

GOBIERNO CORPORATIVO Y MARCO LEGAL E INSTITUCIONAL

FÉLIX JAVIER LÓPEZ ITURRIAGA
ÓSCAR LÓPEZ DE FORONDA PÉREZ
MARCOS SANTAMARÍA MARISCAL

*Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.
Universidad de Valladolid*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA, don Juan Antonio MAROTO ACÍN y don Jesús URÍAS VALIENTE.

Extracto:

EL presente trabajo analiza la relación existente entre la estructura de capital, la estructura de propiedad y el valor corporativo para una muestra de empresas de 15 países europeos durante el período 1997-2000. A la luz del enfoque jurídico-financiero, nuestros resultados ponen de manifiesto la existencia de distintos conflictos de agencia y el disímil papel que los mecanismos de gobierno desempeñan en cada entorno legal e institucional. En los países del ámbito anglosajón, en los que el principal problema de gobierno surge de la divergencia de intereses entre accionistas y directivos, la participación de estos últimos en la propiedad junto con la política de endeudamiento parecen actuar como mecanismos de gobierno más efectivos. Por su parte, en los países de tradición legal civil, el conflicto de gobierno más relevante surge de la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios, con lo que la concentración de propiedad facilita en estos casos la expropiación de riqueza por parte del principal accionista al resto de minoritarios. En estos países el grado de contestación interna al primer accionista desempeña un papel clave, de modo que la existencia de un segundo accionista de referencia y su participación en el capital modifican significativamente este efecto expropiador.

Palabras clave: estructura de capital, estructura de propiedad, gobierno corporativo y marco institucional y legal.

Sumario

1. Introducción.
2. El origen del problema.
3. Tradición legal, entorno institucional y gobierno corporativo.
 - 3.1. Estructura de capital.
 - 3.2. Propiedad directiva.
 - 3.3. Concentración de la propiedad.
4. Muestra y metodología.
 - 4.1. Muestra y variables.
 - 4.2. Metodología.
5. Resultados.
 - 5.1. Análisis descriptivo.
 - 5.2. Análisis explicativo.
6. Conclusiones.

Bibliografía.

Al hombre moderno, por el contrario, la idea de que toda ley reguladora de la actividad humana debe ser fruto de previa intervención legislativa parece algo tan obvio que la afirmación según la cual la ley es anterior a su institución deliberada le suena a paradoja. Pero no cabe duda de que mucho antes de que al hombre se le ocurriese pensar que estaba en su mano estatuirlo o alterarla, la ley existía ya.

F.A. HAYEK

Derecho, legislación y libertad (1985)

1. INTRODUCCIÓN

El gobierno corporativo constituye uno de los temas que más han atraído la atención de los investigadores en Economía de la Empresa durante los últimos años (SHLEIFER y VISHNY, 1997; DENIS y McCONNELL, 2003). A este respecto, son numerosos los estudios –su sola enumeración sería tarea poco menos que imposible– que han abordado el efecto que, sobre el valor de la empresa, tienen distintos mecanismos de gobierno como la estructura de capital (HARRIS y RAVIV, 1991), la estructura de propiedad (BERGSTRÖM y RYDQVIST, 1990), la política de dividendos (LANG y LITZENBERGER, 1989), el mercado de control corporativo (JENSEN, 1993) o el consejo de administración (HERMALIN y WEISBACH, 2001).

Estos trabajos han evidenciado con frecuencia las especificidades de cada país o de los distintos modelos de organización de la actividad económica y han revelado un heterogéneo funcionamiento de los mecanismos de control corporativo según el entorno institucional y legal en el que opera la empresa. De hecho, se puede afirmar que el estudio del gobierno corporativo ha experimentado una inflexión y los artículos más recientes se caracterizan por trascender la fragmentación nacional abordando el análisis de los mecanismos en un contexto internacional a la luz del denominado enfoque *Law and Finance* (LA PORTA *et al.*, 1998; DENIS y McCONNELL, 2003; AZOFRA, 2004).

Nuestro trabajo se inscribe en esta corriente puesto que trata de estudiar la influencia de la estructura de propiedad sobre el valor corporativo en una muestra internacional de empresas, a la vez que hacemos explícita consideración de las peculiaridades del entorno institucional y legal. Más concretamente, nos planteamos si puede hablarse de un funcionamiento diferenciado de los mecanismos de gobierno, con especial incidencia en la estructura de propiedad, según las características del entramado legal y el grado de protección a los inversores de cada país. Nuestros resultados ponen de manifiesto que la relación entre los derechos de propiedad y de control –y, por ende, la eficacia de los mecanismos de gobierno– difiere considerablemente en las empresas de uno y otro entorno institucional. Así, mientras que la propiedad directiva y la política de endeudamiento se demuestran mecanismos efectivos en los países del ámbito anglosajón, en los países de tradición legal civil la mayor concentración de propiedad genera un nuevo conflicto de intereses que facilita la expropiación de riqueza del resto de minoritarios por parte del accionista mayoritario. En este caso, la existencia

de un segundo accionista de referencia limita, en parte, la potencial expropiación e incide positivamente en el valor de mercado de la empresa.

El trabajo se articula en seis grandes epígrafes. Tras la introducción, en el epígrafe segundo adoptamos una perspectiva histórica para describir la génesis del problema gobierno corporativo en los diferentes países. Posteriormente, en el tercer epígrafe se realiza una revisión de la literatura referente al funcionamiento de los mecanismos de gobierno corporativo en los distintos entornos institucionales y legales. Este repaso se imbrica con la formulación de las hipótesis que trataremos de contrastar empíricamente. La descripción de la muestra objeto de estudio, la selección de las variables empleadas y la explicación de la metodología aplicada constituyen el contenido del cuarto epígrafe, mientras que en el quinto epígrafe exponemos los principales resultados obtenidos en nuestro análisis y valoramos el grado de cumplimiento de las hipótesis inicialmente formuladas. El trabajo se cierra con un apartado de conclusiones donde destacamos los elementos más relevantes de la investigación y apuntamos futuras líneas de trabajo.

2. EL ORIGEN DEL PROBLEMA

Los problemas de gobierno corporativo así como los mecanismos que tratan de dar solución a tales fricciones no han surgido espontáneamente ni son un fenómeno exclusivo de los últimos años, sino que hunden sus raíces en los albores de la Edad Contemporánea. Se hace precisa, por tanto, una reflexión histórica acerca de los factores legales, económicos y políticos que alumbraron los orígenes de la empresa tal y como la conocemos hoy en día, que conformaron su estructura de propiedad y, por ende, que definieron los problemas de gobierno corporativo.

El nacimiento de las sociedades por acciones coincide con el desarrollo de las empresas navieras británicas y holandesas de los siglos XVI y XVII. Los capitanes de los barcos distribuían entre los inversores tanto los activos de la empresa como los derechos de venta sobre las mercancías. Al finalizar el viaje, los pagos se repartían entre los propietarios y la compañía se liquidaba.

Sin embargo, las compañías colectivas por acciones creadas por los comerciantes británicos a principios del siglo XVIII dieron un paso más en el desarrollo de esta forma organizativa al no proceder a su liquidación una vez finalizado el viaje. Estas compañías no tenían una vida finita y emitían acciones que permitían a los propietarios percibir dividendos procedentes exclusivamente de los beneficios. En aquella época la aprobación de la denominada ley de la *regla del beneficio* de 1700 que reguló el pago de dividendos en Inglaterra evitó la descapitalización de las empresas al limitar los pagos que percibían los propietarios a una proporción de los beneficios obtenidos. Las compañías así constituidas experimentaron una gran difusión y ya Adam SMITH, en su conocida obra de 1776, entrevió los problemas que esta forma de organización de la propiedad causaría en el futuro, particularmente en lo relativo a la supervisión de las prácticas directivas de la gerencia.

La Primera Revolución Industrial, a finales del siglo XVIII, propagó la estructura de propiedad repartida en acciones a otros sectores industriales en aquel momento emergentes. Esta forma socie-

taria cruzó el Atlántico y se difundió rápidamente en la naciente nación norteamericana, existiendo ya referencias a la misma en 1752 con la fundación en Filadelfia de la compañía *The Philadelphia Contributionship for the Insurance of Houses from loss by Fire*.

No obstante este desarrollo en ultramar, las empresas de los países del Viejo Continente se mantuvieron en su mayor parte dirigidas por sus propietarios hasta mediados del siglo XIX, por lo que el problema vislumbrado por Adam SMITH no recibió una especial atención de los estudiosos de la economía. La microeconomía clásica hacía caso omiso de los problemas ocasionados por la separación entre la propiedad y el control por un doble motivo. En primer lugar, eran aún pocas y de reciente constitución las empresas cuyo capital se hallaba dividido en acciones. Y, en segundo lugar, no se atribuía a los procesos y relaciones internas de la empresa el suficiente poder explicativo de las transacciones llevadas a cabo en los mercados con libre competencia, mercados que se encontraban en el centro del debate académico y político de la época. Por tanto, la empresa se asimilaba a una *caja negra* que iba a permanecer largo tiempo cerrada para la investigación.

Se entiende así que el proceso de consolidación de estas nuevas formas societarias fuera más largo y costoso en los países de Europa continental que en el Reino Unido o en Norteamérica. En este contexto, hay que citar los denodados esfuerzos que la Ilustración hizo en la Francia de la época para conseguir la separación de poderes en la organización de la sociedad y de la vida política, y la obra de MONTESQUIEU quien, tomando como referencia la monarquía y el parlamento británicos, señaló la necesidad de separar los poderes ejecutivo, legislativo y judicial con el fin de salvaguardar su independencia y autonomía. Este mismo pensamiento subyace de alguna manera en la forma organizativa que suponían las nuevas compañías repartidas por acciones donde existía la separación entre el poder accionarial sobre los beneficios de la empresa y el poder efectivo de toma de decisiones gerenciales.

La Revolución Francesa, con el subsiguiente cambio político y el surgimiento de Napoleón como «emperador continental», favoreció la implantación de las ideas ilustradas, aunque de modo un tanto *sui generis*. Basándose en la codificación del Derecho romano realizada en el siglo VI por el emperador Justiniano, Napoleón unificó los sistemas legales en los Estados de Europa Continental eliminando la jurisprudencia y situando al Estado por encima de los tribunales. La culminación de este proceso significó la fractura definitiva con el modelo anglosajón no solo en cuanto al desarrollo jurídico y económico de las sociedades, sino de manera más amplia, en cuanto a la concepción de las propias instituciones de un Estado. Se gestan así las dos tradiciones legales más relevantes en el mundo: la tradición legal civil y la tradición legal común.

En paralelo a este proceso de conformación legal y, especialmente como resultado colateral de la Segunda Revolución Industrial, la que CHANDLER denominaría nueva empresa de negocios se generalizó en casi todos países desarrollados. Estas compañías, agrupadas en *trusts*, *cárteles* y *holdings*, se caracterizaban por su gran dimensión, lo que requería fuertes inversiones realizadas por aportantes de fondos externos a la dirección de la empresa con capacidad para asumir riesgos. Como consecuencia de ello, el problema de separación entre la propiedad y el control recupera su posición original en el vértice del problema del gobierno de la empresa. No en vano, con preclara visión BERLE y MEANS señalarían en 1932 las dificultades a las que se enfrentaban las corporaciones norteamericanas cuya propiedad estaba diseminada en acciones y cuyo control recaía en manos de los directivos de la empresa.

A pesar de la magnitud del problema, la metodología económica imperante no lo abordó decididamente hasta el último tercio del siglo XX. Este conflicto, y la toma de decisiones por los directivos en pos de sus propios intereses, constituyó el núcleo de atención de los autores gerencialistas que analizaron las funciones de preferencia o satisfacción de los gerentes. Dicha literatura entroncará más adelante con los postulados de la teoría de la agencia propuesta por JENSEN y MECKLING en 1976 y, probablemente, tan solo en el marco conceptual de esta teoría se pueda resolver el puzzle del gobierno corporativo.

Ahora bien, a lo largo de todos estos años el problema del gobierno corporativo ha evolucionado a medida que lo hacía el perfil de la empresa hacia instituciones con límites más difusos, hasta el punto de ser consideradas ficciones legales que sirven como nexo de las relaciones contractuales que se dan dentro de ellas. La fisonomía de la empresa ha pasado de ser una compañía integrada verticalmente, con gran concentración de propiedad, mucho capital físico y cuyo principal problema de gobierno se situaba en el punto más alto de la estructura organizativa, a ser una corporación más abierta y competitiva, y cuya principal fuente de valor es el capital humano.

Tras esta redefinición empresarial, el problema de gobierno deja de concernir exclusivamente a la relación de los propietarios con la dirección de la compañía y se amplía al resto de participantes de la red de contratos que configura la empresa. De este modo, el gobierno de la empresa se ocupa del establecimiento de mecanismos que eviten comportamientos oportunistas entre los diferentes partícipes de la misma. La concreción de estos mecanismos determinan el sistema de gobierno de cada organización y se encuentra, a su vez, influenciado por la actividad y desarrollo de los mercados y de las instituciones financieras de cada entorno económico (ZINGALES, 1998).

3. TRADICIÓN LEGAL, ENTORNO INSTITUCIONAL Y GOBIERNO CORPORATIVO

La investigación más reciente ha puesto de manifiesto que los entornos económicos en los que operan las empresas no son iguales, que los problemas de gobierno no coinciden, que las soluciones propuestas para un contexto pueden no ser transferibles a otros ámbitos y que, en definitiva, hay que tener en cuenta factores de carácter institucional a la hora de analizar las decisiones empresariales. Esta corriente de trabajo ha dado origen al enfoque *Law and Finance* y está en la base de numerosos avances que estudian la influencia de los distintos aspectos institucionales en las políticas de la empresa. Autores como LA PORTA *et al.* (1997, 1998, 1999 y 2000) y LEVINE (1998, 1999), pioneros de este enfoque, confirman que las empresas presentan diferentes patrones de comportamiento según el país en el que operan y que estas disimilitudes obedecen fundamentalmente a la tradición legal de cada país concebida en un sentido amplio. Como apunta MERRYMAN (1985) *«una tradición legal no es un conjunto de reglas legales acerca de contratos, empresas o delitos, aunque estas reglas tengan casi siempre reflejo de algún tipo en esa tradición. Es más un conjunto de actitudes, históricamente condicionadas y profundamente arraigadas, sobre la naturaleza del derecho, sobre el papel de la ley en la sociedad y la forma de gobierno, sobre la adecuada organización y funcionamiento del sistema legal, y sobre la vía en que la ley es o debe ser legislada, impartida, estudiada, perfeccionada y enseñada. La tradición legal relaciona el sistema legal con la cultura, de la cual, es una expresión parcial.»*

Desde esta perspectiva se entiende que la tradición legal inspire no solamente la configuración del marco legal de un país, sino también el desarrollo de sus instituciones económicas y políticas, y entre ellas, de sus empresas. En este último caso, LA PORTA *et al.* (1998) particularizan esta influencia a través tanto del grado de protección de los derechos de los inversores como del grado de efectividad de las instituciones a la hora de hacerlos valer ¹.

Así, los orígenes de la tradición legal común o *common law* hemos de buscarlos en Inglaterra y en la consideración histórica del «*Derecho como materia autónoma e independiente de la humana voluntad; algo que era necesario descubrir, pero que en modo alguno cabía crear. Casi resultaba sacrilego entonces suponer que las leyes pudieran ser establecidas o alteradas de manera deliberada*» (HAYEK, 1985). Esta concepción del Derecho, tan dispar a la actual, según la cual los gobernantes no crean las leyes sino que tan solo se limitan a recopilar –descubrir– por escrito las normas que rigen ya en la sociedad permaneció inalterable para toda Europa hasta casi el siglo XV. Sin embargo el auge de las monarquías absolutas centralizadas junto con la influencia del Código de Justiniano, que preconizaba la autoridad del emperador por encima de la ley condujo, en los países de la Europa Continental, a la inversión de esta concepción del Derecho. La asimilación de la idea de que la ley emana solo de los gobernantes significó la desviación definitiva del Derecho inglés y, a la postre, la diferente configuración de las tradiciones legales civil y común.

En Inglaterra durante los siglos XVI y XVII el conflicto entre el Parlamento y la corona inglesa por la venta de derechos de monopolio ² culminó con la victoria del primero y la asunción desde entonces de la máxima *Lex, Rex* –el Derecho es el rey–. La nueva reasignación de poder permitió a los tribunales situar el Derecho por encima de la corona al tiempo que limitaban su capacidad para alterar los derechos de propiedad (BECK y LEVINE, 2003). Esta protección jurídica permitió asegurar la confidencialidad y seguridad de las transacciones lo que incentivó el desarrollo de los mercados financieros y, por consiguiente, el desarrollo de las compañías por acciones. La tradición legal común se extenderá posteriormente a EE.UU., Canadá, Australia y otros países de habla inglesa cuyo moderno desarrollo ha estado fuertemente influenciado por estos.

Por su lado, el punto de inflexión en la definitiva configuración de la tradición legal civil llegó con la Revolución Francesa y la aprobación del código civil napoleónico. Esta codificación se realizó con la clara finalidad de reforzar el papel del Estado francés frente al poder de los tribunales, altamente desprestigiados y acusados continuamente de corrupción (BECK y LEVINE, 2003). El resultado fue la preponderancia del poder estatal sobre los derechos de los individuos, una regulación de la actividad económica mucho más acusada y unos tribunales desposeídos de capacidad para crear derecho y, por ende, menos efectivos a la hora de aplicar la ley. De esta manera la tradición legal civilista quedó asociada a un elevado intervencionismo del Estado y a un menor grado de protección de los derechos tanto de acreedores como de accionistas (LA PORTA *et al.*, 1998, 1999, 2000).

Ahora bien, los países de tradición legal civil no responden a un único esquema, sino que es posible distinguir tres grandes ramas diferenciadas. La primera se corresponde con la tradición

¹ Hemos optado por esta expresión como traducción del término inglés *enforcement*.

² El intento de la corona inglesa de vender derechos de monopolio con el fin de hacer frente a sus gastos presupuestarios chocó frontalmente con la voluntad del Parlamento y de los tribunales que defendían que la concesión del privilegio exclusivo para la producción de un artículo iba *contra el derecho común y la libertad del ciudadano* (HAYEK, 1998).

civil francesa basada en el Código de comercio napoleónico promulgado en 1807 y que se extendió inicialmente a las colonias francesas y, posteriormente, a los países colonizados por España y Portugal. La segunda rama es la tradición civil germana, fundamentada en el Código de comercio alemán de 1897, y que ha influido en los desarrollos legales de países geográficamente tan alejados como Austria, Suiza, Japón o Corea del Sur. Una última corriente es la que se corresponde con la tradición legal civil escandinava y que, a pesar de sus orígenes basados en el derecho romano, ha convergido finalmente hacia el derecho consuetudinario inglés como consecuencia del desuso en que han caído los códigos civiles desde el siglo XVIII en los países nórdicos.

Se conforman de esta manera dos grupos de países, asociados a las dos tradiciones legales y con perfiles financiero-jurídicos notablemente diferentes. Reincidiendo parcialmente sobre ideas ya expuestas se puede afirmar que los países de tradición anglosajona conceden una mejor protección legal a accionistas y acreedores que los países de tradición legal civil, siendo tan crítica esta distinción que las diferencias en términos de distribución de la propiedad corporativa, importancia de los mercados financieros o configuración del perfil de relaciones entre los *stakeholders*, por poner algunos ejemplos, no son sino consecuencias de la asimétrica protección legal a los inversores (LA PORTA *et al.*, 1999, 2000 y 2002). Las implicaciones de tan variado mapa de derechos de accionistas y acreedores sobre la estructura de propiedad y de capital de las empresas son inmediatas.

Los inversores en los entornos legales civilistas reaccionan ante esta desprotección mediante la adquisición de paquetes accionariales de mayor tamaño creando así estructuras de propiedad más concentradas. Los datos que ofrece la literatura a este respecto hablan por sí mismos: el 16% de las empresas británicas posee un accionista de referencia frente al 79% de las empresas francesas y al 85% de las empresas alemanas (FRANKS y MAYER, 2001). En la misma línea, la participación media de los cinco principales accionistas se sitúa en el 25% y el 20% en EE.UU. y Gran Bretaña respectivamente, mientras que sus homólogos japoneses y alemanes poseen, por término medio, el 33% y el 41% de la propiedad de las empresas (ALLEN y GALE, 2001).

En un nivel más amplio de análisis de la propiedad corporativa, se observan también sustanciales diferencias en cuanto a la naturaleza jurídica de los propietarios de las acciones. Sin embargo, puesto que en el análisis empírico posterior no se va a dar entrada a este hecho, nos limitaremos en este punto a constatar las considerables diferencias en la participación de familias, empresas de seguros y entidades bancarias en la propiedad corporativa entre los países de uno y otro grupo de sistemas financiero-legales (MAROTO y MELLE, 2001)³.

La estructura de capital de las empresas también se encuentra muy influida por la diferente protección de los inversores. El distinto marco legal e institucional del país modela los problemas de gobierno y, con frecuencia, propicia una mayor orientación hacia la banca o hacia los mercados financieros como medio de canalización de recursos financieros. Esta célebre dicotomía entre intermediarios y mercados financieros (ALLEN y GALE, 2001) se encuentra en la base

³ Como demuestran estos autores, la estructura de propiedad de las empresas anglosajonas se caracteriza por una mayor participación de familias y de empresas de seguros y fondos de pensiones y un menor peso de bancos y de otras empresas no financieras.

de las diferencias en la estructura productiva de los países así como de las decisiones de endeudamiento de sus empresas (MAROTO y MELLE, 1998 y 2001). Se constata nuevamente la existencia de dos grupos de países, unos de orientación anglosajona en los que los mercados de capitales asumen el protagonismo a la hora de poner en contacto a ahorradores finales con prestatarios finales, y otros de orientación continental –sin que esto signifique excluir a Japón– en los que la banca y otros intermediarios financieros son el modo predominante de transferir recursos de unidades de gasto con superávit a las unidades de gasto con déficit. Como cabe suponer, aunque no sean criterios de clasificación totalmente coincidentes, esta tipología presenta muchas concomitancias con la tradición legal y *de facto* se observan niveles de apalancamiento significativamente distintos entre las empresas del entorno anglosajón y las empresas del entorno civilista.

TABLA 1. Financiación de las empresas no financieras (porcentaje sobre el total del pasivo).

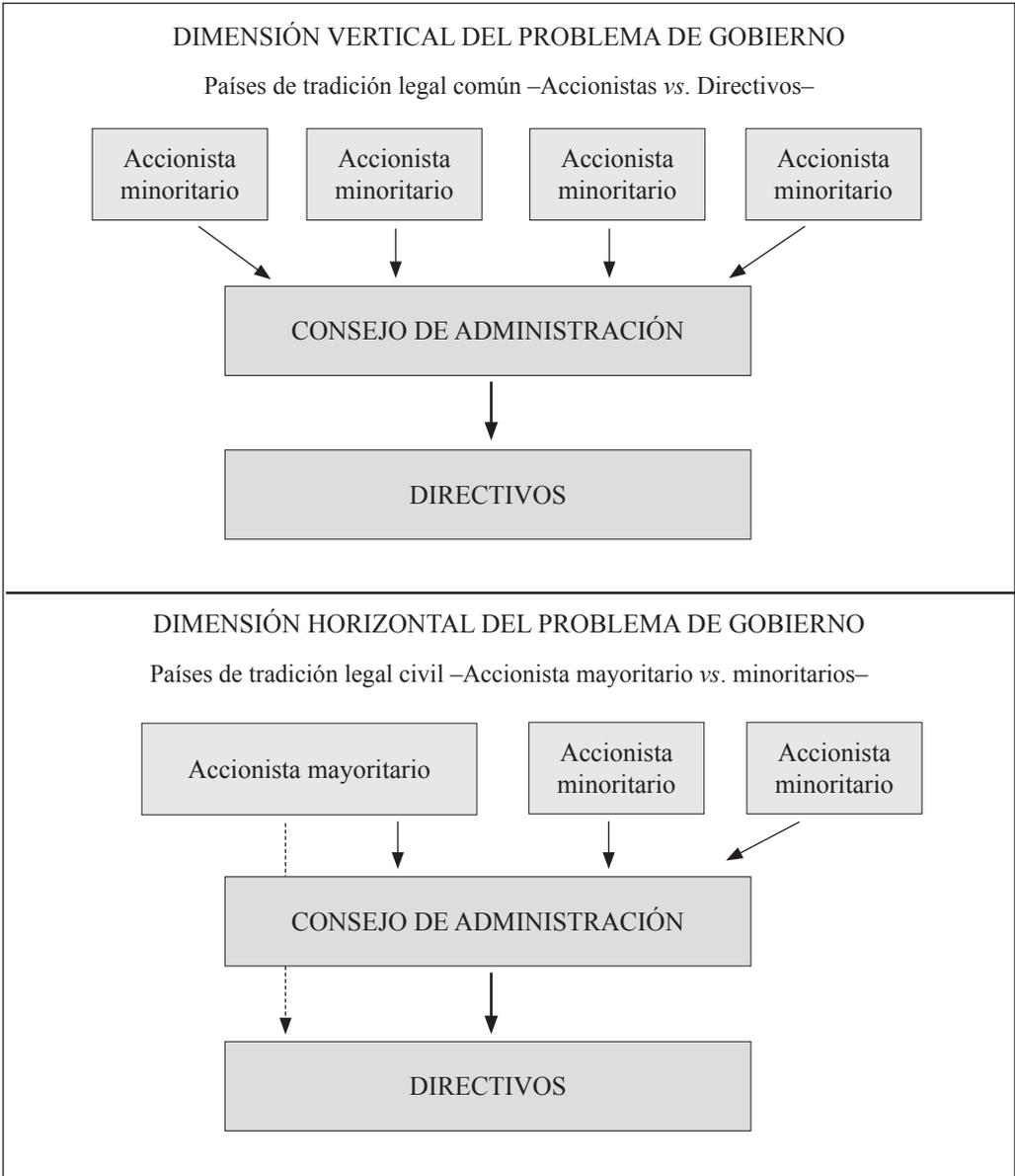
	EE.UU.	Japón	Alemania	España
Préstamos	18,5	44,2	56,4	37,2
Renta fija	11,2	7,1	2,1	3,7
Acciones	48,3	23,4	32,3	36,7
Otros	22	25,4	9,2	22,3
Total	100	100	100	100

FUENTE: SALAS (1999).

Las comparaciones internacionales –una de las cuales se recoge en la **tabla 1**–, en general, atribuyen una mayor ratio de endeudamiento a los países de origen legal civil en comparación con sus homólogos de ley común (FRANKS y MAYER, 1997; SALAS, 1999; ALLEN y GALE, 2001; DEMIRGÜC-KUNT y LEVINE, 2001). Y, más allá de la estructura financiera, se observan también diferencias muy considerables en la procedencia de la deuda, de modo que las corporaciones de los países civilistas recaban mayoritariamente financiación de los intermediarios financieros mientras que el endeudamiento de las empresas del entorno legal consuetudinario proviene fundamentalmente de los mercados de bonos.

Por todo ello se hace evidente que el planteamiento de los problemas de gobierno en las empresas de uno u otro sistema legal no puede ser ajeno a las claras diferencias en términos de estructura de capital y de propiedad. Mientras que en las empresas anglosajonas el problema de gobierno básico adquiere una dimensión vertical derivada de la relación entre la dirección y un conjunto disperso de accionistas propietarios de pequeñas participaciones, el conflicto más relevante en las empresas de países de tradición legal civil adopta una dimensión horizontal enfrentando al accionista mayoritario –propietario de un gran bloque de acciones– con el conjunto de los accionistas minoritarios (**cuadro 1**).

CUADRO 1. *El problema de gobierno corporativo.*



FUENTE: ROE (2003) y elaboración propia.

En la dimensión horizontal del problema, la gerencia actúa bajo la estrecha supervisión del accionista mayoritario y toma las decisiones en función de los dictados del mismo. En tal escenario los accionistas minoritarios se convierten en objeto de posibles comportamientos expropiatorios por parte del accionista mayoritario que busca la consecución de sus propios intereses. Esta expropiación puede concretarse en la transferencia de activos y beneficios fuera de la empresa en provecho del accionista mayoritario a través, por ejemplo, de la venta de activos, la firma de contratos en favor de otras empresas bajo su control, la apropiación de dinero en efectivo, la contratación de miembros con los que mantiene vínculos familiares, etc.

A este respecto la literatura financiera ha mostrado que en Europa Continental los grandes accionistas refuerzan su poder mediante el establecimiento de vínculos familiares con otros accionistas y a través de la participación en corporaciones interpuestas que poseen, a su vez, participación en la empresa original (FACCIO y LANG, 2002). Este entramado de pirámides de propiedad y participaciones cruzadas confiere a estos accionistas un exceso de derechos de control en relación a su participación en el excedente empresarial lo que facilita la extracción de beneficios privados en detrimento de los intereses del resto de accionistas minoritarios.

Pero este exceso de derechos de control en manos del accionista mayoritario no solo incide en su relación con los accionistas minoritarios sino que también afecta al resto de partícipes de la empresa. A modo de ejemplo, el afán de transferir recursos fuera de la empresa puede conllevar desinversiones que provoquen pérdidas de empleo. Desde esta perspectiva es posible poner en tela de juicio algunas de las recientes fusiones y adquisiciones de empresas llevadas a cabo en Europa. Estas operaciones, auspiciadas por los grandes accionistas para aumentar sus cuotas de poder en la nueva empresa fusionada o absorbida –más recursos y más activos bajo su control–, acarrear en muchos casos pérdidas de valor en la cotización de las acciones y traumáticas políticas de desempleo.

En la medida en que las relaciones contractuales vienen afectadas por la distribución de derechos de las partes contratantes, la configuración del tejido de relaciones dentro de la empresa dependerá del marco institucional de cada país. En este sentido, la utilización de los mecanismos de gobierno corporativo y los propios problemas a que esos mecanismos tratan de dar solución están estrechamente vinculados con el entorno legal de cada país. En otras palabras, los mecanismos de gobierno corporativo adoptarán un perfil distinto en cada entorno institucional como consecuencia de los distintos problemas de gobierno afrontados.

En consecuencia, parece oportuno repasar el funcionamiento de algunos de estos mecanismos de control para, al hilo de esa revisión, formular las hipótesis de nuestro trabajo. Restringiremos nuestra atención a mecanismos de naturaleza interna como son la estructura de capital y la estructura de propiedad, si bien esta última puede desdoblarse en la influencia de la concentración de la propiedad y del nivel de propiedad directiva.

3.1. Estructura de capital.

La estructura de endeudamiento de las empresas constituye uno de los puntos más controvertidos de las finanzas corporativas y no sería muy arriesgado afirmar que su sinuoso devenir ha con-

tribuido a vertebrar la evolución del conocimiento científico de la disciplina. El celeberrimo trabajo de MODIGLIANI y MILLER (1958) supuso una revolución copernicana e inauguró un debate entre los académicos en torno a la relevancia de la decisión de endeudamiento. A lo largo del tiempo se yuxtapondrán investigaciones que incorporan diversas imperfecciones del mercado y que tratan de armonizar el marco valorativo propuesto por estos dos autores galardonados por la Academia Sueca en 1985 y 1990, con la praxis financiera de las empresas: el impuesto de sociedades (MODIGLIANI y MILLER, 1963), los impuestos sobre la renta personal (MILLER, 1977) y los costes de insolvencia son solamente algunos de los aspectos que han jalonado esta evolución.

Pero más allá de la explicación clásica de la decisión de financiación basada en el coste explícito de los recursos, en el asimétrico tratamiento fiscal o en los costes de quiebra, no faltan argumentos para justificar la interacción de la estructura de capital con los conflictos de agencia que se presentan en la empresa, especialmente con los surgidos entre los directivos y los accionistas. Nuevamente la teoría de la agencia se erige como paradigma de referencia obligatoria y su aplicación al entramado contractual de la empresa proporciona claves interpretativas para comprender más cabalmente las decisiones sobre estructura de capital. La separación entre la propiedad y el control de la empresa genera un problema de confianza de los accionistas en los responsables de la administración corporativa. Cabe, por consiguiente, la posibilidad de que los directivos adopten decisiones financieras que no se ajusten plenamente al objetivo de maximización del valor para sus accionistas.

Una primera forma de influencia del endeudamiento en la eficiencia de la empresa se corresponde con su utilización como mecanismo de control directivo (GROSSMAN y HART, 1982; HARRIS y RAVIV, 1991; BARCLAY y SMITH, 2005). La preferencia de los directivos por el consumo de beneficios no pecuniarios en detrimento de la riqueza de los propietarios de la empresa se ve atenuada por el recurso al endeudamiento. Estructuras de capital apalancadas incrementan el riesgo de quiebra de la empresa, actúan como amenaza sobre la seguridad en el empleo de los directivos y, consecuentemente, minoran su consumo de este tipo de beneficios.

Una segunda vía viene dada por la limitación que el endeudamiento comporta sobre el *free cash-flow* o recursos de caja susceptibles de utilización discrecional (JENSEN, 1986). Estos recursos libres de caja son aquellos que quedan libremente a disposición de la dirección después de financiar las oportunidades de inversión con valor actual neto positivo. La disposición de estos recursos puede constituir un punto de conflicto entre accionistas y directivos ya que, mientras que los primeros desearán su reparto, los últimos preferirán mantenerlos en su poder para, de este modo, sortear la disciplina de los mercados financieros e incurrir en la sobreinversión o acometimiento de proyectos de inversión por encima del nivel óptimo.

La utilización de la deuda como medio de financiación responde a ese intento de lograr niveles más altos de disciplina directiva. La mayor rigidez de los compromisos financieros de los recursos ajenos en comparación con los capitales propios hace a aquellos especialmente aptos para limar la posible ineficiencia directiva, como ha sido puesto de manifiesto repetidas veces por la literatura (GROSSMAN y HART, 1982; HARRIS y RAVIV, 1991; MCCONNELL y SERVAES, 1995; MENÉNDEZ, 2001).

Por lo tanto, cabe esperar una relación positiva entre el valor de la empresa –indicativo de la eficiencia de las decisiones adoptadas por la dirección– y el grado de endeudamiento. Asimismo, dado que este mecanismo de control redundante en un mayor control directivo, será de esperar que la incidencia del endeudamiento sobre el valor sea más estrecha en el ámbito legal consuetudinario, pues es ahí donde más agudamente se revelan los problemas originados por la relación directiva. En consecuencia, podemos formular nuestra primera hipótesis de la siguiente manera:

HIPÓTESIS 1: Es de esperar una relación positiva entre el nivel de endeudamiento y el valor de la empresa. Además, esta relación será más relevante en los países encuadrados en el ámbito del derecho consuetudinario, donde es más patente el problema de separación entre propiedad y control.

3.2. Propiedad directiva.

La separación entre la propiedad y el control subraya la necesidad de conocer los incentivos con los que cuentan los tenedores de los derechos de control para el desempeño eficiente de su función. La evidencia empírica disponible a este respecto es clara, mostrando una inequívoca relación entre la propiedad en manos de los directivos y el valor de la empresa (MORCK *et al.*, 1989; THOMSEN y PEDERSEN, 2000). No obstante el estrecho vínculo existente entre ambos elementos, esta relación admite matices ya que puede combinar un efecto de convergencia en los escalones de propiedad más bajos con un efecto de atrincheramiento para niveles suficientemente elevados. Por lo tanto, es de esperar que nuestros resultados sean coherentes con esta evidencia y muestren inicialmente un efecto positivo de la propiedad directiva sobre el valor de la empresa para, una vez alcanzado cierto umbral, invertirse la tendencia y poner de manifiesto un efecto negativo sobre la valoración de la empresa. Ahora bien, la eficacia de este mecanismo será tanto mayor cuanto más pronunciado sea el problema de agencia que trata de resolver. Por ello, la propiedad directiva está llamada a desempeñar un papel más importante en los países de tradición legal común, en los que el problema básico es la divergencia entre accionistas y dirección. En consecuencia, nuestra segunda hipótesis puede ser formulada de la siguiente forma:

HIPÓTESIS 2: El valor de la empresa mantendrá una relación no lineal con la proporción de propiedad en manos de los directivos. Esta relación será más estrecha en los países de tradición legal consuetudinaria en los que la separación entre propietarios y directivos es más acusada.

3.3. Concentración de la propiedad.

En los países de tradición legal civil los derechos de los inversores no resultan suficientemente garantizados y, como respuesta a esa falta de protección legal, la estructura de propiedad de la empresa tiende a unos mayores niveles de concentración. En ese escenario, el conflicto de intereses se traduce en discrepancias entre los accionistas mayoritarios y los propietarios de pequeñas participaciones (BURKART *et al.*, 1997; LA PORTA *et al.*, 1999). Por el contrario, en los países de tradición legal común en los que las instituciones protegen de manera efectiva los derechos de los inversores, la propiedad se encuentra dispersa en manos de pequeños accionistas. Como consecuencia de esta

estructura y del problema del *free-rider*⁴ los accionistas de estos países cuentan con pocos incentivos para supervisar la actuación directiva, dejando esta tarea en manos del mercado de control corporativo (FRANKS y MAYER, 1997). Aunque hay autores que han mostrado que una propiedad más concentrada incentiva la supervisión del equipo directivo y mejora la eficiencia de la empresa (DEMSETZ y LEHN, 1985; BERGSTRÖM y RYDQVIST, 1990), una vez más, este tipo de relaciones han de analizarse a la luz del entorno institucional, existiendo evidencia del negativo efecto que la concentración de la propiedad tiene sobre el valor de la empresa y de cómo este efecto viene mediatizado por el recurso a los mercados de capitales (LEHMANN y WEIGAND, 2000). En aquellas naciones en las que el conflicto accionistas-directivos tiene una mayor relevancia, es posible que la concentración de la propiedad no ejerza una notable influencia en el valor de la empresa, máxime si se tiene en cuenta que en tales países los accionistas se hallan más protegidos y, por tanto, no necesitan recurrir a una propiedad concentrada como mecanismo para garantizar sus derechos.

Por el contrario, cuando el primordial conflicto de intereses se entabla entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, la concentración de propiedad conlleva la existencia de un potencial riesgo de expropiación por parte de los primeros, siendo este riesgo tanto mayor cuanto mayor es la capacidad de decisión de los accionistas mayoritarios (JOHNSON *et al.*, 2000; GUTIÉRREZ y TRIBÓ, 2004). No obstante, la posibilidad de expropiación puede presentar una evolución no lineal pues es razonable pensar que, una vez alcanzado cierto porcentaje de propiedad, los accionistas mayoritarios soporten en mayor medida los costes de sus acciones y por ende, los beneficios privados que extraigan sean menores (BENNEDSEN y WOLFENZON, 2000; THOMSEN y PEDERSEN, 2001; CLAESSENS *et al.*, 2000). Por lo tanto, el riesgo de expropiación se plasmará en una relación dual entre el valor de la empresa y el nivel de propiedad de los accionistas de control: decreciente en los valores más bajos de propiedad para, tras superar un umbral, invertirse la tendencia y mostrar una relación positiva entre ambos factores.

HIPÓTESIS 3: La concentración de la propiedad desempeñará una función diferente dependiendo del entorno institucional-legal. En los países de tradición legal civil podría darse un efecto no lineal que combine una relación negativa con el valor en los tramos más bajos de concentración de la propiedad con una relación positiva para niveles de propiedad de los accionistas mayoritarios suficientemente elevados.

Además de lo anterior, existen otros factores relacionados con la concentración de la propiedad que pueden modelar la alineación de intereses o la expropiación de riqueza entre los accionistas. La actitud del principal accionista dependerá, por un lado, de los intereses que posea fuera de la organización y, por otro, de la contestación a su control que encuentre dentro de la empresa (GOMES y NOVAES, 2001). La literatura financiera ha demostrado que la expropiación a los accionistas minoritarios es menor en las empresas en las que el control resulta más disputado y las diferencias en las participaciones y capacidades de sus grandes accionistas no son tan acusadas (BLOCH y HEGE, 2001; CASASOLA *et al.*, 2001; EDWARDS y WEICHENRIEDER, 2002; MAURY y PAJUSTE, 2005). Como explican estos autores, cuando la posición del accionista mayoritario no es tan preeminente, se hace preciso contar con el concurso de otros accionistas de referencia o con algunos de los accionistas minoritarios, lo cual dificulta la discrecionalidad del principal accionista y reduce los beneficios privados que

⁴ Con esta expresión nos referimos a los problemas de acción colectiva que surgen cuando los beneficios de la actuación de un agente se distribuyen entre otros agentes que no participan en esa actuación ni en los costes que comporta.

podría extraer. Teniendo presente que el conflicto entre accionistas incide en los países de tradición legal civil con mayor hondura que en el entorno de ley común, estos modos de influencia de la concentración de la propiedad nos llevan a formular las dos últimas hipótesis de la siguiente manera:

HIPÓTESIS 4: *La presencia de un segundo accionista de referencia afectará a la relación entre estructura de propiedad y valor en los países de tradición legal civil.*

HIPÓTESIS 5: *El porcentaje de propiedad poseído por el segundo accionista influirá positivamente en el valor de la empresa en los países del entorno de ley civil.*

4. MUESTRA Y METODOLOGÍA

4.1. Muestra y variables.

La información necesaria para contrastar las hipótesis planteadas ha requerido la utilización combinada de dos bases de datos. Los datos económicos referidos a los estados financieros (balance de situación y cuenta de resultados) y los valores de mercado de las diferentes empresas proceden de la base de datos *Compustat*. Por su parte, la información sobre estructura de propiedad de las empresas se extrajo de la base de datos *Amadeus*. La muestra objeto de análisis, como se detalla en las **tablas 2 y 3**, queda configurada por 1.216 empresas pertenecientes a los 15 países miembros de la Unión Europea en el período 1997-2000 con un total de 3.115 observaciones.

TABLA 2. *Composición de la muestra según el origen legal.*

	N.º empresas	Observaciones
Sistema ley común	461	1.407
Sistema ley civil	755	1.708
Total	1.216	3.115

TABLA 3. *Composición de la muestra por países.*

Tradición legal civil					
Origen francés	Empresas	Observac.	Origen alemán	Empresas	Observac.
Francia	270	547	Alemania	146	345
España	57	141	Austria	18	42
Países Bajos	72	204	Total	164	387

.../...

.../...					
Bélgica	36	75			
Grecia	29	62	Origen escandinavo		
Italia	2	6	Dinamarca	39	110
Luxemburgo	1	3	Suecia	53	93
Portugal	4	11	Finlandia	28	69
Total	471	1.049	Total	120	272
Tradición legal común					
Gran Bretaña	460	1.403			
Irlanda	1	4			
Total	461	1.407			

A partir de esta información, hemos definido un conjunto de variables que tratan de medir los distintos aspectos a los que anteriormente se hizo referencia. La valoración de las empresas por el mercado se ha medido a través de la variable MB, definida como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los activos totales. Dadas las dificultades para obtener el valor de mercado de la deuda y siguiendo a MAURY y PAJUSTE (2005) definiremos el valor de mercado del activo como la suma del valor de mercado de los recursos propios y del valor contable de la deuda. Mediremos la estructura de capital mediante la variable LEV calculada como la ratio entre el valor contable de los recursos ajenos y el valor contable de los fondos propios. Por su parte, la estructura de propiedad se ha caracterizado en una triple vertiente: una primera variable mide el porcentaje de participación de los directivos (consejeros) en la propiedad de la empresa (DIR); una segunda variable mide el porcentaje de participación del primer accionista en la propiedad de la empresa (PROP1); y por último, la variable *dummy* PROPDUM2 y la variable continua PROP2 indican, respectivamente, la existencia de un segundo accionista con participación significativa en la propiedad de la empresa y el porcentaje de propiedad de dicho segundo accionista –en aquellos casos en los que exista–.

Además de estas variables, hemos incorporado a nuestro modelo variables de control a fin de tener en cuenta aquellos aspectos que, si bien no se corresponden estrictamente con mecanismos de gobierno corporativo, incorporan información significativa cuya supresión podría comportar un sesgo de omisión. La primera de ellas hace referencia a la tasa de distribución de dividendos (DIV), calculada como la ratio entre los dividendos repartidos por la empresa y sus fondos propios, mientras que la segunda variable de control se identifica con el tamaño de la empresa, medido a través del logaritmo de los activos totales (LOGACT). Asimismo, hemos utilizado una variable *dummy* (ANGLO) para diferenciar los países de tradición legal consuetudinaria de los países de tradición legal civil.

4.2. Metodología.

La fase de análisis se ha estructurado en dos etapas. En un primer estadio hemos realizado un análisis de índole descriptiva a fin de caracterizar la muestra objeto de estudio y de explorar, si existen, diferencias en las estructuras de gobierno y su incidencia en el valor de mercado en cada entor-

no institucional. En segundo lugar, contrastaremos las hipótesis anteriormente formuladas, efectuando un análisis de corte explicativo para valorar hasta qué punto los mecanismos de control inciden en la resolución de los conflictos de agencia y, por tanto, en el valor de la empresa.

Dada la importancia crítica en nuestro trabajo del entorno institucional y legal, hemos procedido a segmentar la muestra inicial en función de la tradición legal –civil o común– de cada país, configurándose dos grupos en los términos recogidos en la **tabla 3**.

Nuestra base de datos combina observaciones de una misma empresa en distintos momentos, conformando un panel de datos y, por consiguiente, las estimaciones se han efectuado aplicando la metodología de datos de panel (ARELLANO, 2003). Este método permite el adecuado tratamiento de la denominada heterogeneidad inobservable constante, recogida en el término de efectos fijos η_i , que hace referencia a aquellas particularidades, específicas de cada empresa y que se mantienen a lo largo del tiempo. El empleo de la técnica de datos de panel aumenta la eficiencia de los estimadores, si bien se hace preciso determinar el tipo de correlación existente entre el término de efectos fijos (inobservable de por sí) y el resto de variables aleatorias.

Cuando existe tal correlación, la estimación más eficiente se logra a través del procedimiento de efectos fijos. Por el contrario, si no es posible rechazar la hipótesis nula de ausencia de correlación, la estimación se hace a través del método de efectos aleatorios. El criterio que utilizamos para discernir la técnica más apropiada viene determinado por el test de Hausman cuyos valores se presentan también en las tablas de resultados.

El modelo que planteamos adopta la siguiente estructura, donde el subíndice i identifica a la empresa, el subíndice t indica el período y η_i representa el término de efectos fijos:

$$MB_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DIR_{it} + \beta_3 DIR_{it}^2 + \beta_4 PROP1_{it} + \beta_5 PROP1_{it}^2 + \beta_6 PROPDUM2 + \beta_7 PROP2 + \beta_8 DIV_{it} + \beta_9 LOGACT_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

5. RESULTADOS

5.1. Análisis descriptivo.

Una primera aproximación a los resultados de nuestro estudio viene dada por el análisis descriptivo preliminar de los valores más significativos de las variables. Con el único ánimo de subrayar la diversidad internacional se presentan en la **tabla 4** los valores medios de las principales variables, así como los mínimos y máximos de estas medias nacionales y un test ANOVA que nos informa sobre si dichas medias toman valores asimilables ⁵. Como puede observarse, existe un notable grado de heterogeneidad internacional en relación con las decisiones financieras de las empresas (endeuda-

⁵ El ANOVA (*analysis of variance*) permite el contraste de la hipótesis nula de igualdad de medias en los 14 países.

miento y política de dividendos), la estructura de propiedad (concentración de la misma y propiedad directiva) y la valoración de las empresas por el mercado.

TABLA 4. *Valores medios de las variables en cada país.*

MB es la ratio entre el valor de mercado y el valor contable del activo, PROP1 el porcentaje de propiedad del principal accionista, C3 y C5 la propiedad acumulada en manos de los tres y cinco mayores accionistas, DIR el porcentaje de propiedad de los directivos, LEV el cociente entre el valor de los recursos ajenos y los fondos propios y DIV la ratio entre dividendos repartidos. En las siete columnas el ANOVA permite rechazar la igualdad de medias con un nivel de confianza superior al 99%. No se presentan los valores de Luxemburgo por el insuficiente número de observaciones.

	MB	PROP1	C3	C5	DIR	LEV	DIV
Alemania	2,64	0,44	0,65	0,74	0,09	2,32	0,04
Austria	0,93	0,66	0,82	0,91	0,16	2,05	0,02
Bélgica	2,06	0,37	0,62	0,68	0,06	2,10	0,01
Dinamarca	1,37	0,16	0,32	0,42	0,07	1,44	0,02
España	2,11	0,23	0,40	0,47	0,07	1,60	0,01
Finlandia	1,79	0,25	0,40	0,48	0,06	1,29	0,05
Francia	3,56	0,41	0,67	0,77	0,16	2,22	0,01
Reino Unido	2,68	0,17	0,33	0,42	0,07	1,34	0,06
Grecia	4,20	0,33	0,50	0,57	0,24	1,24	0,03
Holanda	2,60	0,21	0,36	0,45	0,01	2,30	0,06
Irlanda	4,14	0,15	0,37	0,48	-	2,51	0,05
Italia	2,94	0,33	0,46	0,50	-	4,21	0,03
Portugal	1,62	0,30	0,41	0,42	-	2,44	0,05
Suecia	2,32	0,28	0,45	0,53	0,01	1,64	0,04
Mínimo	0,96	0,15	0,32	0,42	0,01	1,24	0,01
Máximo	4,20	0,66	0,82	0,91	0,24	4,21	0,06
ANOVA	308,43***	132,36***	113,98***	8,47***	18,51***	19,61***	24,89***

Ahondando en las diferencias internacionales, en la **tabla 5** se recoge el valor medio, la mediana, la desviación típica, el valor máximo y el valor mínimo de las variables más características. Con una intención básicamente exploratoria, a fin de analizar si las empresas de los países de ley común presentan un comportamiento financiero y una estructura de propiedad distinta de los países de ley civil, proporcionamos también la media de las variables para cada uno de los dos entornos institucionales-legales y el valor-p o nivel máximo de significación para el que se rechaza la hipótesis de igualdad de medias entre ambos grupos. Los resultados obtenidos corroboran la existencia de diferencias importantes y significativas entre las empresas de uno y otro entorno.

Por lo que se refiere a la valoración de las empresas, la ratio MB presenta valores significativamente superiores en los países de ley común lo que resulta congruente con la evidencia aportada por LA PORTA *et al.* (1997 y 2002) que subraya la trascendencia que tiene garantizar legalmente los derechos de los inversores de cara a la valoración en los mercados de capitales.

TABLA 5. Estadísticos descriptivos de las variables para las empresas del ámbito anglosajón y del europeo continental.

Media, mediana, desviación típica, valor máximo y mínimo de las variables. MB es la ratio entre el valor de mercado y el valor contable del activo, PROP1 el porcentaje de propiedad del principal accionista, PROP2 el porcentaje de propiedad del segundo accionista, DIR el porcentaje de propiedad de los directivos, LEV el cociente entre el valor de los recursos ajenos y los fondos propios, DIV la ratio entre dividendos repartidos y fondos propios y LOGACT es el logaritmo de los activos totales. El valor-p es el máximo nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de igualdad entre ambas submuestras.

		Media				Mediana	Desviac.	Máximo	Mínimo
Variable	Anglo	Civil	Total	Valor-p					
MB	3,154	2,864	2,99	0,006	1,860	3,238	21,65	0,007	
PROP1	0,185	0,416	0,31	0,000	0,230	0,242	1,000	0,001	
PROP2	0,088	0,127	0,11	0,000	0,086	0,094	0,500	0,000	
DIR	0,079	0,105	0,09	0,000	0,000	0,192	1,000	0,000	
LEV	1,486	2,287	1,92	0,000	1,395	1,851	17,97	0,000	
LOGACT	2,657	2,153	2,49	0,000	2,292	0,861	5,398	0,070	
DIV	0,072	0,032	0,050	0,000	0,037	0,081	1,386	0,000	

Centrándonos a continuación en la estructura de propiedad, apreciamos una primera diferencia en la mayor concentración de la propiedad que se produce en las empresas del ámbito legal civil, resultado ya anteriormente documentado (FRANKS y MAYER, 1997). Así, mientras que el principal accionista de estas posee por término medio el 41% de las acciones de la compañía, dicho porcentaje cae hasta el 18% cuando nos referimos al entorno legal común. La misma tendencia se observa cuando la comparación se establece entre la propiedad que mantiene el segundo mayor accionista cuyo porcentaje al 12,7% frente a un 8,8% en las empresas anglosajonas ⁶.

En cuanto a los aspectos más puramente financieros, observamos también que las empresas del ámbito civil se encuentran significativamente más endeudadas (2,287 frente a 1,486) y reparten menos dividendos (0,032 frente a 0,072) que sus homólogas de ley común, resultados ambos que concuerdan con investigaciones anteriores (LA PORTA *et al.*, 2000; GIANNETTI, 2003).

⁶ Aunque los resultados no se presentan para no prolongar excesivamente la comparación, la proporción conjunta poseída por el mayor y los dos, tres, cuatro y cinco principales accionistas resulta siempre superior en el entorno legal civil, aceptándose esta diferencia con un nivel de confianza superior en todo momento al 99%.

Por lo tanto, y aunque no sea más que a modo de conclusión preliminar, nuestros datos confirman la existencia de dos modelos de estructura financiera y de propiedad claramente diferenciados para las empresas en función del entorno legal al que pertenecen y, al mismo tiempo, apuntan a una distinta configuración de los problemas de agencia de las empresas de uno y otro marco legal e institucional.

TABLA 6. Estructura de propiedad y ratio de valoración.

Número de observaciones de empresas en función de la presencia de uno o dos accionistas de referencia y valor medio de la ratio MB en cada grupo. Consideramos accionistas de referencia a aquellos que poseen, al menos, un 5% de las acciones. PROP1 mide el porcentaje de propiedad del mayor accionista y PROP2 el porcentaje de propiedad del segundo.

	Un propietario		Dos propietarios	
Panel A: empresas civilistas	N.º Obs.	MB	N.º	MB
Prop1 ≤ 50%	99	3,089		
Prop1 > 50%	207	2,668		
Prop1+ Prop2 ≤ 50%			646	2,676
Prop1+ Prop2 > 50%			756	3,048
Total	306		1.402	
	Un propietario		Dos propietarios	
Panel B: empresas anglosajonas	N.º Obs.	MB	N.º	MB
Prop1 ≤ 50%	11	4,686		
Prop1 > 50%	8	1,733		
Prop1+ Prop2 ≤ 50%			1.228	3,126
Prop1+ Prop2 > 50%			160	3,329
Total	19		1.388	

Puesto que la estructura de propiedad constituye un aspecto clave en la naturaleza de los problemas de gobierno corporativo profundizamos en su análisis descriptivo. Por este motivo, en la **tabla 6** se desagrega la muestra en función de la participación en el capital de los dos principales accionistas de referencia (considerando como tales a aquellos que poseen, al menos, el 5% de las acciones) al tiempo que se relaciona con la ratio de valor medio corporativo para cada uno de los grupos. El objetivo que perseguimos es mostrar si el valor de la empresa puede venir afectado por la presencia de un segundo accionista de referencia. La justificación teórica es que cuando para alcanzar un control mayoritario de la compañía (más de un 50% de los derechos de voto) se requiera del concurso de, al menos, dos accionistas, es plausible suponer que la supervisión mutua de ambos incidirá en menores extracciones de beneficios privados que en aquellos casos en los que un único accionista mayoritario mantenga por sí solo la mayoría de los derechos de voto.

Del examen de la tabla se desprenden dos comentarios. Por un lado, se evidencia una mayor concentración de propiedad en las empresas pertenecientes a países de tradición legal civil lo que queda reflejado en el hecho de que en 306 casos (23% del total de observaciones) existe un único accionista de referencia. Más aún, en 207 casos (15,5% del total) ese único accionista de referencia posee más de la mitad de la propiedad. Por el contrario, en el ámbito legal anglosajón el porcentaje de empresas con un único accionista de referencia es muy inferior (19 observaciones que representan únicamente el 1,3% de la muestra).

Una segunda apreciación que se deduce de la **tabla 6** es la diferente valoración que hace el mercado de las empresas en función de las diferentes estructuras de propiedad. La ratio MB toma valores medios inferiores en ambos entornos legales para aquellas empresas en las que existe un único accionista que mantiene más de la mitad de la propiedad (2,66 y 1,73 frente a 3,08 y 4,68, respectivamente ⁷). Ello puede interpretarse en el sentido de que el valor de mercado es menor en las empresas con un único accionista que controla la mayoría de la propiedad de la empresa. Aunque requiera posteriores matizaciones, este hecho sugiere que es posible que los inversores penalicen aquellas empresas en las que existe un alto riesgo de expropiación de rentas por parte de un accionista mayoritario controlador.

Si nos centramos ahora en aquellos casos en los que existen en la empresa al menos dos accionistas de referencia (lo que sucede en el 82% de las empresas de países de ley civil y en el 98,7% de las anglosajonas), se ha de resaltar la positiva influencia de la presencia de un segundo accionista en el valor de la empresa en ambos ámbitos legales. Así, los valores medios de la ratio MB cuando los dos accionistas superan el umbral de propiedad del 50% (3,04 para el entorno legal civil y 3,32 para el anglosajón) son superiores a los valores obtenidos cuando ambos accionistas no alcanzaban conjuntamente la mayoría de control (2,6 y 3,126, respectivamente). Ello parece sugerir que el segundo accionista desarrolla una labor importante contrarrestando el poder del primer accionista, reduciendo sus beneficios privados y mejorando, por ende, el valor de la empresa cuando este último requiere del primero para lograr el control mayoritario. Más aún, el mercado parece acoger favorablemente la idea de un control mayoritario cuando dicho control exige el concurso de dos accionistas y confía en el papel moderador de un segundo accionista de referencia; prueba de ello es que la ratio MB toma valores superiores cuando los dos principales accionistas poseen más de la mitad del capital en ambos entornos legales (3,04 y 3,32 frente a 2,67 y 3,12, respectivamente). De alguna manera, esto nos remite a la aportación al conjunto de la propiedad de la participación del segundo accionista y hace entrever que una mayor fracción en manos del segundo accionista (con la consiguiente mayor probabilidad de alcanzar en conjunto la mitad de los derechos de propiedad) se traduce en un mayor valor de la empresa.

Por tanto, a modo de conclusión provisional y a pesar de que los resultados obtenidos hasta este momento no son concluyentes, podemos aventurar que el análisis descriptivo de la muestra viene a confirmar diferencias importantes en la estructura de propiedad entre empresas según pertenezcan a países de tradición legal común o civil. Más aún, se observa la positiva valoración asociada a la presencia de un segundo accionista derivada de su labor de supervisión y control del accionista mayoritario.

⁷ Diferencias significativas con niveles de confianza del 90% y 99%, respectivamente.

5.2. Análisis explicativo.

Como ha quedado anteriormente expuesto, procedemos a abordar el análisis explicativo estimando el modelo propuesto en la ecuación [1]. Con el objeto de valorar aisladamente el grado de influencia sobre el valor de la empresa de los mecanismos hemos optado por estimar una ecuación para cada uno de ellos (columnas 1-4 de la **tabla 7**). Finalmente, la columna 5 recoge la estimación conjunta de todo el modelo. Las ecuaciones se han estimado de manera diferenciada en función de los dos entornos legales.

En primer lugar, los resultados de las columnas 1 y 5 ponen de manifiesto la disímil relación de la deuda con el valor de la empresa: mientras que su coeficiente resulta significativo y positivo para las empresas anglosajonas, en el caso de las empresas del entorno legal civil tiene una influencia de signo contrario. Podemos, por tanto, confirmar la hipótesis 1 según la cual un mayor nivel de endeudamiento influye positivamente sobre el valor de la empresa al actuar como mecanismo disciplinario de la dirección y favorecer una mayor alineación de intereses con los aportantes de fondos en el entorno anglosajón. Por el contrario, en las empresas pertenecientes a los países de tradición legal civil la relación entre el valor de mercado y el endeudamiento carece de significación estadística. La explicación de estos resultados podría hallarse en la distinta naturaleza de los problemas de agencia en cada entorno: el endeudamiento desempeña un papel más importante en los países anglosajones ya que permite disciplinar a los directivos en un entorno en el que el conflicto más destacado se plantea entre estos y los accionistas⁸.

Los resultados expuestos en la **tabla 7** prestan igualmente apoyo a la hipótesis 2 (columnas 2 y 5). El coeficiente de la variable que mide la propiedad directiva (DIR) es positivo y significativo en las empresas del ámbito legal consuetudinario, lo que confirma que un mayor nivel de propiedad en manos de los directivos permite alinear intereses con el resto de accionistas y reducir, al mismo tiempo, los problemas de separación entre la propiedad y el control, que tienden a ser más acuciantes en este sistema legal. Además, la relación negativa y significativa que obtenemos para la especificación cuadrática de esta variable verifica la relación no lineal planteada de forma que, para niveles suficientemente elevados de propiedad directiva, predomina un efecto de atrincheramiento de los gestores de la empresa, lo que conlleva una menor valoración de la misma⁹. No obtenemos, sin embargo, un coeficiente significativo para las empresas del ámbito legal civil. De nuevo, la razón de este resultado puede hallarse en el diferente perfil de los problemas de agencia de este entorno legal habida cuenta de la menor separación entre la propiedad y el control de la empresa, lo que hace menos necesario el funcionamiento de la propiedad directiva como mecanismo de gobierno corporativo.

TABLA 7. *Resultados de la estimación.*

Coefficientes y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] mediante el procedimiento intra-grupos segmentando por entornos legales. MB es la variable dependiente calculada como la ratio entre el valor de mercado y el valor contable del activo, LEV la ratio entre el valor contable de

⁸ En términos semejantes habría de interpretarse el sentido de la variable DIV. Esta variable únicamente resulta significativa para los países de ley común y su signo positivo pone de manifiesto la mayor disciplina directiva a que suele conducir la distribución de dividendos.

⁹ Este umbral crítico se presenta alrededor de un nivel de propiedad directiva del 25%.

los recursos ajenos y fondos propios, DIR el porcentaje de propiedad de los directivos, PROP1 el porcentaje de propiedad del principal accionista, PROPDUM2 una variable *dummy* que toma valor 1 si existe un segundo accionista significativo en la empresa, PROP2 el porcentaje de propiedad del segundo accionista, LOGACT es el logaritmo de los activos totales y DIV la ratio entre dividendos repartidos y fondos propios. *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%.

Variable	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	Civil	Anglo	Civil	Anglo	Civil	Anglo	Civil	Anglo	Civil	Anglo
LEV	-0,853 (0,553)	0,234** (0,091)							-0,887 (0,054)	0,234*** (0,091)
DIR		1,857 (1,303)		2,509* (1,479)					2,015 (1,333)	2,825* (1,513)
DIR ²		-0,189 (1,938)		-5,498*** (2,482)					-0,414 (1,978)	-5,691** (2,526)
PROP1			0,430 (1,193)	-2,109 (1,749)					-0,313 (1,246)	-2,378 (2,031)
PROP1 ²			-0,184 (1,185)	2,775 (2,165)					0,423 (1,246)	2,938 (2,538)
PROPDUM2									-0,652*** (0,253)	-0,717 (0,803)
PROP2									1,837*** (0,799)	0,951 (1,991)
LOGACT	0,879* (0,570)	0,517 (0,556)	0,662 (0,550)	0,690 (0,555)	0,673 (0,555)	0,650 (0,556)	0,759 (0,554)	0,707 (0,556)	0,959* (0,566)	0,585 (0,557)
DIV	0,065 (0,964)	0,942 (0,913)	-0,027 (0,956)	1,542* (0,881)	-0,010 (0,965)	1,572 (0,883)	0,045 (0,961)	1,630 (0,884)	0,114 (0,955)	0,974 (0,913)
R ² ajustado	0,0457	0,053	0,060	0,051	0,0437	0,048	0,051	0,049	0,071	0,061
Observaciones	1.708	1.407	1.708	1.407	1.708	1.407	1.708	1.407	1.708	1.407
Estadístico F	6,43***	6,39***	8,69***	6,77***	6,18***	6,77***	6,46***	8,77***	5,99***	6,37***
Test de Hausman	53,93***	200,01***	51,78***	188,09***	51,92***	152,51***	57,92***	147,48***	57,83***	233,15***

En lo referente a la hipótesis 3, los coeficientes de las variables PROP1 y PROP1² (columnas 3 y 5) no permiten afirmar que la concentración de la propiedad desempeñe un papel relevante como mecanismo de control en ninguno de los dos sistemas corporativos, resultado que se opone a lo propuesto en la primera hipótesis. Esta aparente contradicción exige una discusión más detallada y la presentación de resultados adicionales que se efectuará más adelante.

En relación con la eventual influencia de un segundo accionista (PROPDUM2), los resultados de las columnas 4 y 5 evidencian un efecto asimétrico, tal y como preveíamos en nuestra cuarta hipótesis: mientras que en los países de tradición legal civil la mera existencia de un segundo accionista de referencia tiene una influencia estadísticamente significativa, no sucede así con los países regidos por el derecho consuetudinario. No obstante, el signo del coeficiente de esta variable es negativo, lo que resulta incongruente con las apreciaciones efectuadas en el apartado del análisis explicativo. Más aún, y en la línea de lo previsto en la hipótesis 5, la participación del segundo accionista en la propiedad de la empresa (PROP2) se relaciona positivamente con el valor de la misma en los primeros países a la vez que carece de significación en estos últimos.

Este último resultado nos lleva a plantearnos la coherencia del mismo. ¿Tiene algún sentido que la presencia de un segundo accionista influya negativamente sobre el valor de la empresa y que, a la vez, su participación en la propiedad se relacione positivamente con el valor? La respuesta a esta cuestión se encuentra íntimamente relacionada con el tipo de conflicto predominante en el entorno de ley civil, es decir, el existente entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

La forma de resolución de estos conflictos es doble. Por una parte, cabe la posibilidad de evitar la formación de estructuras de propiedad de varios accionistas. En una empresa con un único accionista, este asumirá íntegramente todos los inconvenientes y costes de la extracción de beneficios privados y, por tanto, tendrá incentivos para buscar la eficiencia de la empresa. En el momento en que exista un segundo propietario, independientemente del nivel de propiedad por él poseído (PROPDUM2), surge el conflicto entre los accionistas y la posibilidad de comportamientos oportunistas y de *free-rider*. En consecuencia, la existencia de más de un accionista influye negativamente en el valor de la empresa porque surgirán ineludiblemente conflictos entre los propietarios de la empresa. Ahora bien, una vez que se admite que van a existir divergencias entre los propietarios, una forma de minimizar esos conflictos y esos costes es la formación de estructuras de propiedad más equilibradas, en las que el principal accionista encuentre más contestación interna. De este modo, cuanto mayor sea la propiedad del segundo accionista, mayores son las dificultades del principal accionista para expropiar renta del resto de propietarios de la empresa. Por lo tanto, la función del segundo accionista incorpora simultáneamente dos efectos: el hecho de que la propiedad no corresponda totalmente al primer accionista influye negativamente en el valor pero, una vez aceptado eso, cuanto mayor sea la participación del segundo en la propiedad, más se facilita también al control.

TABLA 8. *Resultados de la estimación.*

Coefficientes y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] mediante el procedimiento intra-grupos segmentando los resultados en entornos legales por la variable

dummy PROPDUM2. MB es la variable dependiente calculada como la ratio entre el valor de mercado y el valor contable de los activos totales, LEV el cociente entre el valor contable de los recursos ajenos y el valor contable de los fondos propios, DIR el porcentaje de propiedad de los directivos, PROP1 el porcentaje de propiedad del principal accionista, LOGACT es el logaritmo de los activos totales y DIV la ratio entre dividendos repartidos y fondos propios. *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%.

	Civil		Anglo
	(1)	(2)	(3)
	Sin 2.º acta	Con 2.º acta	Con 2.º acta
LEV	-0,204 (0,149)	-0,061 (0,058)	0,272*** (0,092)
DIR	-10,922 (7,026)	1,978 (1,397)	4,669*** (1,650)
DIR ²	26,284*** (10,942)	-2,265 (2,142)	-9,319*** (2,894)
PROP1	-12,305* (6,614)	0,185 (1,528)	-3,390 (2,232)
PROP1 ²	9,401** (4,926)	0,086 (1,760)	5,703* (3,014)
LOGACT	0,818 (1,566)	-0,770 (0,486)	-0,617 (0,503)
DIV	4,423 (4,194)	0,281 (0,937)	0,925 (0,932)
R ² ajustado	0,209	0,014	0,030
Observaciones	306	1.402	1.388
Estadístico F	4,94***	7,07***	6,14***
Test de Hausman	15,77**	27,40***	38,15***

A modo de resumen parcial podemos afirmar, por tanto, que nuestros resultados confirman cuatro de las cinco hipótesis planteadas, demostrando el distinto perfil de los conflictos de agencia dentro de las empresas en función del entorno institucional-legal. De este modo, en el entorno anglosajón domina la dimensión vertical del problema de gobierno, lo que implica que tanto la propiedad directiva como la estructura de capital se erigen como mecanismos efectivos para hacer converger los intereses de gestores y propietarios. En el entorno legal civil, por el contrario, domina la dimensión horizontal del problema de gobierno lo que hace especialmente relevante la distribución de propiedad y el papel desempeñado por un segundo accionista. No obstante, estos resultados resultan incoherentes con la tercera de nuestras hipótesis, la relativa a la influencia de la concentración de propiedad, lo que exige un análisis adicional cuyos resultados se recogen en la **tabla 8**.

En dicha tabla se ha segmentado la muestra por tradiciones legales en función de la existencia de un segundo accionista de referencia. Procediendo de esta manera los resultados obtenidos son esclarecedores. Se observa así que la concentración de la propiedad adquiere un papel destacado tal que, cuando no hay un segundo accionista de referencia, coexisten dos efectos diferenciados; un primer efecto en el que el principal propietario tiene una mayor capacidad de expropiación, lo que hace que el valor de la empresa se relacione negativamente con la participación del principal accionista (PROP1). Y un segundo efecto (PROP1²), contrario al primero y detectado en niveles de propiedad suficientemente elevados¹⁰, en los cuales el coste de expropiación supera los beneficios privados que obtendría el accionista mayoritario al tener que soportar la mayor parte de esos costes de expropiación. Por el contrario, cuando existe un segundo accionista de referencia la participación del principal propietario es menos relevante que la posible contestación a su poder, lo que conlleva que la variable de propiedad más significativa sea PROP2.

Por otro lado, esa posible expropiación a los accionistas minoritarios por parte de un accionista mayoritario no es un problema tan relevante en el entorno anglosajón lo que se refleja en el hecho de que la propiedad del principal accionista no resulte tan significativa en el entorno legal común (columna 3). Por el contrario, en este ámbito legal se refuerzan los mecanismos de control que inciden de manera más directa sobre la discrecionalidad directiva como son el endeudamiento y la propiedad en manos de la dirección. Estos resultados confirman las distintas implicaciones que, para el gobierno corporativo, tiene el entorno institucional-legal de cada país y la importancia de la contestación interna que el principal accionista encuentra en las empresas del modelo de ley civil.

6. CONCLUSIONES

La simbiosis del enfoque jurídico-financiero con el estudio del gobierno corporativo en un contexto internacional ha dado como resultado una doble dimensión en el problema de agencia básico en función de los diferentes ámbitos legales existentes. Así, mientras que en los países de tradición legal común el principal problema de gobierno se establece entre los propietarios de la empresa y los directivos a los que se encomienda la gestión de la misma, en los países de tradición legal civil el problema de gobierno se centra en el conflicto de intereses presente entre el accionista mayoritario y los accionistas minoritarios. A la vista de esta reorientación del escenario, nuestro trabajo analiza la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo –más concretamente, la estructura de propiedad y la política de endeudamiento– y su incidencia en el valor de mercado de la empresa en cada uno de esos entornos legales e institucionales.

Nuestros resultados son coherentes con la dualidad de problemas expuestos y muestran el distinto papel que los mecanismos de gobierno desempeñan en cada sistema legal. La mayor separación entre propiedad y control de los países de ley común conlleva la utilización generalizada del endeudamiento como instrumento de disciplina directiva, reduciendo así el posible comporta-

¹⁰ Según nuestros cálculos el punto de inflexión se sitúa en un nivel de propiedad del principal accionista del 60%.

miento discrecional de los directivos e influyendo positivamente en el valor de la empresa. Igualmente, en estas empresas la propiedad directiva adquiere gran relevancia como mecanismo de alineación de intereses.

Por otro lado, en las empresas pertenecientes a países de tradición legal civil la estructura de capital y la propiedad directiva parecen no incidir significativamente sobre el valor corporativo. En este caso, la mayor concentración accionarial facilita la expropiación de riqueza en favor del principal accionista observándose igualmente una relación no lineal con la existencia de un punto de inflexión a partir del cual el coste de expropiación supera los beneficios privados susceptibles de obtener por parte del accionista mayoritario.

Un aspecto destacado de nuestra investigación es la incorporación del grado de contestación que encuentra el mayor accionista a través de la presencia de un segundo accionista de referencia. En consonancia con investigaciones precedentes, hemos puesto de manifiesto cómo la existencia de un segundo accionista de referencia y el nivel de propiedad poseído por este pueden actuar como factores de contrapeso de las decisiones adoptadas por el primer propietario en los países de ley civil. Por una parte, la aparición de un segundo accionista de referencia puede introducir cierto grado de divergencia con el principal propietario afectando negativamente al valor de la empresa pero, al mismo tiempo, su mayor participación en la propiedad obliga a una toma consensuada de decisiones, reduciendo la extracción de beneficios privados del primer accionista.

Planteado así, el control compartido vendría a ser una solución de equilibrio entre dos extremos igualmente nocivos: la ausencia de control de una estructura de propiedad atomizada y la excesiva discrecionalidad de un accionista que posee un poder no controlado y expropia al resto de partícipes. De este modo, ningún accionista mantendrá una proporción de derechos de voto suficientemente elevada como para ejercer el control unilateralmente y la política corporativa será el resultado de la interacción entre el conjunto del accionariado o, utilizando un símil político de nuestros días, un «pacto a la alemana»¹¹.

Ciertamente el control compartido puede conducir, en su extremo, a situaciones de parálisis corporativa. Pero es precisamente la necesidad de contar con los restantes poseedores de paquetes accionariales lo que garantiza que se tomarán aquellas decisiones que conduzcan a un beneficio más generalizado para la mayor parte de los accionistas y se evitarán las decisiones que únicamente beneficien al principal propietario.

La clave, por tanto, para resolver el problema de gobierno corporativo, especialmente en entornos legales civilistas, no se halla tanto en la concentración de la propiedad sino en la *contestabilidad* o nivel de contestación que encuentre el principal accionista a sus decisiones. Nos orientamos así hacia estructuras de propiedad equilibradas como solución factible a los problemas de agencia específicos que surgen en los países civilistas. Parece obvio suponer que la actuación e importancia en la propiedad corporativa de accionistas tales como familias, Administraciones Públicas, inversores institucionales o

¹¹ Como es bien sabido, el resultado de las elecciones generales celebradas en Alemania el 18 de septiembre de 2005 ha obligado a la formación de un gobierno de coalición entre los dos partidos más votados (ambos acumulan el 79,3% de los votos), partidos que en la legislatura anterior ocupaban la oposición y el gobierno, respectivamente.

entidades de crédito diferirá de unos países a otros, lo que inevitablemente incidirá sobre el valor de la empresa. Sin embargo, el conocimiento acerca de los efectos de la interacción de accionistas de distinta naturaleza sobre el valor aún se encuentra en ciernes. Se precisan nuevas investigaciones para intentar esclarecer cómo estas combinaciones afectan a la eficiencia de la empresa y, en definitiva, cómo podemos mejorar el grado de consecución del objetivo corporativo de creación de valor.

Bibliografía

- ALLEN, F. [1995]: «Stock markets and resource allocation». C. MAYER y X. VIVES [Ed.] *Capital markets and financial intermediation*. Cambridge University Press. Cambridge, págs. 81-107.
- ALLEN, F. y GALE, D. [2001]: *Comparing financial systems*. MIT Press. Cambridge.
- ARELLANO, M. [2003]: *Panel data econometrics*. Oxford University Press. Oxford.
- AZOFRA, V. [2004]: «El gobierno de la empresa en perspectiva internacional». BUENO CAMPOS, E. [Ed.]. *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide. Madrid, págs. 95-113.
- BARCLAY, M. J. y SMITH, C.W. [2005]: «The capital structure puzzle: The evidence revisited». *Journal of Applied Corporate Finance*. vol. 17, n.º 1. págs. 8-17.
- BECHT, M. y RÖELL, A. [1999]: «Blockholdings in Europe: An international comparison». *European Economic Review*. n.º 43, págs. 1.049-1.056.
- BECK, T. y LEVINE, R. [2003]: «Legal Institutions and Financial Development». *World Bank Policy Research Working Paper* 3136.
- BENNEDSEN, M. y WOLFENZON, D. [2000]: «The balance of power in closely held corporations», *Journal of Financial Economics*. vol. 58, págs. 113-139.
- BERGSTRÖM, C. y RYDQVIST, K. [1990]: «The determinants of corporate ownership». *Journal of Banking and Finance*. vol. 14, págs. 237-262.
- BERLE, A. y MEANS, G. [1932]: *The modern corporation and private property*. Macmillan, New York.
- BIANCO, M. y CASAVOLA, P. [1999]: «Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance». *European Economic Review*. n.º 43, págs. 1.057-1.069.
- BLOCH, F. y HEGE, U. [2001] : «Multiple Shareholders and Control Contest». *Groupement de Recherche en Economie Quantitative d'Aix-Marseille, Document de Travail* n.º 01A16.
- BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. [1997]: «Large shareholders, monitoring, and financial duty», *Quarterly Journal of Economics*. vol. 112, págs. 693-728.
- CASASOLA, M.ª J.; SANMARTÍN, M., TRIBÓ, J.A. [2001]: «La participación bancaria en estructuras con varios grandes accionistas». *Economía Industrial*. n.º 341, págs. 43-53.

- CHANDLER [1977]: *The visible hand*. Belknap Press, Cambridge, Massachusetts.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P.H. y LANG, L.H.P. [2000]: «Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings». *Journal of Finance*. vol. 57, n.º 6, págs. 2.741-2.771
- CORBETT, J. y JENKINSON, T. [1998]: «German investment financig: an international comparison». S. W. BLACK, S.W. y MOERSCH, M. [Ed.] *Competition and convergence in financial markets. The German and Anglo-American models*. Elsevier. Amsterdam, págs. 85-124.
- CUERVO, A. [2004]: «El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses». BUENO CAMPOS, E. [ed.]. *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide. Madrid. págs. 115-135.
- DEMIRGÜC-KUNT, A. y LEVINE, R. [2001]: *Financial structure and economic growth: a cross-country comparison of banks, markets, and development*. MIT Press. Cambridge.
- DEMSETZ, H. y LEHN, K. [1985]: «The structure of corporate ownership: Causes and consequences». *Journal of Political Economy*, vol. 93, págs. 1.155-1.177.
- DEMSETZ, H. y VILLALONGA, B. [2001]: «Ownership Structure and Corporate Performance», *Journal of Corporate Finance* 7, págs. 209-233.
- DENIS, D.K. [2001]: «Twenty-five years of corporate governance research... and counting». *Review of Financial Economics*, vol. 10, págs. 191-212.
- DENIS, D.K. y MCCONNEL, J.J. [2003]: «International corporate governance». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n.º 1, págs. 1-36.
- EDWARDS, J. y WEICHENRIEDER, A. [2004]: «Ownership concentration and share valuation: evidence from Germany». *German Economic Review*, vol. 5, págs. 143-171.
- EMMONS, W.R. y SCHMID, F.A. [2000]: «Corporate governance and corporate performance». BOYD, G. y COHEN, S. [Ed.]. *Corporate governance and globalization*. Edward Elgar. Northampton.
- FACCIO, M. y LANG, L.H.P. [2002]: «The ultimate ownership of Western European corporations». *Journal of Financial Economics*, vol. 65, págs. 365-395.
- FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Z. [2001]: «Las relaciones banca-industria. Un tiempo para la revisión». *Economía Industrial*. n.º 342, págs. 13-24.
- FRANKS, J. y MAYER, C. [1997]: «Corporate ownership and control in the U.K., Germany, and France». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n.º 4. págs. 30-45.
- GIANNETTI, M. [2003]: «Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n.º 1, págs. 185-212.
- GOMES, A. y NOVAES, W. [2001]: «Sharing of control as a corporate governance mechanism». *University of Pennsylvania Law School Research Paper* 01-12.
- GONZÁLEZ, F. [2001]: «El contenido informativo de las participaciones industriales de la banca». *Economía Industrial*. N.º 341, págs. 25-33.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. [1982]: «Corporate financial structure and managerial incentives». J. MCCALL (Ed.): *Financial markets and financial crises*. The University of Chicago Press. Chicago, págs. 107-140.
- GUTIÉRREZ, M. y TRIBÓ, J.A. [2004]: «Private benefits extraction in closely-held corporations: The case for multiple large shareholders». *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper* 53/2004.

- HARRIS, M. y RAVIV, A. [1991]: «The theory of capital structure». *Journal of Finance*, vol. 46, n.º 1, págs. 297-355.
- HAYEK, F.A. [1985]: *Derecho, Legislación y Libertad*. Unión Editorial, S.A. (2.ª edición), Madrid.
- [1998]: *Los Fundamentos de la Libertad*. Unión Editorial, S.A. (6.ª edición), Madrid.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M.S. [2000]: «Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature». *NBER Working Paper* n.º 8.161.
- HIMMELBERG, C.P.; HUBBARD, R.G. y LOVE, I. [2002]: «Investor protection, ownership, and the cost of capital». *Policy Research Working Paper Series* n.º 2.834.
- JENSEN, M.C. [1986]: «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers». *American Economic Review*, vol. 76, n.º 2, págs. 323-329.
- [1993]: «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *Journal of Finance*. vol. 48, n.º 3, págs. 831-880.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3 [4], págs. 305-360.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. [2000]: «Tunneling», *NBER Working Paper Series* n.º 7523.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. [1999]: «Corporate ownership around the world». *Journal of Finance*. vol. 54, n.º 2, págs. 471-517.
- [2000]: «Agency problems and dividend policies around the world». *Journal of Finance*, vol. 55, págs. 1-33.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1997]: «Legal determinants of external finance». *Journal of Finance*, vol. 52 (3), págs. 1.131-1.150.
- [1998]: «Law and finance», *Journal of Political Economy*, vol. 106, págs. 1.113-1.155.
- [2000]: «Investor protection and corporate governance». *Journal of Financial Economics*, vol. 58 (1-2), págs. 3-27.
- [2002]: «Investor protection and corporate valuation». *Journal of Finance*. vol. 52, n.º 3 págs. 1.147-1.170.
- LAEVEN, L. y LEVINE, R. [2005]: «Beyond the biggest: Do other large shareholders influence corporate valuations». *Unpublished working paper*. University of Minnesota.
- LANG, L.H.P. y LITZENBERGER, R. [1989]: «Dividend announcements: Cash-flow signalling vs. Cash-flow hypotheses». *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n.º 1, págs. 181-191.
- 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.
- LEVINE, R. [1998]: «The legal environment, banks, and long-run economic growth». *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30, n.º 3, págs. 596-620.
- [1999]: «Law, Finance, and Economic Growth». *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, págs. 36-67.

- LEVINE, R.; LOAYZA, N. y BECK, T. [2000]: «Financial intermediation and growth: Causality and causes». *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, págs. 31-77.
- MAROTO ACÍN, J.A. y MELLE HERNÁNDEZ, M. [1998]: «Los sistemas financieros y la financiación empresarial. Pautas de comportamiento y factores explicativos del crédito bancario: Un análisis comparado internacional». *Papeles de Economía Española*, núms. 84-85, págs. 237-267.
- [2001]: «Sistemas financieros y economía real: modelos de relación y gobierno de las empresas». *Ekonomiaz*, n.º 48, págs. 161-183.
- MAURY, B. y PAJUSTE, A. [2005]: «Multiple large shareholders and firm value». *Journal of Banking & Finance*. vol. 29, págs. 1.813-1.834.
- MAYER, C. [1998]: «Financial systems and corporate governance: A review of the international evidence». *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 154, págs. 144-165.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. [1995]: «Equity ownership and the two faces of debt». *Journal of Financial Economics*, vol. 39, págs. 131-157.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S. [2001]: «Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa». *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, n.º 9, págs. 485-498.
- MERRYMAN, J.H. [1985]: *The Civil Law Tradition. An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*. Stanford University Press. Stanford, California.
- MILLER, M. [1977]: «Debt and taxes». *Journal of Finance*, vol. 32, n.º 2, págs. 261-275.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. [1958]: «The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment». *American Economic Review*. vol. 53, n.º 3, págs. 261-297.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. [1963]: «Corporate income, taxes and the cost of capital: A correction». *American Economic Review*, vol. 53, n.º 3, pág. 433-443.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1989]: «Management ownership and market valuation. An empirical analysis». *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 293-315.
- PROWSE, S. [1995]: «Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate control mechanism among large firms in the U.S., U.K., Japan and Germany». *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 4 [1], págs. 1-63.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. [1995]: «What do we know about capital structure? Some evidence from international data». *Journal of Finance*, vol. 50 (5), págs. 1.421-1.460.
- ROE, M. J. [2003]: *Political determinants of Corporate Governance*. Oxford University Press Inc., New York.
- SALAS, V. [1999]: «El gobierno de la empresa». *Documento n.º 11*, Centro de Economía Industrial.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1997]: «A survey of corporate governance». *Journal of Finance*. vol. 52, n.º 2, pág. 737-782.
- SMITH, A. [1776]: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. (Edición reimpressa R.H. CAMPBELL y A.S. SKINNER, Oxford: Oxford University Press, 1976). (Edición en español *La Riqueza de las Naciones*. Madrid: Alianza Editorial, 1994).
- THOMSEN, S. y PEDERSEN, T. [2000]: «Ownership structure and economic performance in the largest European companies». *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 689-705.

– [2001]: «The casual relationship between insider ownership, owner identity and market valuation among the largest European companies», *Copenhagen Business School Working Paper* n.º 15-2001.

ZINGALES, L. [1998]: «Corporate Governance», en P. NEWMAN (Ed.): *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, Stockton Press, Nueva York.