

# LA INFLUENCIA DE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD SOBRE LA REPUTACIÓN CORPORATIVA. EVIDENCIA EMPÍRICA PARA EL CASO ESPAÑOL

**JUAN BAUTISTA DELGADO GARCÍA**  
**ESTHER DE QUEVEDO PUENTE**  
**VIRGINIA BLANCO MAZAGATOS**

*Profesores Colaboradores y Titular. Departamento de  
Economía y Administración de Empresas. Facultad de  
Ciencias Económicas y Empresariales.  
Universidad de Burgos*



Este trabajo ha obtenido el 2.º **Premio Estudios Financieros 2008** en la modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Eduardo BUENO CAMPOS, don Sotero AMADOR FERNÁNDEZ, don Manuel GARCÍA-Ayuso COVARSI, don Juan MONTERREY MAYORAL, don Javier ROMANO APARICIO y don Enrique VILLANUEVA GARCÍA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

## **Extracto:**

**DIRECTIVOS** y académicos coinciden en reconocer a la reputación corporativa como una de las principales fuentes de ventaja competitiva. La importancia de este activo no ha hecho sino aumentar el interés por el estudio de los factores que influyen en su consolidación. En este sentido, el objeto de este trabajo es analizar la influencia de la estructura de propiedad en la reputación corporativa. En particular, analizamos la influencia de la

.../...

.../...

propiedad y naturaleza del principal accionista, de la presencia de un segundo accionista y de la propiedad de los consejeros sobre la reputación corporativa. Nuestros resultados, para un panel de empresas españolas cotizadas para el período 2000-2004, muestran una relación curvilínea tanto entre la concentración de la propiedad en manos del principal accionista y la reputación corporativa, como en el caso de la propiedad de los consejeros. La presencia de un segundo accionista con suficiente poder para controlar al principal accionista consolida la reputación corporativa. Finalmente, la naturaleza del principal accionista también parece influir en las percepciones de los *stakeholders* que conforman la reputación corporativa.

**Palabras clave:** reputación corporativa, estructura de propiedad, *stakeholders* y distribución del valor.

## Sumario

1. Introducción.
2. Reputación corporativa y expectativas sobre la distribución del valor creado.
3. Estructura de propiedad, expectativas de expropiación y reputación corporativa.
4. Método.
  - 4.1. Reputación corporativa.
  - 4.2. Estructura de propiedad.
  - 4.3. Variables de control.
5. Resultados.
6. Conclusiones.

Bibliografía.

Anexo.

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha producido un creciente interés por el estudio de la reputación corporativa, que surge, por un lado, de las percepciones de los directivos que han caracterizado este activo como el más relevante de la empresa (HALL 1992, 1993). Por otro lado, la investigación ha confirmado estas percepciones de los gestores y ha evidenciado un efecto positivo de la reputación corporativa en el rendimiento de las empresas (BLACK, CARNES y RICHARDSON, 1999; CORDEIRO y SAMBHARYA, 1997; DEEPHOUSE, 1997; DUNBAR y SCHWALBACH, 2000; FERNÁNDEZ y LUNA, 2007; ROBERTS y DOWLING, 1997, 2002; SRIVASTAVA, MCINISH, WOOD y CAPRARO 1997; VERGIN y QUORONFLEH, 1998). Esto no ha hecho sino aumentar el interés y ampliarlo a los factores que favorecen la creación y consolidación de este activo (BASDEO, SMITH, GRIMM, RINDOVA y DERFUS, 2006; BRAMMER y MILLINGTON 2005; BRAMMER y PAVELIN 2006; FOMBRUN y SHANLEY 1990; WILLIAMS, SCHNAKE y FREDENBERGER, 2005). De entre los diversos factores, los directivos han señalado al gobierno corporativo como uno de los más influyentes (HILL&KNOWLTON, 2004); sin embargo, esta relación apenas ha sido analizada. Nuestra investigación trata de avanzar en esta línea, centrándose en un mecanismo que ha ocupado un lugar importante en el debate del gobierno de las empresas, su estructura de propiedad. Las escasas evidencias se reducen a los trabajos de FOMBRUN y SHANLEY (1990), BRAMMER y MILLINGTON (2005) y BRAMMER y PAVELIN (2006) que han encontrado evidencia de la relación entre estructura de propiedad y reputación corporativa, aunque sus análisis se centran únicamente sobre el impacto de la propiedad institucional. Desde nuestro punto de vista, esta no es la única característica de la estructura de propiedad que puede influir en la reputación corporativa.

En efecto, la reputación corporativa se construye a través de la agregación de las expectativas de los distintos agentes económicos sobre el comportamiento futuro de la empresa. Debido a las asimetrías informativas, estos agentes generan sus propias expectativas a partir de información muy variada que recogen e interpretan de su entorno (BRAMMER y MILLINGTON, 2005; BRAMMER y PAVELIN, 2006; FOMBRUN y SHANLEY, 1990). Cabe pensar, además, que los cambios en el contexto varían la información con la que los agentes construyen sus expectativas sobre el comportamiento futuro de la empresa. En este sentido, el intenso debate social que se ha generado a raíz de los múltiples escándalos corporativos y la consolidación de la preocupación por el buen gobierno de las empresas puede haber introducido las características del gobierno corporativo y, en particular, de su estructura de propiedad como uno de los criterios para generar expectativas sobre el comportamiento futuro de la empresa. En este sentido, si la estructura de propiedad genera expectativas en los agentes econó-

micos, no solo se tratará de un mecanismo de gobierno corporativo sino que además podría influir en la acumulación y captación de los recursos de la empresa. Esta investigación pretende analizar si en el contexto español las características de la estructura de propiedad son determinantes en la formación de expectativas y, por ende, en la creación y consolidación de la reputación corporativa. Para ello, este trabajo se centra en la influencia de cuatro características de la estructura de propiedad: la concentración en manos del principal y del segundo accionista, la propiedad de los consejeros y la naturaleza del principal accionista en una muestra de empresas españolas cotizadas.

Nuestro trabajo realiza las siguientes contribuciones. En primer lugar, proporciona una nueva evidencia a la escasa investigación sobre los factores que favorecen la reputación corporativa, y, en particular, al reducido número de trabajos que han analizado la influencia de la estructura de propiedad en la reputación corporativa. Por otra parte, también contribuye a la literatura sobre la estructura de propiedad. Esta literatura se ha centrado fundamentalmente en analizar el efecto de la estructura de propiedad sobre el grado de expropiación en la empresa. Sin embargo, además de este efecto inmediato sobre los resultados empresariales, las características de la estructura de propiedad pueden generar expectativas sobre el reparto futuro del valor de la empresa y, por tanto, influir en la consolidación de la reputación corporativa, que tiene una repercusión más a largo plazo sobre los resultados de la empresa.

El resto del trabajo se estructura de la forma siguiente. En primer lugar, introducimos la reputación corporativa que se genera a través de la agregación de las expectativas individuales de los participantes y explicamos cómo cualquier característica que determine el reparto del valor puede influir en estas expectativas. En el segundo apartado, desarrollamos las hipótesis que relacionan la estructura de la propiedad con la reputación corporativa. El tercer apartado describe la muestra, variables y metodología; el cuarto expone los resultados. Finalmente, concluimos con la discusión de nuestros resultados, su relación con la literatura previa y las potenciales direcciones de investigación futura.

## 2. REPUTACIÓN CORPORATIVA Y EXPECTATIVAS SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DEL VALOR CREADO

En la literatura podemos encontrar múltiples definiciones de reputación corporativa. WARTICK (1992: 34) define reputación corporativa como «la agregación de las percepciones de cada uno de los participantes sobre cómo la organización responde y satisface a las demandas y expectativas de los *stakeholders* de la organización». Una definición muy similar es la propuesta por FOMBRUN (2002: 9), para quien la reputación corporativa es «una representación colectiva de las acciones pasadas de la compañía y expectativas de futuro que describen cómo los aportantes de recursos interpretan las iniciativas de la compañía y valoran su habilidad para distribuir el valor generado». WADDOCK (2000: 323) propone que la «reputación corporativa es la capacidad percibida de la organización para satisfacer las expectativas de los *stakeholders*». Finalmente, SANDBERG (2002: 5) establece que la «reputación corporativa es la predictibilidad del comportamiento de la compañía y la probabilidad de que satisfaga las expectativas». Estas definiciones reflejan que la reputación corporativa es un activo

basado en percepciones sobre la capacidad de la empresa para satisfacer a sus participantes y que se construye a través de la agregación de las expectativas, no de uno o varios, sino de múltiples *stakeholders*.

La satisfacción de las demandas de todos y cada uno de los participantes no solo depende de que la empresa genere suficiente valor, sino también del nivel de expropiación en su reparto. Los agentes económicos construyen sus expectativas sobre la potencial satisfacción futura de sus demandas interpretando toda la información disponible que les ayude a anticipar tanto el valor futuro de la empresa como su reparto. En este sentido, cualquier característica que influya en las expectativas de los agentes económicos sobre la creación de valor o su reparto, afectará a la reputación corporativa.

### 3. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD, EXPECTATIVAS DE EXPROPIACIÓN Y REPUTACIÓN CORPORATIVA

En las últimas décadas tanto la investigación académica como los informes de buen gobierno de las empresas han puesto de manifiesto cómo determinadas características de las estructuras de propiedad de las empresas pueden favorecer o dificultar la expropiación de rentas entre participantes (ANDRÉS, AZOFRA y RODRÍGUEZ, 2000; DEMSETZ y LEHN, 1985; GALVE y SALAS, 1993; MORCK, SHLEIFER y VISHNY, 1988). Los escándalos corporativos acaecidos en los últimos años y la divulgación de los resultados de esta línea de investigación permiten esperar que los agentes económicos interpreten las características de la estructura de propiedad de la empresa para anticipar las posibilidades de expropiación en el reparto del valor futuro. Estas expectativas sobre el reparto futuro del valor determinarán la capacidad percibida de la empresa para satisfacer a sus participantes y, por tanto, crearán y consolidarán la reputación de la empresa.

De hecho, la evidencia disponible, aunque todavía escasa y centrada exclusivamente en el ámbito anglosajón, sí que evidencia relación entre estructura de propiedad y reputación corporativa. En particular, el trabajo de FOMBRUN y SHANLEY (1990) muestra, para las empresas incluidas en el *ranking* de la revista *Fortune*, que la propiedad institucional favorece la reputación de las empresas. Para el caso de las empresas del Reino Unido, BRAMMER y MILLINGTON (2005) y BRAMMER y PAVELIN (2006) evidencian que la reputación está positivamente condicionada por la magnitud de la propiedad institucional estable. En este sentido, parece interesante plantearse si esta evidencia es trasladable al ámbito español. Por otra parte, es posible que además de la propiedad institucional, otras características también visibles de la estructura de propiedad de la empresa puedan generar expectativas sobre el comportamiento futuro de la empresa y, por tanto, influir en su reputación corporativa.

Una característica esencial y fácilmente visible es la concentración de la propiedad. Las expectativas que puede generar la concentración de la propiedad en los agentes económicos pueden ser diversas. En aquellas empresas con accionariado disperso, los agentes económicos anticiparán el desincentivo de los propietarios para realizar esfuerzos en controlar a los gestores (FAMA y JENSEN

1983), y como resultado, esperarán que el reparto del valor se oriente más al logro de los intereses del directivo que en satisfacer las demandas de todos y cada uno de los participantes. Por el contrario, para aquellas empresas cuyo accionariado está concentrado es relativamente fácil para los grandes propietarios coordinar y controlar las acciones de los directivos (JENSEN y MECKLING 1976; SHLEIFER y VISHNY 1986). Sin embargo, la concentración de la propiedad no siempre va a generar expectativas de una menor expropiación en el reparto del valor, puesto que a partir de ciertos niveles de concentración estos grandes accionistas de control también pueden expropiar en el reparto del valor a los accionistas minoritarios o al resto de los *stakeholders* (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES y SHLEIFER, 1999; LEHMANN y WEIGAND 2000; SHLEIFER y VISHNY 1997).

Estas expectativas sobre la distribución del valor creado permiten interpretar que a bajos niveles de concentración, el aumento de la concentración de la propiedad debería ser percibido como un incremento en el control que va a reducir la posible expropiación por parte de los directivos (GEDAJLOVIC y SHAPIRO, 1998; MIGUEL, PINDADO y TORRE, 2004), de modo que se consolidará la reputación corporativa. Sin embargo, a partir de ciertos niveles de concentración la expectativa de que los grandes accionistas pueden tener el poder suficiente para expropiar y, como consecuencia, la expectativa de que los intereses de algunos de los *stakeholders* puedan no verse satisfechos, deteriorará la reputación corporativa. Estos argumentos nos han llevado a plantear nuestra primera hipótesis.

**Hipótesis 1:** *La reputación corporativa está positivamente relacionada con la concentración de la propiedad en manos del principal accionista cuando los niveles de concentración son bajos y, negativamente, cuando los niveles de concentración son altos.*

La presencia de un segundo gran accionista con un bloque accionarial representativo también puede intervenir en la generación de expectativas de los agentes económicos. Efectivamente, los agentes económicos pueden percibir que la convivencia de varios grandes accionistas no solo puede evitar el problema de agencia tradicional de separación de propiedad y control (BERLE y MEANS, 1932; FAMA y JENSEN, 1983), sino que además puede reducir la capacidad del principal accionista para controlar la empresa (BENNEDSEN y WOLFENZEN 2000; BLOCH y HEGE, 2001; GOMES y NOVAES 2005), lo que limitaría la expropiación (EDWARDS y WEICHENRIEDER, 2004; LÓPEZ DE FORONDA, LÓPEZ y SANTAMARÍA, 2007; MAURY y PAJUSTE, 2005). Por tanto, cabe esperar que la presencia de un segundo gran accionista favorezca que los agentes económicos generen expectativas de una menor expropiación en el reparto del valor futuro, lo que consolidará la reputación corporativa.

**Hipótesis 2a:** *La concentración de la propiedad en manos de un segundo accionista influye positivamente en la reputación corporativa.*

Por otra parte, la capacidad para contener el poder del principal accionista también depende de la diferencia de concentración entre el principal y el segundo bloque accionarial (LAEVEN y LEVINE 2006; MAURY y PAJUSTE 2005). En este sentido, los agentes económicos anticiparán una menor expropiación en el reparto del valor en aquellas empresas en las que la diferencia de concentración entre los dos principales bloques accionariales sea pequeña, lo que favorecerá su reputación corporativa. Sin embargo, en los casos en los que exista una gran diferencia de concentración entre los dos

grandes accionistas, los agentes económicos pueden descontar una menor capacidad para contener la expropiación del principal accionista, lo que deteriorará la reputación corporativa.

**Hipótesis 2b:** *Cuanto menor es la diferencia de concentración de propiedad entre el principal y el segundo accionista mayor es la reputación corporativa.*

La propiedad en manos de los consejeros también puede generar expectativas de distinto signo. Efectivamente, la propiedad de los consejeros aumenta sus incentivos para controlar las decisiones de los directivos (JENSEN, 1993), lo que puede generar expectativas de una menor expropiación en el reparto del valor y, por tanto, consolidará la reputación de la empresa. Sin embargo, también cabe pensar que cuando los consejeros mantienen una propiedad suficientemente elevada, las expectativas de los participantes sobre el comportamiento de estos consejeros pueden variar. En este caso, los participantes pueden anticipar que el poder que les confiere este elevado nivel de propiedad les permite atrincherarse en su cargo y eludir sus obligaciones de control sobre el reparto de valor, e incluso lo orienten en su propio beneficio (FAMA y JENSEN 1983; FACCIIO y LASFER, 1999; FERNÁNDEZ *et al.* 1998; MIGUEL *et al.*, 2004; MORCK *et al.* 1988). Si este efecto es percibido por los participantes, cabe esperar un debilitamiento de la reputación corporativa. La combinación de ambas expectativas sobre las posibilidades de alineación y atrincheramiento nos lleva a plantear una relación no lineal entre propiedad de los consejeros y reputación corporativa.

**Hipótesis 3:** *La reputación corporativa está positivamente relacionada con la concentración de la propiedad de los consejeros cuando esta se mantiene en niveles moderados; sin embargo, cuando esta concentración es elevada influye negativamente en la reputación corporativa.*

Otra característica esencial y muy visible para los agentes económicos es la naturaleza del principal accionista. La distinción del accionista principal es relevante ya que las actividades de supervisión y control pueden variar en función de la experiencia e incentivos de estos participantes (DEMSETZ y LEHN, 1985; GALVE y SALAS, 1993; ANDRÉS, AZOFRA y RODRÍGUEZ, 2000). De tal forma que, según sea la naturaleza del principal accionista, su intervención en el reparto del valor será distinta (GRAVES, 1988; GIBB y WHETTEN, 2006; THOMSEN y PEDERSEN, 2000). Por lo tanto, la naturaleza del principal accionista puede jugar un papel importante en la generación de expectativas de los agentes económicos sobre el reparto futuro y, de este modo, influir en la reputación corporativa. En este sentido, FOMBRUN y SHANLEY (1990) muestran, para las empresas incluidas en el *ranking* de la revista *Fortune*, que la propiedad institucional favorece la reputación de las empresas. BRAMMER y MILLINGTON (2005) y BRAMMER y PAVELIN (2006) evidencian que la reputación corporativa está positivamente condicionada por la magnitud de la propiedad institucional estable para el caso de las empresas del Reino Unido. Estos trabajos, parecen indicar, por lo tanto, que la presencia de un accionista institucional como principal accionista puede favorecer la consolidación de la reputación corporativa. Sin embargo, otros tipos de accionista principal también pueden generar expectativas. Por ejemplo, cuando los accionistas mayoritarios son particulares o familias suelen tener una alta implicación emocional en la empresa, ya que habitualmente son los fundadores o sucesores del legado familiar (GALVE y SALAS, 2003). Un accionista principal personalmente vinculado a la empresa puede generar expectativas positivas ya que va tener más interés en controlar la expropiación en el reparto del valor que otros tipos de accionistas para los que la empresa es un valor más



de su cartera (ANDERSON y REEB, 2003; MCCONAUGHY, MATHEWS y FIALKO, 2001; MORCK, *et al.*, 1988). Por el contrario, también puede interpretarse de forma negativa ya que puede orientar el reparto del valor hacia el logro de objetivos familiares (GÓMEZ MEJÍA, NÚÑEZ NIKEL y GUTIÉRREZ, 2001; SHLEIFE y Summers, 1988; MORCK y YOUNG, 2004). Finalmente, otros accionistas con una menor implicación personal, tales como entidades financieras (LEHMAN y WEIGAND, 2000), pueden generar expectativas diferentes sobre la expropiación del valor creado por la empresa. Por un lado, el doble papel de accionista y acreedor puede permitir que estas entidades dispongan de mayor información que otro tipo de accionistas, lo que les permitiría ejercer el control de un modo más eficiente (GORTON y SCHMID, 2000; LEHMANN y WEIGAND, 2000; PROUSE, 1994; ZOIDO, 1998). Sin embargo, también es posible que existan conflictos de intereses con otros participantes. Dado que las entidades financieras disponen de mayor información y capacidad de control, pueden explotarlo en su propio beneficio, por ejemplo, con tipos de interés crediticio por encima del mercado, concentrando todo el negocio bancario de la empresa o imponiendo limitaciones al riesgo en las estrategias que adopta la empresa (CUERVO CAZURRA, 1998; MORCK, NAKAMURA y SHIVDASANI, 1999; ZOIDO, 1998). Estas expectativas distintas generadas por la diferente naturaleza del principal accionista nos llevan a formular la última hipótesis de esta investigación.

**Hipótesis 4:** *La naturaleza del principal accionista influye en la reputación corporativa.*

#### 4. MÉTODO

Las hipótesis se contrastaron en el conjunto de las empresas no financieras que han cotizado en el mercado de valores español en el período 2000-2004. La muestra empleada consiste en un panel no equilibrado de 134 empresas durante un período de cinco años, lo que nos permite el empleo de un análisis de datos panel para evitar el problema de la heterogeneidad inobservable en el análisis empírico. El número total de observaciones asciende a 580. Treinta y seis de estas empresas están incluidas en el índice MERCO de las 100 empresas más reputadas en España, por lo que nuestra variable dependiente está censurada. Esto nos lleva a adoptar un análisis Tobit para contrastar nuestras hipótesis (GREENE, 1997). En estos análisis la variable dependiente recoge el logaritmo neperiano del índice de reputación corporativa para aquellas empresas incluidas entre las 100 más reputadas, y cero para el resto de empresas de la muestra. La estructura de la muestra se recoge en la **tabla I**.

**TABLA I.** *Estructura de la muestra.*

	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Total
<b>Muestra total</b>	125	123	121	107	104	580
<b>Empresa industrial</b>	23	26	32	23	23	127
<b>Familia o particular</b>	55	55	53	56	53	272
<b>Entidad financiera</b>	25	27	25	17	17	111
<b>Otros institucionales</b>	17	11	7	9	9	53
<b>Otros</b>	5	4	4	2	2	17



Cabe esperar que la influencia de las características de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa tenga cierto retardo, ya que la información sobre las características de la propiedad tienen que llegar a las distintas audiencias de la empresa, que la asimilan y a partir de ella generan expectativas sobre el reparto de valor futuro. En este sentido, se ha analizado el efecto de las características de la estructura de propiedad sobre la medida de reputación corporativa inmediatamente posterior a la publicación de la información sobre estructura de propiedad y sobre la medida de reputación corporativa con un período adicional de retardo. Este análisis con la medida de reputación retardada nos permite controlar la posible causalidad inversa en las relaciones planteadas.

#### 4.1. Reputación corporativa.

La variable reputación corporativa se obtuvo del *ranking* MERCO. Este índice, que identifica las 100 empresas más reputadas en España, ya ha sido empleado en la investigación académica (FERNÁNDEZ y LUNA, 2007) y es muy similar al *ranking* «*Most Admired American Companies*» publicado por la revista *Fortune*, una de las medidas más habituales en la literatura (BLACK *et al.* 2000; BROWN, 1997; CARMELI y TISHLER 2004; CHUNG, SCHNEEWEISS y ENEROH. 1999; CORDEIRO y SAMBHARYA 1997; FOMBRUM y SHANLEY 1990; HAMMOND y SLOCUM 1996; JONES, JONES y LITTLE, 2000; MCGUIRE, SCHNEEWEISS y BRANCH, 1999; RIARI-BELKAOUI y PAVLIK 1991; ROBERT y DOWLING 1997, 2002; SOBOL y FARRELLY 1988; SRIVASTRAVA *et al.* 1997; VERGIN y QORONFLEH 1998)<sup>1</sup>. La encuesta empleada para la elaboración del *ranking* MERCO evalúa a las empresas en seis dimensiones (resultados económico-financieros, calidad del producto-servicio, cultura corporativa y calidad laboral, ética y responsabilidad social corporativa, dimensión global y presencia internacional e innovación), cada una de las cuales está a su vez compuesta por tres ítems. Los ítems considerados se muestran en el Anexo. El *ranking* se construye en dos etapas. En la primera, se proporciona la encuesta a los principales directivos españoles. Esta etapa permite identificar provisionalmente a las 100 empresas más reputadas. En la segunda etapa, cada una de estas empresas es evaluada por diversos analistas; analistas financieros, ONGs, directivos, sindicatos y asociaciones de consumidores. Estas evaluaciones se comprueban a través del estudio de los propios informes de cada compañía y a través de un cuestionario de méritos creado por los analistas de MERCO. El *ranking* definitivo se publica una vez que ambas evaluaciones han concluido.

#### 4.2. Estructura de propiedad.

Las principales fuentes de información para el cálculo de las variables independientes fueron las bases de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y los informes finan-

<sup>1</sup> Medidas parecidas se han desarrollado en varios países. «Asia's Most Admired Companies», publicado en *Far East Economic Review*, «Britain's Most Admired Companies», actualmente publicado en *Management Today*, «Most Respected Companies», publicado en *Financial Times*, los resultados de la encuesta de *Manager Magazin* para las empresas industriales y de servicios más grandes de Alemania, y el *ranking* publicado por *Børsens Nyhedsmagasinet* para Dinamarca también han sido utilizadas en la investigación académica (BRAMMER, BROOKS y PAVELIN, 2004; BRAMMER y MILLINTON 2005; BRAMMER y PAVELIN 2006; DUNBAR y SCHWALBACH 2000; NANDA, SCHNEEWEISS y BRANCH, 1996; ROSE y THOMSEN, 2004; SCHULTZ, MOURITSEN y GABRIELSEN, 2000).

cieros de las propias empresas. En concreto, empleamos la información contenida en la base de datos de «Accionistas significativos de las empresas cotizadas», en los informes de gobierno corporativo y en las memorias anuales para el período 2000-2004.

La estructura de propiedad se ha caracterizado a través de cinco variables. Las dos primeras variables recogen la concentración de la propiedad en manos del primer y segundo accionista, respectivamente. Para caracterizar la capacidad del segundo accionista para controlar el poder del principal accionista empleamos una variable que mide la diferencia de propiedad entre estos dos accionistas. La cuarta variable recoge el porcentaje de propiedad controlada por los miembros del consejo. Para contrastar las relaciones no lineales empleamos el cuadrado de la concentración de la propiedad y el cuadrado de la propiedad en manos de los consejeros (McCONNELL y SERVAES 1990; FERNÁNDEZ *et al.*, 1998; GEDAJOVIC y SHAPIRO, 1998; LÓPEZ y SAONA, 2007; MIGUEL *et al.* 2004). Finalmente, para caracterizar la naturaleza del principal accionista utilizamos cinco variables dicotómicas, que nos indican si el accionista principal es una familia o particular, una empresa industrial, una entidad financiera, u otro tipo de accionista institucional. La quinta variable recoge cinco empresas que no se han podido incluir en ninguna de las categorías anteriores durante alguno de los años considerados. Nuestra clasificación es similar a las tipologías empleadas en trabajos anteriores (ANDRÉS *et al.*, 2000; GALVE y SALAS, 1993; LAEVEN y LEVINE, 2007; LEHMAN y WEIGAND, 2000; SANTANA y AGUIAR, 2006; THOMSEN y PEDERSEN, 2000).

En línea con otras investigaciones previas que han analizado una relación cuadrática (AZOFRA y LÓPEZ DE FORONDA, 2007; MIGUEL *et al.* 2004; SHORT y KEASEY 1999), calculamos los puntos de inflexión en los que se produce un cambio en la pendiente de la relación. Estos puntos de inflexión se obtienen derivando la reputación corporativa con respecto a la concentración de propiedad y la propiedad de los consejeros, e igualando esta derivada parcial a cero. En el caso de la relación cuadrática, el punto de corte es  $X = -(B_1/2 B_2)$ , donde  $B_1$  y  $B_2$  representan los coeficientes asociados a las variables propiedad del principal accionista y principal accionista al cuadrado o propiedad de los consejeros y propiedad de los consejeros al cuadrado, respectivamente.

### 4.3. Variables de control.

Empleamos como controles tres variables habitualmente relacionadas en la investigación empírica con la reputación corporativa: tamaño, edad de la empresa y rentabilidad financiera. Además, también incluimos variables dicotómicas para cada uno de los años incluidos en el análisis. El tamaño de la empresa se midió a través del logaritmo de los activos totales. Existe una amplia evidencia (CORDEIRO y SAMBHARYA 1997; DEEHOUSE 1997; DUNBAR y SCHWALBACH 2000; FOMBRUN y SHANLEY 1990; RIAHI-BELKAOUI y PAVLIK 1991; ROBERTS y DOWLING 1997; SOBOL y FARRELLY 1988) de que las empresas de mayor tamaño tienen una mejor reputación corporativa. Estas empresas, al ser más visibles en los mercados, generan expectativas de ser más escrutadas por las diferentes audiencias y, por tanto, se les anticipa un reparto del valor más cuidadoso que favorece la consolidación de la reputación corporativa. Por el contrario, en el caso de las empresas de menor

tamaño, que incluso pasan desapercibidas en el mercado, se anticipa menos control por parte del resto de los agentes económicos por lo que pueden ser menos cuidadosos en su reparto y esto reduce su reputación corporativa.

Nuestra segunda variable de control también es habitual en la investigación de reputación corporativa, la edad de la empresa. A pesar de que la evidencia es ambigua sobre la influencia de la edad en la reputación corporativa (RAO 1994; SCHULTZ *et al.* 2000), su empleo se justifica en que la reputación corporativa es un activo que se acumula lentamente (FOMBRUN 1996; SCHULTZ *et al.* 2000). Además, es de esperar que la empresa que ha permanecido en el negocio durante largos períodos y bajo la supervisión de los mercados, haya satisfecho los intereses de sus *stakeholders* por lo que los agentes económicos trasladarán este comportamiento al futuro para generar sus expectativas (WEIZSACKER, 1980; citado por WILLIAMSON, 1985).

La tercera variable es la rentabilidad financiera. En la literatura, existe una amplia evidencia sobre la influencia del rendimiento financiero en la reputación corporativa (DUNBAR y SCHWALBACH 2000; INGLIS, MORLEY y SAMMUT, 2006; MCGUIRE, SCHNEEWEIS y BRANCH, 1990; ROSE y THOMSEN, 2004) que nos han animado a introducirla en nuestro análisis. Efectivamente, la probabilidad de satisfacción futura de las demandas de sus participantes es mayor cuanto más valor se genere en la empresa y menor expropiación se dé en su reparto. En este sentido, los agentes económicos tienden a trasladar los resultados financieros obtenidos en el pasado para realizar las estimaciones de rendimiento en el futuro. De tal forma que una alta rentabilidad en el pasado llevará a los agentes económicos a anticipar una elevada creación de valor futura que favorecerá expectativas de satisfacción de sus demandas y, por tanto, la consolidación de la reputación corporativa.

Finalmente, también incluimos variables dicotómicas temporales para controlar el efecto de los factores económicos (MIGUEL *et al.* 2004).

## 5. RESULTADOS

La **tabla II** muestra la estadística descriptiva y la matriz de correlaciones para todas las variables dependientes e independientes. Las **tablas III** y **IV** recogen la estadística descriptiva de las variables de estructura de propiedad para las empresas reputadas y no reputadas. Estas tablas muestran la existencia de unos niveles de propiedad del principal accionista más reducidos para las empresas reputadas frente a las no reputadas. De igual modo, las empresas reputadas también parecen mantener una mayor propiedad en manos del segundo accionista y una menor propiedad en manos de los consejeros. Las **tablas V** y **VI**, que recogen el porcentaje de empresas reputadas en función del año y naturaleza del principal accionista, muestran que las entidades financieras son el principal accionista en un mayor porcentaje de empresas reputadas, mientras que el menor porcentaje corresponde al grupo de empresas cuyo principal accionista es una familia o particular. Una especial atención merece el grupo de accionistas institucionales, que presenta un aumento importante en el porcentaje de entidades reputadas durante el período considerado.

**TABLA II. Estadística descriptiva y matriz de correlaciones.**

	Media	Desv	Tip.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1 Propiedad del principal accionista	36,206	25,938														
2 Propiedad del segundo accionista	9,013	7,040	-0,250***													
3 Diferencia de propiedad entre principal y segundo accionista	27,193	28,523	0,971***	-0,474***												
4 Propiedad de los consejeros	21,088	25,355	0,189***	0,093**	0,149***											
5 Otras empresas industriales	0,117	0,322	0,353***	-0,036	0,330***	-0,297***										
6 Familiar	0,512	0,500	0,024	0,029	0,015	0,531***	-0,498***									
7 Entidad financiera	0,203	0,403	-0,322***	0,008	-0,295***	-0,258***	-0,457***									
8 Otros accionistas institucionales	0,155	0,362	-0,149***	-0,005	-0,135***	-0,111***	-0,168***	-0,154***								
9 Otros	0,010	0,101	0,070	-0,009	0,066	-0,048	-0,092***	-0,163***	-0,085**							
10 Edad	41,909	26,124	-0,158***	0,052	-0,156***	-0,079*	-0,131**	0,064	0,069*	0,012						
11 Tamaño	12,906	1,720	0,092**	-0,043	0,094**	-0,179***	0,143***	-0,244***	0,197***	0,162***	-0,037					
12 ROE	0,047	0,588	-0,006	0,078*	-0,025	-0,074	0,060	-0,073*	0,026	0,016	-0,005	0,016	-0,008	0,075*		
13 Reputación corporativa	1,677	3,246	-0,097**	0,017	-0,092**	0,064	-0,053	-0,110***	0,203***	0,034	-0,079*	0,126***	0,126***	0,604***	0,055	
14 Reputación corporativa con retardo	1,803	3,337	-0,089**	0,029	-0,088**	0,067	0,040	-0,120***	0,210***	-0,026	-0,080*	0,153***	0,153***	0,606***	0,052	0,887***

\*p<0,10; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

**TABLA III. Estadística descriptiva para las empresas reputadas y no reputadas.**

	Media	Desv. tip.	Año 2000		Año 2001		Año 2002		Año 2003		Año 2004		Muestra Total	
			Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada
<b>Propiedad del principal accionista</b>	35,31	25,41	36,02	34,68	37,14	31,82	39,52	32,94	35,95	28,84	37,29	32,42	37,23	
<b>Propiedad del segundo accionista</b>	9,97	9,38	24,69	25,85	26,11	24,27	28,38	23,77	27,07	20,20	26,84	23,40	26,51	
<b>Propiedad de los consejeros</b>	9,08	6,30	18,99	15,25	20,24	15,87	23,40	20,73	26,50	21,92	21,95	17,74	21,99	
<b>Media</b>	11,81	18,99	24,44	25,80	24,67	25,60	26,48	25,56	27,27	25,11	24,39	24,79	25,46	
<b>Desv. tip.</b>	21,94	24,44	24,44	25,80	24,67	25,60	26,48	25,56	27,27	25,11	24,39	24,79	25,46	

**TABLA IV.** Estadística descriptiva para las empresas reputadas y no reputadas con retardo.

	Año 2000		Año 2001		Año 2002		Año 2003		Año 2004		Muestra Total	
	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada	Reputada	No reputada
Propiedad del principal accionista	34,89	36,08	32,46	37,60	33,89	39,60	29,91	37,26	32,27	35,83	32,49	37,24
Desv. tip.	26,12	24,58	24,83	26,24	21,26	29,57	23,21	27,10	20,98	26,92	22,69	26,75
Propiedad del segundo accionista	9,84	9,41	10,33	8,89	8,97	8,64	9,86	8,30	10,61	8,18	9,91	8,75
Desv. tip.	9,56	6,24	8,58	6,68	7,43	7,01	7,72	6,66	7,82	7,19	8,00	6,71
Propiedad de los consejeros	13,44	18,56	15,35	20,22	15,65	24,21	21,87	26,19	21,76	22,02	18,18	21,92
Desv. tip.	22,64	24,38	25,74	24,69	25,15	26,56	25,28	27,49	25,51	24,21	24,88	25,43

**TABLA V.** Naturaleza del principal accionista y porcentaje de empresas reputadas.

	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Total
Muestra total	16,80	17,07	17,36	27,10	29,81	21,21
Empresa industrial	17,39	19,23	15,63	21,74	26,09	19,69
Familia o particular	14,55	12,73	13,21	23,21	24,53	17,65
Entidad financiera	32,00	29,63	28,00	41,18	41,18	33,33
Otros accionistas institucionales	5,88	9,09	28,57	55,56	55,56	26,42
Otros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**TABLA VI.** Naturaleza del principal accionista y porcentaje de empresas reputadas con retardo.

	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Total
Muestra total	15,20	17,07	24,79	28,97	29,81	22,76
Empresa industrial	17,39	19,23	21,88	30,43	17,39	20,47
Familia o particular	10,91	12,73	18,87	25,00	28,30	19,12
Entidad financiera	32,00	25,93	44,00	35,29	41,18	35,14
Otros accionistas institucionales	5,88	18,18	28,57	55,56	55,56	28,30
Otros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Los resultados de los análisis Tobit se muestran en las **tablas VII a XI**. La **tabla VII** recoge la relación cuadrática que analiza la influencia de la concentración del principal accionista. Las **tablas VIII y IX** analizan el papel del segundo accionista y su poder para controlar al accionista principal, respectivamente. La **tabla X** recoge los análisis que contrastan la relación cuadrática entre la propiedad de los consejeros y la reputación corporativa. Finalmente, la **tabla XI** recoge los modelos en los que se analiza la influencia de la naturaleza jurídica del principal accionista en la consolidación de la reputación corporativa. Para contrastar cada una de las hipótesis, empleamos cuatro modelos en los que se analiza la influencia de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa del año inmediatamente posterior a la publicación de la información sobre dicha estructura de propiedad, así como la reputación del año siguiente. Por otra parte, para eliminar la posibilidad de que el efecto de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa recoja a un efecto indirecto en el que los resultados de cada empresa median entre ambas variables, presentamos modelos con la rentabilidad financiera (ROE) como variable de control y otros modelos que no incluyen esta variable. Los resultados para los análisis en los que se incluye la variable ROE y en los que esta se excluye no muestran diferencias en la significatividad de los coeficientes de las variables de estructura de propiedad, lo que sugiere que el resultado de las empresas no interviene en la relación entre estructura de propiedad y reputación corporativa. Por otra parte, los resultados para los modelos con las dos mediciones de la reputación corporativa son similares, lo que nos permite descartar un posible problema de causalidad inversa en las relaciones planteadas en nuestro trabajo. Debido a esta consistencia de los análisis efectuados, la exposición de los mismos se realiza de forma agregada.

Los resultados recogidos en la **tabla VII** muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable relativa a la concentración del principal accionista y una relación negativa y significativa para la variable al cuadrado. Este resultado permite aceptar la hipótesis 1, en la que se argumentaba una relación cuadrática: la propiedad del principal accionista se relaciona positivamente con la reputación corporativa cuando los niveles de propiedad son bajos, pero de un modo negativo cuando son altos. En el caso particular de nuestra muestra, la reputación corporativa aumenta con la concentración de la propiedad cuando esta oscila entre un 0 y un 36,83 por 100<sup>2</sup>. A partir de este nivel de concentración de la propiedad, la reputación corporativa es menor a medida que la concentración de la propiedad es más elevada.

<sup>2</sup> Con el objeto de simplificar la presentación de los resultados, los puntos de corte presentados son los calculados para el modelo sin rentabilidad financiera y en el que toma como variable dependiente la medida de reputación corporativa inmediatamente posterior a la publicación de la información sobre estructura de propiedad. No obstante, los puntos de corte para el resto de modelos son similares y pueden ser proporcionados por los autores.

**TABLA VII.** Análisis Tobit para concentración de la propiedad del principal accionista.

	Reputación corporativa		Reputación corporativa con retardo	
Propiedad principal accionista	0,0221*** (0,0067)	0,0126** (0,0064)	0,0149* (0,0080)	0,0137* (0,0075)
Propiedad principal accionista al cuadrado	-0,0003*** (0,0000)	-0,0002*** (0,0001)	-0,0002** (0,0001)	-0,0002** (0,0001)
Tamaño	0,4540*** (0,0314)	0,4638*** (0,0308)	0,4914*** (0,0386)	0,4903*** (0,0386)
Edad	0,0025 (0,0018)	0,0010 (0,0017)	-0,0002 (0,0024)	-0,0005 (0,0022)
ROE		0,1197 (0,1117)		0,0614 (0,1227)
Año 2004	0,3716*** (0,0888)	0,3565*** (0,0884)	0,3101*** (0,1022)	0,3051*** (0,1023)
Año 2003	0,4976*** (0,0878)	0,4808*** (0,0873)	0,3948*** (0,1009)	0,3894*** (0,1009)
Año 2002	0,0936 (0,0913)	0,0932 (0,0904)	0,4755*** (0,0981)	0,4737*** (0,0979)
Año 2001	-0,0449 (0,0927)	-0,0455 (0,0920)	0,1323 (0,1028)	0,1327 (0,1027)
Constante	-0,0341 (0,4798)	0,0229 (0,4838)	-0,5688 (0,5940)	0,5315 (0,5868)
$\chi^2$	339,31***	351,46***	212,59***	206,83***
Grados de libertad	(8)	(9)	(8)	(9)
N	580	580	580	580
rho	0,7731	0,7903	0,7357	0,7359
Likelihood ratio sigma u	-0,3509 178,78***	(0,3856) 183,09***	(0,0399) 170,27***	(0,0398) 169,54***

<sup>a</sup>Coefficientes no estandarizados. Errores estandarizados se muestran entre paréntesis.

\*p<0,10;\*\*p<0,05;\*\*\*p<0,01

Los resultados de las **tablas VIII y IX** muestran una relación positiva y significativa entre la concentración de propiedad en manos del segundo accionista y la reputación corporativa. Este resultado permite aceptar la hipótesis 2a: la propiedad en manos del segundo accionista genera expectativas de cierto control que anticipan menores posibilidades de expropiación del principal accionista. Más aún, el coeficiente negativo y significativo de la variable relativa a la diferencia entre la propiedad del primer y del segundo accionista en el modelo 3 confirma la hipótesis 2b: cuanto menor es esta diferencia, mayor es la capacidad de control, lo que se traduce en una expectativa de menor expropiación en el reparto del valor y, por lo tanto, en la consolidación de la reputación corporativa.



**TABLA VIII.** *Análisis Tobit para concentración de la propiedad del segundo accionista.*

	Reputación corporativa		Reputación corporativa con retardo	
Propiedad segundo accionista	0,0147** (0,0065)	0,0153** (0,0063)	0,0200*** (0,0068)	0,0206*** (0,0068)
Tamaño	0,4486*** (0,0294)	0,4482*** (0,0296)	0,4884*** (0,0354)	0,4895*** (0,0355)
Edad	-0,0014 (0,0021)	-0,0015 (0,0019)	-0,0001 (0,0020)	-0,0001 (0,0021)
ROE		0,1015 (0,1127)		0,0701 (0,1167)
Año 2004	0,3606*** (0,0888)	0,3595*** (0,0894)	0,2964*** (0,1018)	0,2940*** (0,1022)
Año 2003	0,4807*** (0,0874)	0,4777*** (0,0880)	0,3865*** (0,1002)	0,3834*** (0,1009)
Año 2002	0,1040 (0,0910)	0,1038 (0,0913)	0,4800*** (0,0977)	0,4807*** (0,0980)
Año 2001	-0,0452 (0,0929)	-0,0428 (0,0932)	0,1285 (0,1027)	0,1300 (0,1032)
Constante	0,2451 (0,4400)	0,2345 (0,4434)	-0,5963 (0,5259)	-0,6192 (0,5276)
$\chi^2$	312,21***	304,74***	236,18***	233,98***
Grados de libertad	(7)	(8)	(7)	(8)
N	580	580	580	580
rho	0,7682 -0,0386	0,7649 (0,0383)	0,744 (0,0345)	0,7431 (0,0352)
Likelihood ratio sigma u	185,80***	184,56***	178,18***	176,77***

<sup>a</sup>Coefficientes no estandarizados. Errores estandarizados se muestran entre paréntesis.

\*p<0,10;\*\*p<0,05;\*\*\*p<0,01

**TABLA IX.** *Análisis Tobit para capacidad de control del segundo sobre el principal accionista.*

	Reputación corporativa		Reputación corporativa con retardo	
Diferencia de propiedad entre principal y segundo accionista	-0,0048** (0,0017)	-0,0041** (0,0019)	-0,0034* (0,0020)	-0,0046*** (0,0016)
Tamaño	0,4432*** (0,0269)	0,4440*** (0,0274)	0,4716*** (0,0348)	0,4569*** (0,0343)
Edad	-0,0033 (0,0019)	-0,0025 (0,0021)	-0,0001 (0,0024)	-0,0009 (0,0019)
ROE		0,1226 (0,1118)		0,0811 (0,1214)
Año 2004	0,3612*** (0,0877)	0,3551*** (0,0879)	0,3026*** (0,1027)	0,2962*** (0,1010)
Año 2003	0,4740*** (0,0863)	0,4693*** (0,0865)	0,3768*** (0,1012)	0,3708*** (0,0991)
Año 2002	0,0987 (0,0903)	0,0971 (0,0902)	0,4692*** (0,0986)	0,4722*** (0,0965)
Año 2001	-0,0458 (0,0920)	-0,0425 (0,0920)	0,1288 (0,1038)	0,1312 (0,1014)
Constante	0,6829 (0,3960)	0,6151 (0,4079)	-0,0546 (0,5063)	0,2666 (0,4968)
$\chi^2$	340,29***	331,81***	228,07***	216,75***
Grados de libertad	(7)	(8)	(7)	(8)
N	580	580	580	580
rho	0,7649 -0,0421	0,7645 (0,0412)	0,7211 (0,0419)	0,7868 (0,0397)
Likelihood ratio sigma u	180,96***	179,99***	170,41***	171,31***

<sup>a</sup>Coefficientes no estandarizados. Errores estandarizados se muestran entre paréntesis.

\*p<0,10;\*\*p<0,05;\*\*\*p<0,01

La **tabla X** recoge los modelos en los que se contrasta una relación no lineal entre la propiedad de los consejeros y la reputación corporativa. Los resultados muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable propiedad de los consejeros y un coeficiente negativo y significativo para la variable propiedad de los consejeros al cuadrado, lo que permite aceptar la hipótesis 3: la reputación corporativa se relaciona de un modo positivo con la propiedad de los consejeros cuando sus niveles de propiedad son bajos y negativamente cuando los niveles son altos. Los resultados de la relación cuadrática sugieren que la reputación corporativa se consolida con la propiedad de los consejeros hasta que esta propiedad alcanza el 41,75 por 100; a partir de este punto de inflexión, cuanto mayor es la propiedad de los consejeros menor es la reputación corporativa <sup>3</sup>.

**TABLA X.** *Análisis Tobit para concentración de la propiedad de los consejeros.*

	Reputación corporativa		Reputación corporativa con retardo	
Propiedad consejeros	0,0167** (0,0069)	0,0160** (0,0073)	0,0193*** (0,0073)	0,0185** (0,0074)
Propiedad consejeros al cuadrado	-0,0002** (0,0001)	-0,0002* (0,0001)	-0,0003** (0,0001)	-0,0002** (0,0001)
Tamaño	0,4687*** (0,0332)	0,4694*** (0,0338)	0,4827*** (0,0394)	0,4820*** (0,0393)
Edad	-0,0010 (0,0018)	-0,0008 (0,0020)	0,0022 (0,0019)	0,0025 (0,0020)
ROE		0,1144 (0,1148)		0,0566 (0,1249)
Año 2004	0,3235*** (0,0910)	0,3126*** (0,0921)	0,2656** (0,1045)	0,2646** (0,1044)
Año 2003	0,4363*** (0,0900)	0,4257*** (0,0910)	0,3353*** (0,1037)	0,3358*** (0,1037)
Año 2002	0,0762 (0,0919)	0,0702 (0,0924)	0,4575*** (0,0993)	0,4578*** (0,0993)
Año 2001	-0,0543 (0,0932)	-0,0541 (0,0939)	0,1245 (0,1041)	0,1259 (0,1041)
Constante	-0,0043 (0,4974)	-0,0296 (0,5120)	-0,5221 (0,5949)	-0,5184 (0,5905)
$\chi^2$	307,83***	296,76***	198,94***	202,01***
Grados de libertad	(8)	(9)	(8)	(9)
N	580	580	580	580
rho	0,7677	0,7613	0,7502	0,7502
Likelihood ratio sigma u	-0,03881	(0,0409)	(0,0377)	(0,0366)
	170,16***	168,06***	159,51***	158,42***

<sup>a</sup>Coefficientes no estandarizados. Errores estandarizados se muestran entre paréntesis.

\*p<0,10;\*\*p<0,05;\*\*\*p<0,01

Finalmente, la **tabla XI** recoge los análisis en los que se contrasta la relación entre la naturaleza del principal accionista y la reputación corporativa. Dado que para este análisis empleamos variables dicotómicas, tuvimos que excluir un tipo de principal accionista para evitar un problema de multicolinealidad exacta. La categoría excluida ha sido otras empresas industriales, que actúa como grupo de referencia. Los resultados muestran coeficientes positivos y significativos para las variables institucional y familias o particulares. Estos resultados reflejan, tal y como se proponía en la hipótesis 4, que la naturaleza del principal accionista genera expectativas sobre la distribución del

<sup>3</sup> Con el objeto de simplificar la presentación de los resultados, los puntos de corte presentados son los calculados para el modelo sin rentabilidad financiera y en el que toma como variable dependiente la medida de reputación corporativa inmediatamente posterior a la publicación de la información sobre estructura de propiedad. No obstante, los puntos de corte para el resto de modelos son similares y pueden ser proporcionados por los autores.

valor creado por la empresa, que influye en la reputación corporativa. En particular, la presencia de un accionista institucional o una familia o particular, frente a otra empresa industrial como principal accionista, consolida la reputación corporativa.

**TABLA XI.** *Análisis Tobit para naturaleza del principal accionista.*

	Reputación corporativa		Reputación corporativa con retardo	
Familia o particular	0,5436*** (0,1133)	0,5440*** (0,1047)	0,2607* (0,1342)	0,2626** (0,1262)
Entidad financiera	-0,5458*** (0,1197)	-0,5616*** (0,1081)	0,1849 (0,1316)	0,1779 (0,1263)
Otros accionistas institucionales	0,5775*** (0,1434)	0,5942*** (0,1261)	0,3344** (0,1508)	0,3343** (0,1487)
Otros	-3,4306 (-90,3843)	-3,4968 (89,8670)	-3,7662 (76,9332)	-3,0206 (77,0254)
Tamaño	0,4342*** (0,0293)	0,4302*** (0,0282)	0,4763*** (0,0379)	0,4767*** (0,0368)
Edad	0,0016 (0,0019)	0,0017 (0,0015)	0,0015 (0,0023)	0,0019 (0,0021)
ROE	0,1374 (0,1054)		0,0751 (0,1201)	
Año 2004	0,3718*** (0,0873)	0,3807*** (0,0856)	0,2882*** (0,1054)	0,2882*** (0,1047)
Año 2003	0,4689*** (0,0865)	0,4772*** (0,0847)	0,3571*** (0,1044)	0,3575*** (0,1036)
Año 2002	0,1127 (0,0886)	0,1165 (0,0871)	0,4723*** (0,0993)	0,4708*** (0,0989)
Año 2001	-0,00390 (0,0897)	-0,0405 (0,0881)	0,1271 (0,1042)	0,1246 (0,1038)
Constante	0,0085 (0,4387)	0,0662 (0,4225)	-0,4729 (0,5759)	-0,4824 (0,5534)
$\chi^2$	356,93***	386,97***	226,77***	238,50***
Grados de libertad	(11)	(10)	(11)	(10)
N	580	580	580	580
rho	0,7716 (0,0444)	0,7902 (0,0384)	0,7245 (0,0422)	0,7267 (0,04006)
Likelihood ratio sigma u	166,18***	169,55***	147,42***	149,28***

\*Coeficientes no estandarizados. Errores estandarizados se muestran entre paréntesis.

\*p<0,10;\*\*p<0,05;\*\*\*p<0,01

## 6. CONCLUSIONES

Nuestra investigación ha tratado de validar las intuiciones de los directivos sobre la importancia del gobierno corporativo en la creación y consolidación de la reputación corporativa. En particular, nuestro trabajo se centra en la influencia de la estructura de propiedad sobre este activo estratégico para la empresa. Nuestros resultados muestran que los agentes económicos tienen en cuenta las características de la estructura de propiedad de la empresa a la hora de generar sus expectativas sobre el reparto del valor futuro en la empresa y, por tanto, sobre las posibilidades de satisfacer las demandas de todos y cada uno de los participantes en la organización. De tal forma que las características de la estructura de propiedad influyen en la reputación corporativa.

En concreto, las características de la estructura de propiedad, tales como unos niveles moderados de propiedad en manos del principal accionista o de los consejeros, así como la presencia de un segundo gran accionista generan expectativas de menor expropiación en el reparto del valor y consolidan la reputación de la empresa. Sin embargo, otras características de la estructura de propie-

dad, como niveles extremos, tanto muy altos como muy bajos, de concentración de propiedad del principal accionista o de los consejeros generan expectativas de expropiación en el reparto de valor y deterioran la reputación corporativa. Finalmente, la naturaleza del principal accionista también influye en la generación de expectativas sobre el reparto del valor. En concreto, se observa que la presencia de particulares y familias o accionistas institucionales frente a empresas industriales favorecen la reputación corporativa. En este caso, nuestra evidencia es consistente con los trabajos previos de FOMBRUN y SHANLEY (1990), BRAMMER y MILLINGTON (2005) y BRAMMER y PAVELIN (2006) que también han mostrado un efecto positivo de la propiedad institucional en la reputación de las empresas. Es interesante destacar que la relación entre la concentración del principal accionista y de los consejeros y la reputación corporativa es compleja y no lineal, de tal forma que tiene efectos diferentes según cual sea la situación de la empresa.

Desde nuestro punto de vista, la implicación más importante de nuestro trabajo es que la influencia de la estructura de propiedad sobre el resultado financiero no solo recoge el efecto inmediato de la expropiación, sino que además contiene el efecto de la estructura de la propiedad en un recurso estratégico de la empresa: su reputación corporativa. De hecho, si enlazamos nuestros resultados sobre la influencia de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa al consenso empírico sobre el efecto positivo de la reputación sobre el rendimiento financiero (BLACK *et al.*, 1999; CORDEIRO y SAMBHARYA, 1997; DEEPHOUSE, 1997; DUNBAR y SCHWALBACH, 2000; FERNÁNDEZ y LUNA, 2007; ROBERTS y DOWLING, 1997, 2002; SRIVASTRAVA, *et al.* 1997; VERGIN y QUORONFLEH, 1998) podemos pensar que parte de la relación ampliamente analizada en la investigación académica entre estructura de propiedad y rendimiento financiero (ANDRÉS, AZOFRA y RODRÍGUEZ, 2000; GALVE y SALAS, 1993; MORCK, SHLEIFER y VISHNY, 1988; THOMSEN y PEDERSEN, 2000) no se debe, al menos, totalmente a la propensión que dota la estructura de propiedad a la expropiación sino que existe otro efecto, hasta ahora no analizado, de la estructura de propiedad sobre los recursos de la empresa, entre ellos la reputación corporativa. En este sentido, podemos colegir que la estructura de propiedad no solo es un mecanismo de gobierno que condiciona las posibilidades de expropiación, sino que además es un generador de expectativas que van a favorecer o impedir la reputación corporativa.

Es más, desde nuestro punto de vista, la estructura de propiedad también puede influir en la acumulación de otros recursos y capacidades en los que las actitudes de los propietarios de recursos, bien sean percepciones o esfuerzos, sean relevantes. Efectivamente, las expectativas de cómo va a ser el reparto del valor futuro en la empresa pueden modular las actitudes de los propietarios de recursos hacia la empresa, de tal forma que las características de la estructura de propiedad pueden influir en la acumulación de la cultura, el conocimiento o la innovación en la empresa. El análisis de estas relaciones puede ser una extensión relevante de nuestra investigación. También puede ser interesante analizar cómo la eficacia del Consejo de Administración influye en la reputación corporativa. Finalmente, nuestros resultados reclaman el análisis de la relación entre estructura de propiedad y reputación corporativa en otros países. La investigación teórica y empírica de estructura de propiedad (LA PORTA *et al.*, 1998; 1999) han reflejado que los diferentes contextos institucionales pueden afectar a la estructura de propiedad de las empresas, por lo que cabe pensar que estos contextos también pueden condicionar las relaciones planteadas en nuestro trabajo. El enfoque «*Law and Finance*» (LA PORTA *et al.*, 1998; 1999) nos sugiere que análisis en países con tradición de derecho consuetudinario podrían evidenciar efectos distintos de la estructura de propiedad sobre la reputación corporativa.

# Bibliografía

- ANDERSON, R. C., y REEB, D. M. [2003]: «Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500». *Journal of Finance*, vol. 58 (3): págs. 1.301-1.328.
- ANDRÉS, P.; AZOFRA, V. y RODRÍGUEZ, J.A. [2000]: «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso». *Investigaciones Económicas*, vol. 24: págs. 641-679.
- AZOFRA, V. y LÓPEZ DE FORONDA, O. [2007]: «Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresa desde una perspectiva institucional». *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, núm. 33: págs. 95-126.
- BASDEO, D. K., SMITH, K. G., GRIMM, C. M., RINDOVA, V. P., y DERFUS, P. J. [2006]: «Impact of market actions on firm reputation». *Strategic Management Journal*, vol. 27: págs. 1.205-1.219.
- BENNETSEN, M. y WOLFENZON, D. [2000]: «The balance of power in closely held corporations». *Journal of Financial Economics*, vol. 58: págs. 113-139.
- BERLE, A. A., y MEANS G. C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: McMillan Publishing.
- BLACK, E. L, CARNES, T. A., y RICHARDSON V. J. [2000]: «The market valuation of corporate reputation». *Corporate Reputation Review*, vol. 3: págs. 21-31.
- BLOCH, F. y HEGE, UL. [2001]: «Multiple shareholders and control contests». *Working Paper 01A16 Groupement de Recherche en Economie Quantitative d'Aix-Marseille*.
- BRAMMER, S. J., y MILLINGTON A. [2005]: «Corporate reputation and philanthropy: an empirical analysis». *Journal of Business Ethics*, vol. 61: págs. 29-44.
- BRAMMER, S. J., y PAVELIN S. [2006]: «Corporate reputation and social performance: the importance of fit». *Journal of Management Studies*, vol. 43: págs. 435-455.
- BRAMMER, S., BROOKS, C., y PAVELIN, S. [2004]: *Corporate reputation and stock returns: Are good firms good for investors?* SSRN working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=637122>
- BROWN, B. [1997]: «How Do Reputations Affect Corporate Performance?: Stock Market Valuation of Reputation for Corporate Social Performance». *Corporate Reputation Review*, vol. 1(1): págs. 76-108.
- CARMELI, A., y TISHLER, A. [2004]: «The relationships between intangible organizational elements and organizational performance». *Strategic Management Journal*, vol. 25: págs. 1.257-1.278.
- CHUNG, S. Y., SCHNEEWEIS T., y ENEROTH K. [1999]: Corporate reputation and investment performance: the UK and US expertise. SSRN working paper; <http://ssrn.com/abstract=167629> (accessed 8 February 2000).
- CORDEIRO, J. J., y SAMBHARYA, R. B. [1997]: «Do corporate reputations influence security analyst earnings forecast? An empirical study». *Corporate Reputation Review*, vol. 1: págs. 94-97.
- CUERVO CAZURRA, A. [1999]: «Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de bancos como accionistas de empresas no financieras». *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5 (1): págs. 21-44.
- DEEHOUSE, D. L. [1997]: «The effect of financial and media reputations on performance». *Corporate Reputation Review*, vol. 1: págs. 68-71.
- DEMSETZ, H. y LEHN, K. [1985]: «The structure of corporate ownership». *Journal of Political Economy*, vol. 93: págs. 1.155-1.177.
- DUNBAR, R. L. M., y SCHWALBACH, J. [2000]: «Corporate reputation and performance in Germany». *Corporate Reputation Review*, vol. 3: págs. 115-123.

- DYER, W. G., y WHETTEN, D. A. [2006]: «Family firms and social responsibility: preliminary evidence from the S&P 500». *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 30 (6): págs. 785-802.
- EDWARDS, J., y WEICHENRIEDER, A. [2004]: «Ownership concentration and share valuation: evidence from Germany». *German Economic Review*, vol. 5: 143-171.
- FACCIO, M. y LASFER, A.M. [1999]: Managerial ownership, board structure and firm value: the UK evidence. SSRN working paper; <http://ssrn.com/abstract=179008>
- FAMA, E., y JENSEN, M. C. (1983): «Separation of ownership and control». *Journal of Law and Economics*, vol. 26(2): págs. 301-325.
- FERNÁNDEZ, A. I., GÓMEZ, S., y FERNÁNDEZ, C. [1998]: «El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español». *Investigaciones Económicas*, vol. 22: págs. 501-516.
- FERNÁNDEZ, J.L. y LUNA, L. [2007]: «The creation of value through corporate reputation». *Journal of Business Ethics*, vol. 76: págs.335-346.
- FOMBRUN, C. J. [1996]: *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*. Boston: Harvard Business School Press.
- [2002]: *Corporate Reputation: Research and Practice*. Paper presented at Conversazione, Santa Fe, NM.
- FOMBRUN, C. J., y SHANLEY, M. (1990): «What's in a name? Reputation building and corporate strategy». *Academy of Management Journal*, vol. 33: págs. 233-258.
- GALVE, C. y SALAS, V. [1993]: «Propiedad y resultados de la gran empresa española». *Investigaciones Económicas*, vol. 27, págs. 207-238.
- [2003]: *La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados*. Fundación BBVA, Bilbao.
- GEDAJLOVIC, E.R. y SHAPIRO, D.M. [1998]: «Management and ownership effects: evidence from five countries» *Strategic Management Journal*, vol. 19, págs. 533-553.
- GOMES, A. R., y NOVAES, W. [2005]: «Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism». *PIER Working Paper* N.º 01-029; <http://ssrn.com/abstract=277111> (accessed 12 August 2005).
- GÓMEZ-MEJÍA, L.R., NÚÑEZ-NICKEL, M., y GUTIÉRREZ, I. [2001]: «The role of family ties in agency contracts». *Academy of Management Journal*, vol. 44(1): págs. 81-95.
- GORTON, G. y SCHMID, F.A. [2000]: «Universal banking and the performance of German firms». *Journal of Financial Economics*, vol. 58, págs. 29-80.
- GRAVES, S.B. [1988]: «Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry». *Academy of Management Journal*, vol. 31: págs. 417-428.
- GREENE, W. H. [1997]; *Econometric Analysis* (3rd ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- HALL, R. [1992]: «The strategic analysis of intangible resources». *Strategic Management Journal*, vol. 13: págs. 135-144.
- [1993]: «A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage». *Strategic Management Journal*, vol. 14: págs. 607-618.
- HAMMOND, S. A., y SLOCUM, J. W. Jr. [1996]: «The impact of prior firm financial performance on subsequent corporate reputation». *Journal of Business Ethics*, vol. 15: págs. 159-165.
- HILL&KNOWLTON [2004]: Corporate reputation watch 2004. [www2.hillandknowlton.com/crw/download.asp?filename=2004%20Global%20CRW%20Survey.pdf](http://www2.hillandknowlton.com/crw/download.asp?filename=2004%20Global%20CRW%20Survey.pdf)
- INGLIS, R., MORLEY, C., y SAMMUT, P. [2006]: «Corporate reputation and organisational performance: An Australian study». *Managerial Auditing Journal*, vol. 21(9): págs. 934-947.

- JENSEN, M. C. [1993]: «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *Journal of Finance*, vol. 48: págs. 831-880.
- JENSEN, M. C., y MECKLING, W. [1976]: «Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3: págs. 305-360.
- JONES, G., JONES, B. H., y LITTLE, P. [2000]: «Reputation as a reservoir: buffering against loss in times of economic crisis». *Corporate Reputation Review*, vol. 3(1): págs. 21-29.
- LA PORTA, R. F., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., y VISHNY, R. [1998]: «Law and finance». *Journal of Political Economy*, vol. 106: págs. 1.113-1.155.
- LA PORTA, R. F., LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. [1999]: «Corporate ownership around the world». *Journal of Finance*, vol. 54: págs. 471-517.
- LAEVEN, L. y LEVINE, R. [2007]: «Complex ownership structures and corporate valuations». *Review of Financial Studies*, pendiente de publicación. doi:10.1093/rfs/hhm068.
- LEHMANN, E., y WEIGAND, J. [2000]: «Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany». *European Finance Review*, vol. 4: págs. 157-195.
- LÓPEZ, F., y SAONA, P. [2007]: «Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia de la gran empresa española». *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, núm. 31: págs. 119-146.
- LÓPEZ DE FORONDA, O., LÓPEZ, F. J. y SANTAMARÍA, M. [2006]: «Ownership structure, sharing of control and legal framework: international evidence». *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, págs. 1.482-1.486
- MAURY, B., y PAJUSTE, A. [2005]: «Multiple large shareholders and firm value». *Journal of Banking and Finance*, vol. 29: 1.813-1.834.
- MCCONAUGHY, D.L., MATTHEWS, C., y FIALKO, A. [2001]: «Founding family controlled firms: Performance, risk and value». *Journal of Small Business Management*, vol. 39,(1): págs. 31-49.
- MCCONNELL, J. J., y SERVAES, H. [1990]: «Additional evidence on equity ownership and corporate value». *Journal of Financial Economics*, vol. 27: págs. 595-612.
- MCGUIRE, J.B., SCHNEEWEIS, T., y BRANCH, B. [1990]: «Perceptions of firm quality: A cause or result of firm performance». *Journal of Management*, vol. 16(1): págs. 167-180.
- MIGUEL, A., PINDADO, J. y TORRE C. [2004]: «Ownership structure and firm value: new evidence from Spain». *Strategic Management Journal*, vol. 25: págs. 1.199-1.207.
- MORCK, R., NAKAMURA, M. y SHIVDASANI, A. [2000]: «Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan». *Journal of Business*, vol. 73, págs. 539-567.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R.W. [1988]: «Management ownership and market valuation: An empirical analysis». *Journal of Financial Economics*, vol. 20: págs. 293-315.
- MORCK, R., y YEUNG, B. [2004]: «Family control and the rent-seeking society». *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 28 (4): págs. 391-409.
- NANDA, S., SCHNEEWEIS, T. y ENEROTH, K. [1996]: «Corporate performance and firm perception: The British experience». *European Financial Management*, vol. 2 (2): págs.197-221.
- PROWSE, S. [1994]: «Corporate governance in an international perspective». *BIS Economic Papers* (41) July.
- RAO, H. [1994]: «The social construction of reputation: certification contest, legitimation, and survival of organizations in the American automobile industry: 1895-1912». *Strategic Management Journal*, vol. 15: págs. 29-44.



- RIAHI-BELKAOUI, A. y PAVLIK, E. L. [1991]: «Asset management performance and reputation building for large US firms». *British Journal of Management*, vol. 2: págs. 231-238.
- ROBERTS, P. W. y DOWLING, G. R. [1997]: «The value of a firm's corporate reputation: how reputation helps attain and sustain superior profitability». *Corporate Reputation Review*, vol. 1(1-2): págs. 72-75.
- [2002]: «Corporate reputation and sustained superior financial performance». *Strategic Management Journal*, vol. 23: págs. 1.077-1.093.
- ROSE, C. y THOMSEN, S. [2004]: «The impact of corporate reputation on performance: some Danish evidence». *European Management Journal*, vol. 22(2): págs. 201-210.
- SANDBERG, K. D. [2002]: «Kicking the tires of corporate reputation». *Harvard Management Communication Letter*, vol. 5(1): págs. 5-6.
- SANTANA MARTÍN, D.J. y AGUIAR DÍAZ, I. [2006]: «El ultimo propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)». *Cuadernos Económicos de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 26, págs. 47-72.
- SCHULTZ, M., MOURITSEN J., y GABRIELSEN, G. [2001]: «Sticky reputation: analyzing a ranking system». *Corporate Reputation Review* 4(1): págs. 24-41.
- SHLEIFER, A. y SUMMERS, L. (1988): «Breach of trust in hostile takeovers». In AUERBACH, A. (ed.): *Corporate takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, Chicago.
- SHLEIFER, A. y VISHNY R. [1986]: «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy*, vol. 94: págs. 461-488.
- [1997]: «A survey of corporate governance». *Journal of Finance*, vol. 52: págs. 737-783.
- SHORT, H., y KEASEY, K. [1999]: «Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K.». *Journal of Corporate Finance*, vol. 5: págs. 79-101.
- SOBOL, M. G., y FARRELLY, G. [1988]: «Corporate reputation: a function of relative size or financial performance?» *Review of Business and Economic Research*, vol. 24: págs. 45-59.
- SRIVASTAVA, R. K., MCINISH, T. H., WOOD, R. A., and CAPRARO A. J. [1997]: «The value of corporate reputation: evidence from equity markets». *Corporate Reputation Review*, vol. 1: págs. 62-67.
- THOMSEN, S. y PEDERSEN, T. [2000]: «Ownership structure and economic performance in the largest European companies». *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 689-705.
- VERGIN, R. C., y QORONFLEH, M. W. [1998]: «Corporate reputation and the stock market». *Business Horizons*, vol. 41(1): págs. 19-26.
- WADDOCK, S. [2000]: «The multiple bottom lines of corporate citizenship: social investing, reputation, and responsibility audits». *Business and Society Review*, vol. 105: págs. 323-345.
- WARTICK, S. L. [1992]: «The relationship between intense media exposure and change in corporate reputation». *Business and Society*, vol. 31: págs.33-42.
- WEIZSACKER, C. C. V. [1980]: *Barriers to Entry*. New York: Springer-Verlag.
- WILLIAMS, R. J., SCHNAKE, M. E., y FREDENBERGER, W. [2005]: «The impact of corporate strategy on firm's reputation». *Corporate Reputation Review*, vol. 8 (3): págs. 187-197.
- WILLIAMSON, O. E. [1985]: *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press.
- ZOIDO, M. E. [1998]: «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas». *Investigaciones Económicas*, vol. 22(3): págs. 427-487.

## ANEXO

### ÍTEMS DEL ÍNDICE MERCO

---

#### **1. Resultado Económico-Financiero**

- a. Beneficio contable
- b. Rentabilidad
- c. Calidad de la información económica

#### **2. Calidad del Producto-Servicio**

- a. Valor del producto
- b. Valor de la marca
- c. Servicio al cliente

#### **3. Cultura corporativa y Calidad laboral**

- a. Adecuación de la cultura al proyecto empresarial
- b. Calidad de la vida laboral
- c. Evaluación y recompensa

#### **4. Ética y responsabilidad social corporativa**

- a. Ética empresarial
- b. Compromiso con la comunidad
- c. Responsabilidad social y medioambiental

#### **5. Dimensión global y Presencia internacional**

- a. Expansión internacional
- b. Alianzas estratégicas
- c. Relación *on-line* con los *stakeholders* (posicionamiento estratégico en Internet)

#### **6. Innovación**

- a. Inversiones en I+D
  - b. Renovación del portafolios de productos y servicios
  - c. Nuevos canales
-