísticamente significativas entre las medias de la variable de un grupo a otro del factor para un nivel de confianza del 95%. Además de la media para cada nivel, se consigna el error estándar de cada media, que es la medida de su variabilidad en la muestra. El error estándar es el resultado de dividir la desviación típica agrupada por la raíz cuadrada del número de observaciones de cada nivel. Asimismo, se muestra el intervalo que incluye cada media, basado en el procedimiento de menores diferencias significativas de FISHER (LSD), construido de forma que, si dos medias son iguales, sus intervalos se solaparían el 95% de las veces. En los test de rangos múltiples, estos intervalos se utilizan para determinar las medias que son significativamente diferentes entre sí. A continuación se aplica un procedimiento de comparación múltiple para determinar las medias significativamente diferentes entre sí, mostrando la diferencia estimada entre cada par de medias. En las columnas de la tabla en la que se presentan los resultados se identifican los grupos homogéneos, según la alineación del signo «X», que indicaría que hay un grupo de medias entre las cuales no hay diferencias estadísticamente significativas. La interpretación del procedimiento de las menores diferencias significativas de FISHER (LSD), que es el que se ha utilizado, indicaría que hay un 5% de riesgo de considerar cada par de medias como significativamente diferentes cuando la diferencia real sea igual a cero.

En contrapartida, en la liquidez y en el endeudamiento, para ninguno de los períodos objeto de estudio, se ha considerado que los resultados del cálculo de la raíz cúbica mejorasen suficientemente las propiedades estadísticas de sus distribuciones. Por ello, sobre sus transformaciones se ha aplicado solamente el test de KRUSKAL-WALLIS al no requerir este contraste condiciones tan exigentes, aunque la consistencia de sus conclusiones pueda resultar menos robusta. El test de KRUSKAL-WALLIS prueba la hipótesis nula de igualdad de medianas de las variables dentro de cada uno de los tres niveles del factor. Los datos de todos los niveles primero se ordenan de menor a mayor, calculando el rango medio para los datos en cada nivel. Si el *p*-valor es superior o igual a 0,05, no hay diferencia estadísticamente significativa entre las medianas a un nivel de confianza del 95%, mientras que, cuando sea inferior, se acepta que existe diferencia. Para determinar cuáles son las medianas significativamente diferentes, una opción es la observación de los gráficos de caja y bigotes. Los resultados de los test de KRUSKAL-WALLIS para las transformaciones de todos los ratios calculados se exponen en el anexo V.

Por lo que se refiere a la transformación del ratio de rentabilidad económica, el análisis ANOVA para los diferentes ejercicios, complementado con el test de KRUSKAL-WALLIS, permite extraer algu-

nas conclusiones. Se aprecian diferencias para 2005 y para 2004, en ambos ejercicios entre dos niveles, que serían el «A» y el «CD», es decir, se puede interpretar que en cuanto a rentabilidad económica, son diferentes las empresas cuya propiedad es más dispersa de aquellas que es más concentrada. En el resto de ejercicios analizados, es decir, 2003, 2002 y 2001, así como en el promedio del período, no se aprecian diferencias significativas entre los niveles. En conclusión, la evidencia sería débil, ya que solamente se aprecia para dos ejercicios del período y entre los dos niveles extremos en cuanto a concentración accionarial de los tres estudiados.

También el análisis de la varianza se ha considerado para la transformación de la raíz cúbica de la rentabilidad financiera, complementado asimismo con el contraste no paramétrico de KRUSKAL-WALLIS. Las diferencias entre niveles para esta variable son mayores, así como su evolución entre los ejercicios del período de análisis. En 2005, el grupo «A» es significativamente diferente a «B» y también «A» se estimaría diferente en cuanto a rentabilidad financiera respecto a «CD». En el ejercicio 2004, el grupo «A» es significativamente diferente a «CD» y, a su vez, «CD» se estimaría diferente en cuanto a rentabilidad financiera a «B», por lo que se concluiría que el bloque homogéneo en este período lo conformarían las sociedades de accionariado más disperso conjuntamente con las sociedades de concentración intermedia. En 2003 no hay diferencias entre niveles del factor. En 2002 solamente se aprecian entre «A» y «CD». En 2001 se puede observar una situación como la de 2005, es decir, «A» resulta distinto de «B» y «A» también diferente de «CD». Para el promedio del período, el nivel «CD» se considera distinto de «A» y también «CD» se estimaría diferente de «B», constituyendo un bloque homogéneo en este caso «A» y «B», sociedades más dispersas y de concentración intermedia. A la luz de tales resultados, cabe referir que las fuertes discrepancias para cada período de tiempo estudiado no permiten inferir una tendencia que pudiese concluir que la concentración o dispersión influya de manera consistente en la rentabilidad financiera, aunque aparezcan diferencias entre niveles.

Al infringir considerablemente las asunciones precisas para efectuar el análisis de varianza, a la transformada de la liquidez se le ha aplicado únicamente KRUSKAL-WALLIS. De la observación de los resultados se puede indicar que para 2005 «A» se muestra diferente de «B» y también «A» sería diferente de «CD». En 2004 solamente se podía estimar esta diferencia de «A» con «CD», esto es, entre los niveles más distantes de los tres escogidos en cuanto a concentración accionarial. En 2003 no hay diferencias significativas. En 2002 y 2001 se aprecian diferencias entre «A» y «CD». Para el promedio de los cinco ejercicios, «A» se muestra diferente a «B» y, asimismo, «A» resultaría diferente de «CD». En conjunto, con estos resultados sí que parece factible interpretar que la concentración del accionariado se pueda asociar a diferencias en liquidez, ya que estas aparecen frecuentemente en las empresas «A» respecto a las del nivel «CD» y también en algún período resulta significativa la distancia frente a las del nivel «B».

Con idéntico fundamento al procedimiento llevado a cabo con el ratio de liquidez, se ha considerado solamente el test no paramétrico de KRUSKAL-WALLIS para la transformada del endeudamiento. La similitud de resultados que se pueden observar para distintos períodos parece evidente, puesto que en 2005, 2004 y 2001, hay diferencias significativas del nivel «A» con «B» y también de «A» con «CD». En 2003 y 2002 y en el promedio de los ejercicios, además de «A» con «B» y de «A» con «CD», hay diferencias significativas entre los niveles «B» y «CD», es decir, todos serían

heterogéneos entre sí respecto del nivel de endeudamiento. En este sentido, podría afirmarse, observándose los diagramas gráficos de caja y bigotes, que la concentración accionarial está relacionada con el endeudamiento: a mayor concentración, más endeudamiento.

7. CONCLUSIONES

El objeto del presente trabajo residía en contrastar si el grado de concentración o de dispersión accionarial puede tener una asociación con las características económico-financieras de las empresas. Para ello se ha obtenido una muestra balanceada de empresas, diferenciando cada una según su adscripción a tres niveles que indicaban mayor concentración, mayor dispersión o un grado intermedio. Posteriormente, se han calculado cuatro ratios básicos a partir de la información de las cuentas anuales de varios ejercicios correspondientes al período 2001-2005, adicionalmente al promedio del ratio para ese período. Estos ratios eran representativos de la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera, la liquidez y el endeudamiento. A continuación, se han analizado las propiedades estadísticas de la distribución de cada ratio para ver la aptitud de cara a efectuar contrastes paramétricos. Tras una transformación, se han mejorado las posibilidades de aplicación de la técnica ANOVA sobre los ratios de rentabilidad económica y rentabilidad financiera. Complementariamente, y para reforzar la consistencia de los resultados, se ha aplicado el contraste no paramétrico de KRUSKAL-WALLIS, cuyas condiciones son menos exigentes. Para los ratios de endeudamiento y de liquidez se ha realizado solamente este último test sobre una transformación de las variables originales, habida cuenta de las dificultades para asumir las hipótesis de adecuación que delimitan la pertinencia del análisis de la varianza.

Las conclusiones que se han extraído de los resultados de los análisis y pruebas efectuados permiten observar diferencias en algunos períodos entre los niveles del factor estudiado, lo cual remite a la existencia de una asociación entre las características económico-financieras y la concentración de la propiedad. Sin embargo, la evidencia resulta débil para la rentabilidad económica, pues apenas se manifiesta en dos ejercicios y se puede estimar significativa entre dos de los niveles, el correspondiente a las firmas de accionariado más concentrado y a las de accionariado más disperso. Tampoco parecen consistentes las variaciones entre niveles de concentración de la propiedad para la rentabilidad financiera, pues la disparidad de resultados entre ejercicios sugiere la presencia de otra variable explicativa que no se ha contemplado en el modelo. Otra de las consecuencias de los resultados obtenidos que pueden enunciarse es que, aunque la potencia de los contrastes estadísticos utilizados en la transformada del ratio de liquidez obligue a tomar con cautela las conclusiones, las empresas con mayor dispersión tenderían a presentar valores más altos de liquidez. Asimismo, los contrastes no paramétricos sobre la transformada del ratio de endeudamiento revelan cierta consistencia en la relación directa, de forma que, a mayor concentración, más endeudamiento.

ANEXO I: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LA DISTRIBUCIÓN DE LOS RATIOS

RENTABILIDAD ECONÓMICA

Ejercicio	Niveles del factor	Frecuencia	Media	Varianza	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Rango	Asimetría tipificada	Curtosis tipificada
2005	A	231	3,84719	19,3356	4,39722	-16,64	21,47	38,11	2,29664	13,3294
	B	231	4,95935	39,5964	6,29257	-11,88	39,94	51,82	12,2196	22,421
	CD	231	5,21061	27,6179	5,25527	-6,49	32,73	39,22	9,81192	12,5328
	Total	693	4,67238	29,1181	5,39612	-16,64	39,94	56,58	17,6832	36,3074
2004	A	231	3,7829	17,5342	4,18738	-6,78	32,26	39,04	11,391	28,5951
	B	231	4,78801	32,8993	5,7358	-14,91	30,06	44,97	7,28058	11,4295
	CD	231	5,12186	22,9173	4,78721	-7,76	20,74	28,5	4,56768	1,99199
	Total	693	4,56426	24,7039	4,9703	-14,91	32,26	47,17	13,1936	21,358
2003	A	231	4,20719	19,6447	4,43223	-4,7	25,46	30,16	7,60725	8,19666
	B	231	4,76723	35,7607	5,98002	-8,38	37,01	45,39	13,5119	24,9511
	CD	231	5,11775	33,8002	5,8138	-16,26	38,01	54,27	6,61635	15,249
	Total	693	4,69739	29,7901	5,45803	-16,26	38,01	54,27	17,5464	34,8305
2002	A	231	3,95208	20,6973	4,54943	-10,36	25,3	35,66	6,07799	9,57627
	B	231	5,09701	40,465	6,36121	-9,5	36,65	46,15	12,2209	18,982
	CD	231	5,07628	36,2944	6,02448	-13,16	29,79	42,95	8,70537	11,7708
	Total	693	4,70846	32,6782	5,71649	-13,16	36,65	49,81	17,9895	29,403
2001	A	231	3,95069	25,2767	5,02759	-31,93	19,86	51,79	-6,28616	37,5316
	B	231	5,54697	38,6624	6,21791	-15,86	38,96	54,82	8,05082	13,3227
	CD	231	5,12498	36,3044	6,02531	-6,55	36	42,55	12,0931	18,7339
	Total	693	4,87421	33,7747	5,8116	-31,93	38,96	70,89	11,6635	37,0881
Promedio cinco ejercicios	A	231	3,94801	12,6437	3,5558	-4,348	20,766	25,114	7,41442	6,51734
	B	231	5,03171	25,9465	5,09377	-4,248	30,32	34,568	11,5066	17,6892
	CD	231	5,13029	21,9197	4,68185	-6,562	24,886	31,448	7,40711	5,98305
	Total	693	4,70334	20,399	4,51652	-6,562	30,32	36,882	17,1996	24,114

RENTABILIDAD FINANCIERA

Ejercicio	Niveles del factor	Frecuencia	Media	Varianza	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Rango	Asimetría tipificada	Curtosis tipificada
2005	A	231	9,59203	151,806	12,321	-82,4	56,68	139,08	-8,27478	45,1819
	B	231	12,8519	191,615	13,8425	-72,07	84,2	156,27	0,716041	27,862
	CD	231	16,0925	184,219	13,5727	-17,17	75,75	92,92	5,64039	5,03518
	Total	693	12,8455	182,425	13,5065	-82,4	84,2	166,6	0,581877	41,3183
2004	A	231	9,13268	93,9914	9,69492	-28,49	76,65	105,14	8,44751	36,4892
	B	231	11,5244	203,186	14,2543	-62,77	51,66	114,43	-4,14299	14,1507
	CD	231	16,091	230,957	15,1973	-59,38	76,84	136,22	-1,65179	15,3851
	Total	693	12,2494	183,881	13,5603	-62,77	76,84	139,61	-0,353952	29,1864
2003	A	231	10,5144	124,862	11,1742	-44,43	63,78	108,21	3,29387	15,6148
	B	231	11,6824	240,888	15,5206	-84,26	74,64	158,9	-7,51615	32,1544
	CD	231	15,7156	412,46	20,3091	-78,71	102,96	181,67	0,424498	20,3402
	Total	693	12,6375	263,626	16,2366	-84,26	102,96	187,22	-0,707261	49,0546
2002	A	231	10,2948	134,52	11,5983	-35,91	58,23	94,14	3,03269	11,8296
	B	231	12,1389	249,195	15,7859	-79,75	64,1	143,85	-8,24562	32,0254
	CD	231	15,9617	314,228	17,7265	-34,61	99,75	134,36	7,52794	14,9994
	Total	693	12,7985	237,553	15,4127	-79,75	99,75	179,5	3,68594	41,3464
2001	A	231	10,1261	140,97	11,8731	-62,63	42,59	105,22	-7,27264	24,3139
	B	231	14,3369	223,62	14,9539	-45,79	65,57	111,36	1,20286	9,62185
	CD	231	17,2504	365,989	19,1308	-52,78	111,96	164,74	7,41332	16,6737
	Total	693	13,9045	251,387	15,8552	-62,63	111,96	174,59	8,39474	34,738
Promedio cinco ejercicios	A	231	9,93201	72,2884	8,50226	-17,224	43,972	61,196	4,21925	7,17457
	B	231	12,5069	126,489	11,2467	-42,304	47,682	89,986	-0,162338	9,44545
	CD	231	16,2222	165,322	12,8578	-20,12	60,532	80,652	4,11763	4,54067
	Total	693	12,8871	127,692	11,3001	-42,304	60,532	102,836	6,59443	13,7449

LIQUIDEZ

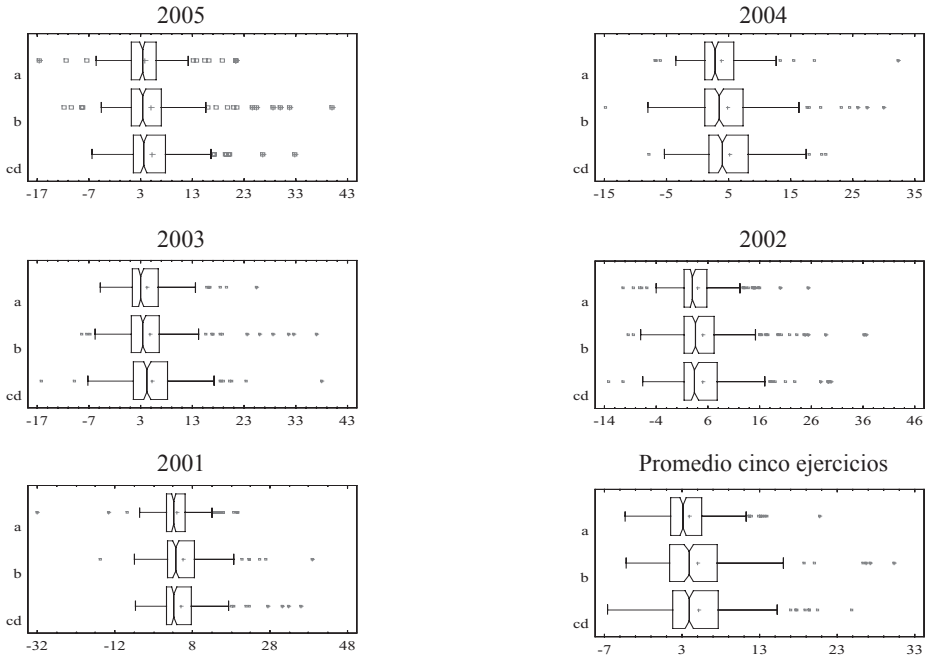
Ejercicio	Niveles del factor	Frecuencia	Media	Varianza	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Rango	Asimetría tipificada	Curtosis tipificada
2005	A	231	2,42169	76,9745	8,77351	0,07	132,68	132,61	89,1601	663,337
	B	231	1,59126	2,0854	1,44409	0,21	14,73	14,52	33,8978	123,979
	CD	231	1,72035	24,542	4,95399	0,12	75,35	75,23	89,4744	666,276
	Total	693	1,9111	34,5675	5,87941	0,07	132,68	132,61	202,29	2091,86
2004	A	231	1,81766	2,64592	1,62663	0,15	12,78	12,63	20,6438	44,2014
	B	231	1,56957	2,25777	1,50259	0,02	19,38	19,36	48,5381	268,203
	CD	231	1,69662	24,1953	4,91887	0,15	75,21	75,06	90,8729	681,315
	Total	693	1,69462	9,6819	3,11158	0,02	75,21	75,19	210,32	2435,26
2003	A	231	1,7419	3,67189	1,91622	0,21	22,47	22,26	41,4212	194,444
	B	231	1,57745	2,46668	1,57057	0,32	19,77	19,45	49,7471	260,51
	CD	231	1,61896	12,2073	3,49389	0,14	53,22	53,08	87,7315	649,33
	Total	693	1,6461	6,10249	2,47032	0,14	53,22	53,08	160,34	1539,16
2002	A	231	1,92355	6,34177	2,51829	0,2	26,83	26,63	35,7648	140,973
	B	231	1,54238	1,19279	1,09215	0,21	11,45	11,24	27,7524	98,9315
	CD	231	1,62584	24,6693	4,96682	0,15	75,72	75,57	90,0261	672,586
	Total	693	1,73059	10,7278	3,27534	0,15	75,72	75,57	189,841	2055,17
2001	A	231	2,9187	232,823	15,2585	0,15	223,36	223,21	83,969	597,658
	B	231	1,48879	1,07766	1,03811	0,06	10,37	10,31	27,2386	87,5678
	CD	231	1,66268	14,4095	3,79598	0,12	57,09	56,97	85,0658	620,234
	Total	693	2,02339	82,9373	9,10699	0,06	223,36	223,3	232,48	2745,88
Promedio cinco ejercicios	A	231	2,1647	17,4679	4,17946	0,314	47,634	47,32	50,4418	236,237
	B	231	1,55389	1,47574	1,2148	0,174	14,478	14,304	38,0061	176,668
	CD	231	1,68489	19,368	4,40091	0,136	67,318	67,182	90,2991	675,485
	Total	693	1,80116	12,8027	3,57808	0,136	67,318	67,182	143,906	1133,91

ENDEUDAMIENTO

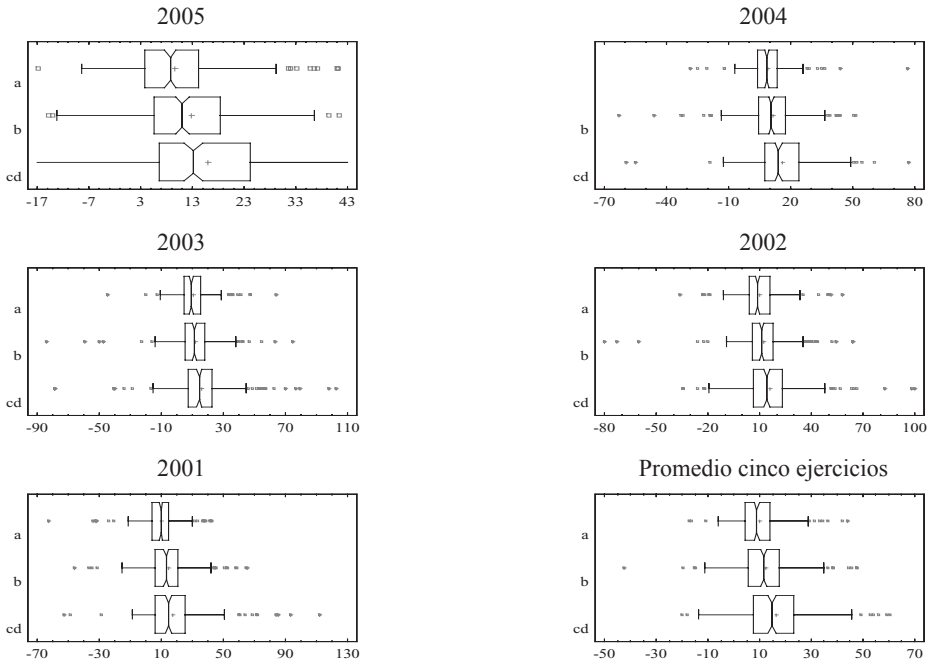
Ejercicio	Niveles del factor	Frecuencia	Media	Varianza	Desviación típica	Mínimo	Máximo	Rango	Asimetría tipificada	Curtosis tipificada
2005	A	231	56,7498	595,916	24,4114	0,27	97,82	97,55	-2,75747	-2,48331
	B	231	61,864	456,362	21,3626	5,96	97,01	91,05	-3,64296	-1,6214
	CD	231	65,0564	422,502	20,5549	13,09	99,08	85,99	-2,54071	-2,40587
	Total	693	61,2234	501,894	22,403	0,27	99,08	98,81	-5,7042	-3,06174
2004	A	231	56,5063	587,199	24,2322	2,61	96,65	94,04	-2,67207	-2,5758
	B	231	61,6894	459,697	21,4405	3,13	97,07	93,94	-3,685	-1,58001
	CD	231	65,4097	401,409	20,0352	13,38	99,04	85,66	-2,69981	-1,96507
	Total	693	61,2018	494,723	22,2424	2,61	99,04	96,43	-5,82983	-2,89012
2003	A	231	56,6363	546,133	23,3695	3,56	96,98	93,42	-2,43594	-2,43785
	B	231	61,56	461,378	21,4797	3,09	96,06	92,97	-3,53406	-1,54692
	CD	231	65,6087	425,628	20,6308	12,83	99,03	86,2	-2,92105	-2,21123
	Total	693	61,2684	489,812	22,1317	3,09	99,03	95,94	-5,39378	-3,22744
2002	A	231	57,2743	582,616	24,1374	3,67	96,24	92,57	-3,09272	-2,13704
	B	231	61,6632	468,342	21,6412	5,05	96,27	91,22	-3,39905	-1,901
	CD	231	66,6988	412,789	20,3172	5,77	99,76	93,99	-3,74861	-1,14768
	Total	693	61,8788	501,354	22,3909	3,67	99,76	96,09	-6,33235	-2,5168
2001	A	231	57,6749	579,777	24,0786	0,45	96,23	95,78	-2,85432	-2,32349
	B	231	62,5946	457,979	21,4004	4,67	99,14	94,47	-3,73092	-1,29718
	CD	231	66,6477	422,839	20,563	4,77	99,63	94,86	-3,8706	-0,602958
	Total	693	62,3057	498,938	22,3369	0,45	99,63	99,18	-6,34931	-2,27646
Promedio cinco ejercicios	A	231	56,9683	544,963	23,3445	4,72	96,396	91,676	-2,75507	-2,38598
	B	231	61,8742	427,863	20,6848	4,38	95,694	91,314	-3,41194	-1,85893
	CD	231	65,8843	379,846	19,4896	12,7	99,028	86,328	-2,95703	-1,77425
	Total	693	61,5756	462,9	21,5151	4,38	99,028	94,648	-5,81951	-2,8315

ANEXO II: GRÁFICO DE CAJA Y BIGOTES

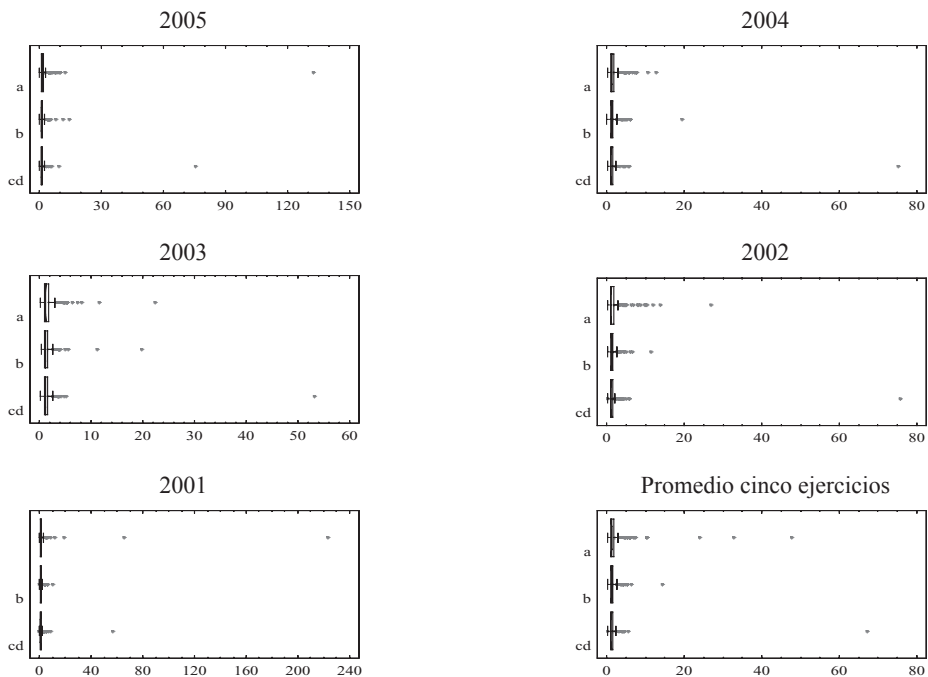
RENTABILIDAD ECONÓMICA



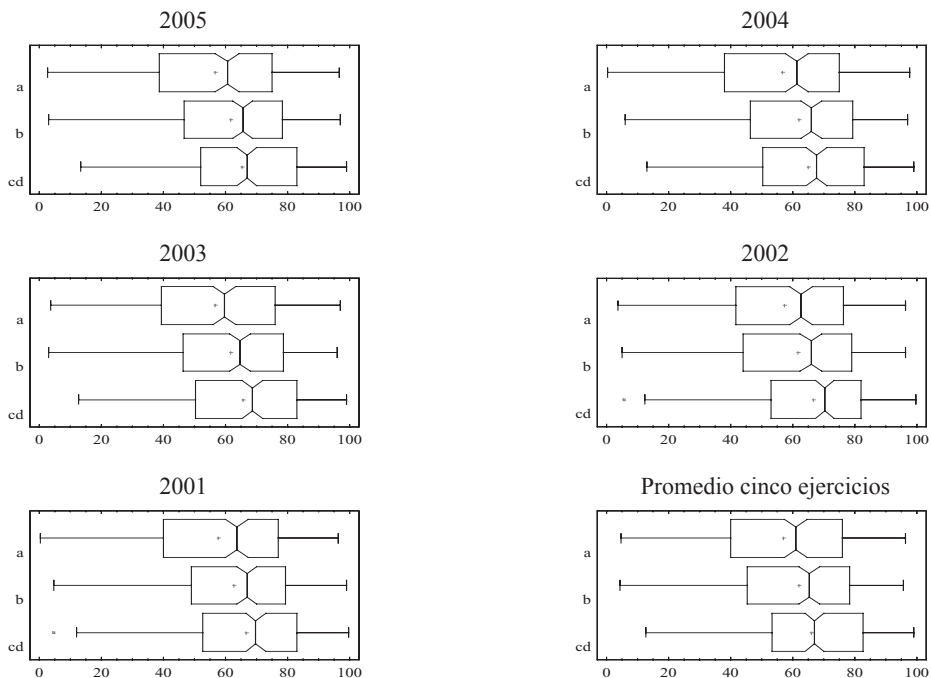
RENTABILIDAD FINANCIERA



LIQUIDEZ



ENDEUDAMIENTO



ANEXO III: CONTRASTE DE VARIANZA**RAÍZ CÚBICA DE RENTABILIDAD ECONÓMICA****Ejercicio 2005**

Contraste C de Cochran: 0,366103	P-valor = 0,298819
Contraste de Bartlett: 1,00855	P-valor = 0,0532509
Contraste de Hartley: 1,33605	
Test de Levene: 0,573519	P-valor = 0,563807

Ejercicio 2004

Contraste C de Cochran: 0,415365	P-valor = 0,00253332
Contraste de Bartlett: 1,0144	P-valor = 0,00727086
Contraste de Hartley: 1,44636	
Test de Levene: 2,44272	P-valor = 0,0876757

Ejercicio 2003

Contraste C de Cochran: 0,373234	P-valor = 0,179568
Contraste de Bartlett: 1,00483	P-valor = 0,190619
Contraste de Hartley: 1,27205	
Test de Levene: 0,709775	P-valor = 0,492113

Ejercicio 2002

Contraste C de Cochran: 0,350251	P-valor = 0,751018
Contraste de Bartlett: 1,00116	P-valor = 0,670798
Contraste de Hartley: 1,12269	
Test de Levene: 0,600973	P-valor = 0,548565

Ejercicio 2001

Contraste C de Cochran: 0,337909	P-valor = 1,0
Contraste de Bartlett: 1,00016	P-valor = 0,946247
Contraste de Hartley: 1,03993	
Test de Levene: 0,750745	P-valor = 0,4724

Promedio cinco ejercicios

Contraste C de Cochran: 0,383981	P-valor = 0,0743535
Contraste de Bartlett: 1,0073	P-valor = 0,0817535
Contraste de Hartley: 1,34382	
Test de Levene: 1,08667	P-valor = 0,337915

RAÍZ CÚBICA DE RENTABILIDAD FINANCIERA

Ejercicio 2005

Contraste C de Cochran: 0,382688	P-valor = 0,0832807
Contraste de Bartlett: 1,00702	P-valor = 0,0899447
Contraste de Hartley: 1,33637	
Test de Levene: 0,439411	P-valor = 0,644596

Ejercicio 2004

Contraste C de Cochran: 0,420569	P-valor = 0,00128616
Contraste de Bartlett: 1,02068	P-valor = 0,00086997
Contraste de Hartley: 1,64079	
Test de Levene: 1,6873	P-valor = 0,185781

Ejercicio 2003

Contraste C de Cochran: 0,41106	P-valor = 0,00432664
Contraste de Bartlett: 1,01781	P-valor = 0,00228817
Contraste de Hartley: 1,58726	
Test de Levene: 1,12382	P-valor = 0,32563

Ejercicio 2002

Contraste C de Cochran: 0,378633	P-valor = 0,117316
Contraste de Bartlett: 1,00618	P-valor = 0,119678
Contraste de Hartley: 1,31313	
Test de Levene: 1,09076	P-valor = 0,33654

Ejercicio 2001

Contraste C de Cochran: 0,370756	P-valor = 0,215795
Contraste de Bartlett: 1,00345	P-valor = 0,305927
Contraste de Hartley: 1,22029	
Test de Levene: 1,36023	P-valor = 0,257288

Promedio cinco ejercicios

Contraste C de Cochran: 0,380957	P-valor = 0,0966361
Contraste de Bartlett: 1,00862	P-valor = 0,0520114
Contraste de Hartley: 1,37506	
Test de Levene: 0,297572	P-valor = 0,742714

ANEXO IV: ANOVA DE UN FACTOR

RAÍZ CÚBICA DE RENTABILIDAD ECONÓMICA

Ejercicio 2005

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	5,31602	2	2,65801	3,36	0,0354
Intra grupos	546,331	690	0,791784		
Total (corr.)	551,647	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,25977	0,058546	1,17863	1,3409
B	231	1,39324	0,058546	1,3121	1,47438
CD	231	1,47196	0,058546	1,39082	1,5531
Total	693	1,37499			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,25977	X	A-B	-0,133472	0,162279
B	231	1,39324	X X	A-CD	*-0,212196	0,162279
CD	231	1,47196	X X	B-CD	-0,0787234	0,162279

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2004

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	4,10751	2	2,05375	2,52	0,0810
Intra grupos	561,795	690	0,814195		
Total (corr.)	565,902	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,27735	0,0593688	1,19507	1,35963
B	231	1,32975	0,0593688	1,24747	1,41203
CD	231	1,46043	0,0593688	1,37815	1,54271
Total	693	1,35584			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,27735	X	A-B	-0,0523989	0,164559
B	231	1,32975	X X	A-CD	*-0,183084	0,164559
CD	231	1,46043	X X	B-CD	-0,130686	0,164559

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2003

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	0,535518	2	0,267759	0,29	0,7505
Intra grupos	643,448	690	0,932534		
Total (corr.)	643,984	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,30901	0,0635369	1,22095	1,39706
B	231	1,34209	0,0635369	1,25403	1,43015
CD	231	1,37709	0,0635369	1,28903	1,46515
Total	693	1,34273			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,30901	X	A-B	-0,0330824	0,176113
B	231	1,34209	X	A-CD	-0,068083	0,176113
CD	231	1,37709	X	B-CD	-0,0350005	0,176113

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2002

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	1,41722	2	0,708609	0,80	0,4510
Intra grupos	613,255	690	0,888775		
Total (corr.)	614,672	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,29051	0,0620283	1,20455	1,37648
B	231	1,39425	0,0620283	1,30829	1,48022
CD	231	1,37601	0,0620283	1,29005	1,46198
Total	693	1,35359			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,29051	X	A-B	-0,103742	0,171931
B	231	1,37601	X	A-CD	-0,0855004	0,171931
CD	231	1,39425	X	B-CD	0,0182414	0,171931

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2001

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	2,52555	2	1,26278	1,46	0,2333
Intra grupos	597,448	690	0,865867		
Total (corr.)	599,974	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,30916	0,0612237	1,22431	1,39401
B	231	1,45704	0,0612237	1,37219	1,54189
CD	231	1,38297	0,0612237	1,29812	1,46782
Total	693	1,38306			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,30916	X	A-B	-0,147872	0,169701
B	231	1,45704	X	A-CD	-0,0738088	0,169701
CD	231	1,38297	X	B-CD	0,0740636	0,169701

* Indica una diferencia significativa.

Promedio cinco ejercicios

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	1,92858	2	0,964291	1,61	0,2001
Intra grupos	412,615	690	0,597993		
Total (corr.)	414,544	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,36194	0,0508794	1,29142	1,43245
B	231	1,44506	0,0508794	1,37454	1,51557
CD	231	1,48918	0,0508794	1,41867	1,55969
Total	693	1,43206			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,36194	X	A-B	-0,0831217	0,141028
B	231	1,44506	X	A-CD	-0,127243	0,141028
CD	231	1,48918	X	B-CD	-0,0441209	0,141028

* Indica una diferencia significativa.

RAÍZ CÚBICA DE RENTABILIDAD FINANCIERA

Ejercicio 2005

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	26,246	2	13,123	8,71	0,0002
Intra grupos	1039,77	690	1,50691		
Total (corr.)	1066,02	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,7301	0,0807678	1,61817	1,84204
B	231	2,00279	0,0807678	1,89085	2,11473
CD	231	2,20506	0,0807678	2,09313	2,317
Total	693	1,97932			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,7301	X	A-B	*-0,272686	0,223873
B	231	2,00279	X	A-CD	*-0,474958	0,223873
CD	231	2,20506	X	B-CD	-0,202272	0,223873

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2004

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	2,317	2	11,771	7,05	0,0009
Intra grupos	1152,55	690	1,67037		
Total (corr.)	1176,1	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,75986	0,0850355	1,64201	1,87771
B	231	1,84142	0,0850355	1,72357	1,95927
CD	231	2,18519	0,0850355	2,06734	2,30304
Total	693	1,92883			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,75986	X	A-B	-0,0815577	0,235702
B	231	1,84142	X	A-CD	*-0,425332	0,235702
CD	231	2,18519	X	B-CD	*-0,343774	0,235702

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2003

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	6,50791	2	3,25395	1,62	0,1986
Intra grupos	1385,65	690	2,00819		
Total (corr.)	1392,16	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,81096	0,0932388	1,68174	1,94018
B	231	1,88226	0,0932388	1,75304	2,01148
CD	231	2,04269	0,0932388	1,91347	2,17191
Total	693	1,91197			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,81096	X	A-B	-0,0712964	0,25844
B	231	1,88226	X	A-CD	-0,231727	0,25844
CD	231	2,04269	X	B-CD	-0,16043	0,25844

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2002

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	7,63849	2	3,81924	2,05	0,1299
Intra grupos	1287,5	690	1,86595		
Total (corr.)	1295,14	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,80759	0,089876	1,68303	1,93215
B	231	1,95274	0,089876	1,82818	2,0773
CD	231	2,06401	0,089876	1,93945	2,18857
Total	693	1,94145			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,80759	X	A-B	-0,145146	0,249119
B	231	1,95274	X X	A-CD	*-0,256421	0,249119
CD	231	2,06401	X	B-CD	-0,111275	0,249119

* Indica una diferencia significativa.

Ejercicio 2001

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	11,8477	2	5,92383	3,32	0,0366
Intra grupos	1229,42	690	1,78176		
Total (corr.)	1241,26	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,82948	0,0878252	1,70776	1,95119
B	231	2,07564	0,0878252	1,95392	2,19735
CD	231	2,13	0,0878252	2,00829	2,25172
Total	693	2,01171			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,82948	X	A-B	*-0,246159	0,243435
B	231	2,07564	X	A-CD	*-0,300526	0,243435
CD	231	2,13	X	B-CD	-0,0543668	0,243435

* Indica una diferencia significativa.

Promedio cinco ejercicios

Análisis de la varianza

Fuente	Sumas de cuadrados	Grados de libertad	Cuadrado medio	Cociente-F	P-valor
Entre grupos	15,6251	2	7,81257	6,33	0,0019
Intra grupos	850,941	690	1,23325		
Total (corr.)	866,566	692			

Tabla de medias con 95,0 intervalos LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Error estándar (s agrupada)	Límite inferior	Límite superior
A	231	1,87274	0,0730667	1,77147	1,974
B	231	2,01066	0,0730667	1,9094	2,11193
CD	231	2,23699	0,0730667	1,9094	2,33825
Total	693	2,04013			

Contraste múltiple de rango. Método: 95,0 porcentaje LSD

Nivel	Frecuencia	Media	Grupos homogéneos	Contraste	Diferencias	+/- Límites
A	231	1,87274	X	A-B	-0,137924	0,202527
B	231	2,01066	X	A-CD	*-0,364249	0,202527
CD	231	2,23699	X	B-CD	*-0,226326	0,202527

* Indica una diferencia significativa.

ANEXO V: CONTRASTE DE KRUSKAL-WALLIS

RENTABILIDAD ECONÓMICA

Ejercicio 2005

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	325,68
B	231	348,959
CD	231	366,361

Estadístico = 4,80267 P-valor = 0,0905967

Ejercicio 2003

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	332,448
B	231	343,175
CD	231	365,377

Estadístico = 3,25124 P-valor = 0,19679

Ejercicio 2001

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	328,504
B	231	365,92
CD	231	346,576

Estadístico = 4,03595 P-valor = 0,132925

Ejercicio 2004

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	315,695
B	231	349,045
CD	231	376,26

Estadístico = 10,6071 P-valor = 0,0049738

Ejercicio 2002

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	328,522
B	231	356,515
CD	231	355,963

Estadístico = 2,9529 P-valor = 0,228447

Promedio cinco ejercicios

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	318,814
B	231	356,229
CD	231	365,957

Estadístico = 7,14121 P-valor = 0,0281389

RENTABILIDAD FINANCIERA

Ejercicio 2005

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	297,117
B	231	349,249
CD	231	394,634

Estadístico = 27,449 P-valor = 0,00000109526

Ejercicio 2003

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	307,364
B	231	340,84
CD	231	392,797

Estadístico = 21,3621 P-valor = 0,0000229768

Ejercicio 2001

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	299,829
B	231	360,842
CD	231	380,329

Estadístico = 20,3316 P-valor = 0,0000384636

Ejercicio 2004

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	289,476
B	231	341,097
CD	231	410,426

Estadístico = 42,4596 P-valor = 6,0257E-10

Ejercicio 2002

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	306,965
B	231	348,106
CD	231	385,929

Estadístico = 17,9794 P-valor = 0,000124685

Promedio cinco ejercicios

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	289,342
B	231	346,403
CD	231	405,255

Estadístico = 38,7233 P-valor = 3,90242E-9

LIQUIDEZ**Ejercicio 2005**

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	378,374
B	231	342,985
CD	231	319,641

Estadístico = 10,0816 P-valor = 0,00646851

Ejercicio 2003

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	359,742
B	231	348,959
CD	231	332,299

Estadístico = 2,20386 P-valor = 0,33223

Ejercicio 2001

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	356,829
B	231	352,872
CD	231	331,299

Estadístico = 2,17671 P-valor = 0,336769

Ejercicio 2004

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	371,823
B	231	341,991
CD	231	327,186

Estadístico = 5,95915 P-valor = 0,0508145

Ejercicio 2002

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	354,284
B	231	358,407
CD	231	328,31

Estadístico = 3,06947 P-valor = 0,215513

Promedio cinco ejercicios

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	365,024
B	231	347,991
CD	231	327,985

Estadístico = 3,96209 P-valor = 0,137925

ENDEUDAMIENTO**Ejercicio 2005**

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	312,067
B	231	350,416
CD	231	378,517

Estadístico = 12,826 P-valor = 0,00164007

Ejercicio 2003

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	307,571
B	231	348,69
CD	231	384,738

Estadístico = 17,1852 P-valor = 0,000185471

Ejercicio 2001

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	310,117
B	231	347,409
CD	231	383,474

Estadístico = 15,5094 P-valor = 0,000428714

Ejercicio 2004

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	310,177
B	231	350,299
CD	231	380,524

Estadístico = 14,3552 P-valor = 0,000763501

Ejercicio 2002

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	310,0
B	231	342,831
CD	231	388,169

Estadístico = 17,7594 P-valor = 0,000139187

Promedio cinco ejercicios

Nivel	Tamaño muestral	Rango promedio
A	231	308,697
B	231	348,719
CD	231	383,584

Estadístico = 16,1873 P-valor = 0,000305474

Bibliografía

- ADAMS, R. B.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. [2003]: *Powerful CEOs and their impact on corporate performance*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers Series.
- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. [1996]: «Firm value and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.º 31, págs. 377-397.
- AGRAWAL, A.; NAGARAJAN, N. J. [1990]: «Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of all-equity firms», *The Journal of Finance*, vol. XLV, n.º 4, págs. 1.325-1.331.
- ALCHIAN, A. A.; WOODWARD, S. [1988]: «The firm is dead: long live to the firm. A review of Oliver E. Williamson's *The Economic Institutions of Capitalism*», *Journal of Economic Literature*, vol. 26, págs. 65-79.
- BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H. N. [1985]: «Corporate governance and the board of directors: Value effects of changes in board composition», *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 1, págs. 101-124.
- BEDINGFELD, J. P.; RECKERS, P. M.; STAGLIANO, A. J. [1985]: «Distributions of financial ratios in the commercial banking industry», *Journal of Financial Research*, vol. 8, n.º 1, págs. 77-81.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. [1999]: «The uncertain relationship between board composition and firm value», *Business Lawyer*, n.º 54, págs. 921-963.
- [2000]: *Board independence and long term firm value*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper, n.º 143.
- BYRD, J. W.; HICKMAN, K. A. [1992]: «Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids», *Journal of Financial Economics*, n.º 32, págs. 195-222.
- CAÑIBANO CALVO, L. [2004]: «Información financiera y gobierno de la empresa», *Revista de Contabilidad*, vol. 7, n.º 13, págs. 19-74.
- CARLETON, W. T.; NELSON, J. M.; WEISBACH, M. S. [1998]: «The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF», *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 4, págs. 1.335-1.362.
- CARNEY, M.; GEDAJLOVIC, E. R. [2002]: «The co-evolution of institutional environments and organizational strategies: the rise of family business groups in the ASEAN region», *Organization Studies*, vol. 23, n.º 1, págs. 1-29.
- CHARAN, R. [2005]: *El consejo de administración como ventaja competitiva*, Ed. Deusto.
- CHEN, C.; STEINER, T. L. [1999]: «Managerial ownership and agency conflicts: a nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy», *Financial Review*, vol. 34, n.º 1, págs. 119-136.
- DALTON D. R.; DAILY, C. M.; ELLSTRAND, A. E.; JOHNSON, J. L. [1998]: «Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance», *Strategic Management Journal*, vol. 19, n.º 3, págs. 269-290.
- DALTON, D. R.; DAILY, C. M.; JOHNSON, J. L.; ELLSTRAND, A. E. [1999]: «Number of directors and financial performance: a meta-analysis», *Academy of Management Journal*, vol. 42, págs. 674-686.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. [1985]: «The structure of corporate ownership: causes and consequences», *Journal of Political Economy*, vol. 93, págs. 1.155-1.177.

- DEPOERS, F. [2000]: «A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies», *The European Accounting Review*, vol. 9, págs. 245-263.
- DÍAZ DÍAZ, B. [2000]: «Comportamiento supervisor y beneficios privados de la propiedad accionarial: una análisis empírico para el caso español», Tesis Doctoral, Universidad de Cantabria, www.tesisenred.net
- DONCKELS, R.; FRÖHLICH, E. [1991]: «Are family businesses really different?, European experiences from STRATOS», *Family Business Review*, vol. 7, págs. 149-160.
- EISENHARDT, K. M. [1989]: «Agency theory: an assessment and review», *Academy of Management Review*, vol. 14, págs. 57-74.
- EZZAMEL, M.; MAR-MOLINERO, C.; BEECHER, A. [1987]: «On the Distributional Properties of Financial Ratios», *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 14, n.º 4, págs. 463-481.
- FORBES D. P.; MILLIKEN F. J. [1999]: «Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups», *Academy of Management Review*, vol. 24, n.º 3, págs. 489-505.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS [2003]: *Estudio para la Mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los conflictos de Intereses*, Papeles de la Fundación, n.º 1.
- GAGO RODRÍGUEZ, S. [1996]: *La Relación de Agencia en la Empresa. Análisis y Control de los Costes de Agencia*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
- GALVE, C.; SALAS, V. [1993]: «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, vol. XVII, n.º 2, págs. 207-238.
- [1995]: «Propiedad y eficiencia de la empresa: Teoría y evidencia empírica», *Información Comercial Española*, n.º 740, págs. 119-129.
- [1997]: «Propiedad y control de la empresa española», *Revista del Colegio de Economistas*, n.º 73, págs. 70-78.
- GARCÍA-AYUSO CORVASÍ, M. [1995]: «La necesidad de llevar a cabo un replanteamiento de la investigación en materia de análisis de la información financiera», *Análisis Financiero*, n.º 66, págs. 36-61.
- GEDAJLOVIC, E. R.; SHAPIRO, D. M. [1998]: «Management and ownership effects: evidence from five countries», *Strategic Management Journal*, vol. 19, págs. 533-553.
- GILLAN, S. A.; STARKS, L. T. [2000]: «Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors», *Journal of Financial Economics*, vol. 57, n.º 2, págs. 275-305.
- HAMBRICK, D.; FINKELSTEIN, S. [1987]: «Managerial discretion: a bridge between polar views of organizational outcomes», en CUMMINGS L. L.; STAW, B. M. (eds.): *Research in organizational behavior*, vol. 9, págs. 369-406, Greenwich CT JAI Press.
- HAMILTON, R. T.; FOX, M. A. [1998]: «The Financing Preferences of Small Firm Owners», *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, vol. 4, n.º 3, págs. 239-248.
- HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. [2002]: «Toward a single model of corporate law?», en MCCAHERY, J. A.; MOERLAND, P.; RAAIJMAKERS, T.; RENNEBOOG, L. (eds.): *Corporate governance regimes: convergence and diversity*, págs. 56-81, Oxford University Press.
- HART, O. [1995]: «Corporate Governance: Some theory and implications», *The Economic Journal*, vol. 105, págs. 678-689.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. W. [1991]: «The effects of board composition and direct incentives on firm value», *Financial Management*, vol. 20, n.º 4, págs. 101-112.
- HOSSAIN, M.; TAN, L. M.; ADAMS, M. [1994]: «Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange», *The International Journal of Accounting*, vol. 29, págs. 334-351.

- JENSEN, M.; MECKLING, W. [1976]: «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and the ownership structure», *Journal of Financial Economics*, n.º 3, págs. 305-360.
- KINI, O.; KRACAW, W.; MIAN, S. [1995]: «Corporate takeovers, firm performance, and board composition», *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, págs. 383-412.
- LEECH, D.; LEAHY, J. [1991]: «Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies», *Economic Journal*, vol. 101, págs. 1.418-1.437.
- LÓPEZ PÉREZ, M. V.; GARCÍA SANTANA, A.; RODRÍGUEZ ARIZA, L. [2006]: «Gobierno corporativo y desempeño financiero: un estudio empírico», *Revista de Economía*, n.º 37, págs. 31-43.
- LUBATKIN, M. H.; LANE, P. J.; COLLIN, S. O.; VERY, P. [2005]: «Origins of corporate governance in the USA, Sweden and France», *Organization Studies*, vol. 26, n.º 6, págs. 867-888.
- MACAVOY, P. W.; MILLSTEIN, I. M. [1999]: «The active board of directors and its effect on the value of the large publicly traded corporation», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, n.º 4, págs. 8-20.
- MAUG, E. [1998]: «Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?», *Journal of Finance*, vol. 53, págs. 65-92.
- MELLE HERNÁNDEZ, M. [1998]: *Fundamentos teóricos del gobierno de empresas. Una aplicación a las empresas españolas [1991-96]*, Documento de trabajo, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, n.º 145.
- MERCIER, S. [2004]: «La théorie des parties prenantes: une synthèse de la littérature», Seminario *Stakeholders and Corporate Social Responsibility*, CNAM, Chaire DSO, Caisse des Dépôts et Consignations Research Institute.
- MERIC, I.; WEIDMAN, S. M.; WELSH, C. N.; MERIC, G. [2002]: «A comparison of the financial characteristics of U. S., E. U. and Japanese manufacturing firms», *American Business Review*, vol. 20, n.º 2, págs. 119-125.
- MÍNGUEZ VERA, A. [2006]: *Política de dividendos, riesgo, endeudamiento y estructura de propiedad: un análisis para el mercado español*, Documento de trabajo, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- MÍNGUEZ VERA, A.; MARTÍN UGEDO, J. F. [2003]: *El consejo de administración como mecanismo de control: Evidencia para el mercado español*, Documento de trabajo, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, WP-EC 2003-02.
- [2004]: «¿Afecta el poder de la dirección al rendimiento de la empresa? Evidencia para el mercado español», *XII Foro de Finanzas*, Barcelona.
- MISHRA, C. S.; MCCONAUGHY, D. [1999]: «Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt», *Entrepreneurship: Theory & Practice*, vol. 23, n.º 4, págs. 53-64.
- MONTERREY MAYORAL, J. [2004]: «Información contable y gobierno corporativo», *Revista de Contabilidad*, vol. 7, n.º extraordinario, págs. 89-122.
- NORIA, N.; JOYCE, W.; ROBERTSON, B. [2003]: «What really works», *Harvard Business Review*, julio, págs. 43-52.
- OTTEN, J.; HEUGENS, P.; SCHENK, H. [2006]: *Corporate governance reforms and firm ownership around the world*, Tjalling C. Koopmans Research Intitute. Discussion Paper Series n.º 06/01.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. [1997]: «European patterns of corporate ownership: a twelve-country study», *Journal of International Business Studies*, vol. 28, n.º 4, págs. 759-778.
- RAFFOURNIER, B. [1995]: «The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies», *The European Accounting Review*, vol. 4, págs. 261-280.
- ROSENSTEIN, S.; WYATT, J. G. [1990]: «Outside directors, board independence and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, vol. 26, págs. 175-191.

- SCHULZE, W. S.; LUBATKIN, M. H.; DINO, R. N. [2003]: «Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms», *Academy of Management Journal*, vol. 46, n.º 2, págs. 179.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. [1986]: «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, vol. 94, págs. 461-489.
- [1997]: «A survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 2, págs. 737-783.
- SHRADER, C. B.; HOFFMAN, A. N.; STEARNS, T. M. [1991]: «Agency directors and network centrality: an examination of resource dependencies», *Journal of Managerial Issues*, vol. 3, págs. 46-61.
- THOMSEN, S. [2005]: «Corporate governance as a determinant of corporate value?», *Corporate Governance*, vol. 5, n.º 4, págs. 10-27.
- THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. [2000]: «Ownership structure and economic performance in the largest European companies», *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 689-705.
- URIEL JIMÉNEZ, E. [1995]: *Análisis de datos. Series temporales y análisis multivariante*, Editorial AC.
- WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. [1986]: *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall.
- WHITLEY, R. [1999]: *Divergent capitalisms: the social structuring and change of business systems*, Oxford University Press.
- YERMACK, D. [1996]: «Higher market valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, vol. 40, págs. 185-211.