

UNIVERSIDAD DE DEUSTO

DEUSTO BUSINESS SCHOOL

PROGRAMA DE DOCTORADO EN ECONOMÍA Y DIRECCIÓN DE
EMPRESAS

TESIS DOCTORAL

INVERSIÓN INSTITUCIONAL COMO AGENTE DE CONTROL EN
EL MARCO DE LAS RELACIONES DE AGENCIA EN ESPAÑA
DURANTE EL PERÍODO 2000-2010

PRESENTADA POR:

D. AINGERU SORARRAIN ALTUNA

DIRIGIDA POR:

Dra. Dña. OLGA del ORDEN OLASAGASTI

Dr. D. TXOMIN ITURRALDE JAINAGA

DONOSTIA - SAN SEBASTIÁN, JUNIO DE 2013

UNIVERSIDAD DE DEUSTO

DEUSTO BUSINESS SCHOOL

PROGRAMA DE DOCTORADO EN ECONOMÍA Y DIRECCIÓN DE
EMPRESAS

TESIS DOCTORAL

INVERSIÓN INSTITUCIONAL COMO AGENTE DE CONTROL EN
EL MARCO DE LAS RELACIONES DE AGENCIA EN ESPAÑA
DURANTE EL PERÍODO 2000-2010

DOCTORANDO

AINGERU SORARRAIN ALTUNA

DIRECTORES

Dra. OLGA del ORDEN OLASAGASTI

Dr. TXOMIN ITURRALDE JAINAGA

DONOSTIA - SAN SEBASTIÁN, JUNIO DE 2013

ezina

ekinez egina

gaurko izerdia,

biharko ogia

AGRADECIMIENTOS

Este apartado de agradecimientos es, junto a la parte de motivaciones, posiblemente el apartado más complicado de esta tesis. Obviamente no desde un aspecto intelectual, pero sí desde el lado del compromiso personal hacia el conjunto de personas que, de manera directa o indirecta, han colaborado en el desarrollo de esta tesis. Permítanme alternar el euskara y el castellano a lo largo del presente apartado, ciertos agradecimientos necesariamente exigen dicha alternancia.

Zalantzarik gabe nere gurasoak dira burura datozkidan lehen pertsonak, beraiek bultzatu izan naute beti ikasketetan murgiltzera, esfortzu haundiz aukera eman zidaten Deustuko unibertsitatean ikasteko eta, pausu hori gabe, gaur ni ez nengoke nagoen lekuan. Zaila izango da eman didazuena itzultzea, baina izan dadila tesi hau pausu bat bide horretan. Eskerrik asko bihotzez.

Cabe destacar también la labor realizada por los directores de esta tesis, especialmente por Olga (debo agradecer a Mikel Navarro el haberme dirigido hacia ella en mis primeros pasos en el doctorado), que ha sabido dirigir desde el minuto cero a un “no académico” como yo. Tampoco me olvido de Txomin, cuyas aportaciones en la recta final han sido sumamente valiosas. Obviamente,

cualquier error que se encuentre en las próximas páginas es únicamente responsabilidad del doctorando.

Bestalde, ez nuke nire lagunez ere ahaztu nahi. Ez dakit beraiek faltan bota nauten, baina nik bai beraiekin gehiago egoteko gogoa izan dudala une askotan. Etxezuri aldetik gehiago izango ote nahiz hemendik aurrera. Tesia ez da behintzat aitzakia izango.

Gracias también a Kutxabank Gestión SGIIC (antigua kutxaGest SGIIC) por su apoyo a lo largo de esta tesis. Estoy seguro que en este proceso de doctorado he desarrollado aptitudes que redundarán en un mejor desempeño profesional.

Unibertsitateko hainbat pertsona edo talde ere aipatu nahi nituzke, Idoia Retegi lehendabizi, nun ote geunden gu danok bera gabe, liburutegiko langileak ondoren, zenbat laguntza liburu eta aldizkari artean, eta kafetegiko guztiak azkenik, kafe hori gabe ez nuen ez tesirik amaituko... milesker guztioi.

Por último quisiera mencionar a mis compañeros de promoción. Espero encontrarme de nuevo con todos vosotros en la línea de llegada. Ha sido una etapa larga y dura, pero ha merecido la pena.

ÍNDICE GENERAL

| | |
|---|-----|
| 1 INTRODUCCIÓN | 1 |
| 1.1 Motivaciones | 1 |
| 1.2 Importancia del trabajo | 2 |
| 1.3 Resumen del “status questionis” | 4 |
| 1.4 Objetivos del trabajo | 8 |
| 1.5 Estructura del trabajo | 11 |
| 2 MARCO TEÓRICO | 15 |
| 2.1 Relación de agencia, gobierno corporativo y costes de agencia | 15 |
| 2.1.1 Relación de agencia | 15 |
| 2.1.2 Gobierno corporativo | 18 |
| 2.1.2.1 Mecanismos internos | 23 |
| 2.1.2.1.1 Consejo de Administración | 23 |
| 2.1.2.1.2 Estructura de propiedad | 28 |
| 2.1.2.2 Mecanismos externos | 53 |
| 2.1.2.2.1 Mercado de control corporativo | 53 |
| 2.1.2.2.2 Endeudamiento | 57 |
| 2.1.2.2.3 Mercado laboral de los directivos | 69 |
| 2.2 Inversores Institucionales | 74 |
| 2.2.1 Definición | 74 |
| 2.2.2 Tipos de inversores institucionales | 76 |
| 2.2.3 Costes de agencia e inversores institucionales | 89 |
| 2.2.3.1 Introducción | 89 |
| 2.2.3.2 Venta de las acciones | 92 |
| 2.2.3.3 Activismo | 95 |
| 2.2.3.4 Lealtad con el equipo directivo | 108 |
| 2.2.3.5 Trabajos empíricos | 112 |
| 2.2.4 Inversores institucionales y otros mecanismos de control | 120 |
| 2.2.4.1 Inversores institucionales y concentración de propiedad | 120 |

| | |
|--|-----|
| 2.2.4.2 Inversores institucionales y endeudamiento | 124 |
| 2.2.4.3 Inversores institucionales y política de dividendos | 126 |
| 2.2.4.4 Inversores institucionales y el mercado de control corporativo | 129 |
| 2.3 Valor de las empresas | 133 |
| 3 MARCO CONCEPTUAL E HIPÓTESIS DE TRABAJO | 141 |
| 4 GOBIERNO CORPORATIVO ESPAÑA | 149 |
| 4.1 Introducción | 149 |
| 4.2 Recomendaciones de buen gobierno corporativo | 151 |
| 4.2.1 Informe sobre el consejo de administración y el código de buen gobierno (código Olivencia) | 152 |
| 4.2.2 Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (informe Aldama) | 156 |
| 4.2.3 Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (código Conthe) | 160 |
| 4.3 Mecanismos de control | 164 |
| 4.3.1 Mecanismos internos de control | 164 |
| 4.3.1.1 Consejo de Administración | 164 |
| 4.3.1.2 Estructura de propiedad | 165 |
| 4.3.2 Mecanismos externos de control | 169 |
| 4.3.2.1 Mercado de control corporativo | 169 |
| 4.3.2.2 Endeudamiento | 170 |
| 5 ESTUDIO EMPÍRICO: METODOLOGÍA | 171 |
| 5.1 Período de estudio | 171 |
| 5.2 Muestra de empresas y fuente de datos | 171 |
| 5.3 Técnica estadística y modelos a estimar | 172 |
| 5.3.1 Inversor institucional como mecanismo de control (H1) | 174 |
| 5.3.2 Inversor institucional y deuda (H2) | 177 |
| 5.3.3 Inversor institucional y dividendos (H3) | 181 |
| 5.3.4 Inversor institucional y concentración de propiedad (H4) | 182 |
| 5.4 Definición de variables | 185 |
| 5.4.1 Rendimiento de la empresa | 185 |

| | |
|---|-----|
| 5.4.2 Inversión institucional (iic) | 186 |
| 5.4.3 Deuda (deudaajust) | 187 |
| 5.4.4 Concentración de propiedad (oc) | 188 |
| 5.4.5 Dividendos (divajust) | 188 |
| 5.4.6 Variables de control | 188 |
| 6 ESTUDIO EMPÍRICO: RESULTADOS | 195 |
| 6.1 Hipótesis 1 – Inversor institucional como mecanismo de control | 195 |
| 6.2 Hipótesis 2 – Inversor institucional y endeudamiento | 218 |
| 6.3 Hipótesis 3 – Inversor institucional y política de dividendos | 239 |
| 6.4 Hipótesis 4 – Inversor institucional y concentración de propiedad | 259 |
| 7 CONCLUSIONES | 285 |
| 7.1 Introducción | 285 |
| 7.2 Conclusiones | 286 |
| 7.3 Limitaciones del trabajo | 293 |
| 7.4 Implicaciones y futuras líneas de investigación | 294 |
| BIBLIOGRAFÍA | 297 |

ÍNDICE DE GRÁFICOS

| | |
|---|-----|
| Gráfico 1: patrimonio en España de los fondos de inversión y planes de pensiones (millones de euros). | 3 |
| Gráfico 2: patrimonio de los fondos de inversión españoles (datos en millones de euros). | 85 |
| Gráfico 3: patrimonio de los planes de pensiones (miles de millones de euros). | 85 |
| Gráfico 4: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en presencia de inversor institucional | 266 |
| Gráfico 5: relación concentración de propiedad / ROA ajustada, en presencia de inversor institucional | 266 |
| Gráfico 6: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales | 269 |
| Gráfico 7: relación concentración de propiedad / ROA ajustada, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales | 272 |
| Gráfico 8: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en función de sesgo geográfico de inversores institucionales | 275 |
| Gráfico 9: relación concentración de propiedad / ROA ajustada, en función de sesgo geográfico de inversores institucionales | 278 |
| Gráfico 10: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en presencia de diversos tipos de accionistas. | 281 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|--|-----|
| Tabla 1: dispersión de propiedad | 29 |
| Tabla 2: propiedad familiar | 40 |
| Tabla 3: patrimonio de los fondos soberanos principales | 88 |
| Tabla 4: Concentración de propiedad y tipo de accionista en la economía española (año 2006) | 166 |
| Tabla 5: concentración de propiedad por tipo de accionista en las empresas cotizadas españolas | 167 |
| Tabla 6: indicadores de desarrollo de los mercados financieros | 169 |
| Tabla 7: Distribución por sectores y tamaño | 172 |
| Tabla 8: datos estadísticos de las variables utilizadas | 193 |
| Tabla 9: correlaciones de Pearson entre las variables | 194 |
| Tabla 10: resultados H1a, ratio Q de Tobin ajustado (Qajust) como variable dependiente | 196 |
| Tabla 11: resultados H1a, ratio ROA ajustado (roaajust) como variable dependiente | 197 |
| Tabla 12: resultados H1b, ratio Q de Tobin ajustado (Qajust) como variable dependiente | 199 |
| Tabla 13: resultados H1b, ratio ROA ajustado (roaajust) como variable dependiente | 202 |
| Tabla 14: retardo del inversor institucional en H1, con el ratio Q ajustado sectorialmente como variable dependiente | 203 |
| Tabla 15: retardo del inversor institucional en H1, con el ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente | 204 |
| Tabla 16: desglose inversores institucionales en H1, con el ratio Q ajustado sectorialmente como variable dependiente | 207 |
| Tabla 17: desglose inversores institucionales en H1, con el ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente | 208 |
| Tabla 18: inversores institucionales domésticos e internacionales en H1, con el ratio Q ajustado sectorialmente como variable dependiente | 210 |
| Tabla 19: inversores institucionales domésticos e internacionales en H1, con el ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente | 211 |
| Tabla 20: retardo del inversor institucional desglosado por tipos de inversores en H1, con ambas variables dependientes | 213 |
| Tabla 21: efecto del inversor institucional en función de la capitalización empresarial en H1, con ambas variables dependientes | 215 |
| Tabla 22: efecto de la deuda en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q, en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 220 |

| | |
|--|-----|
| Tabla 23: efecto de la deuda en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 222 |
| Tabla 24: efecto de la presencia del inversor institucional en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 225 |
| Tabla 25: efecto de la presencia de los fondos de inversión en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 227 |
| Tabla 26: efecto de la presencia de los planes de pensiones en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 230 |
| Tabla 27: efecto de la presencia de las compañías de seguros en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 232 |
| Tabla 28: efecto de inversores institucionales domésticos en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 234 |
| Tabla 29: efecto de inversores institucionales extranjeros en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 236 |
| Tabla 30: relación entre dividendos y valor de las empresas (medido a través del ratio Q) en función de las oportunidades de crecimiento | 241 |
| Tabla 31: relación entre dividendos y valor de las empresas (medido a través del rendimiento operativo) en función de las oportunidades de crecimiento | 242 |
| Tabla 32: efecto de la presencia del inversor institucional en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 244 |
| Tabla 33: efecto de la presencia de los fondos de inversión en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 247 |
| Tabla 34: efecto de la presencia de los planes de pensiones en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 249 |
| Tabla 35: efecto de la presencia de las compañías de seguros en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 251 |
| Tabla 36: efecto de la presencia de inversores institucionales domésticos en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 254 |
| Tabla 37: efecto de la presencia de inversores institucionales extranjeros en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento | 256 |
| Tabla 38: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q de Tobin | 260 |
| Tabla 39: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA | 261 |
| Tabla 40: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q de Tobin, en presencia de la inversión institucional | 263 |

| | |
|---|-----|
| Tabla 41: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en presencia de la inversión institucional | 265 |
| Tabla 42: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q de Tobin, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales | 268 |
| Tabla 43: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales | 271 |
| Tabla 44: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q, en función del sesgo geográfico de los inversores institucionales | 274 |
| Tabla 45: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en función del sesgo geográfico de los inversores institucionales | 277 |
| Tabla 46: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q, en presencia de diversos tipos de inversores | 280 |
| Tabla 47: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en presencia de diversos tipos de inversores | 282 |

ÍNDICE DE CUADROS

| | |
|---|-----|
| Cuadro 1: estructura de la tesis | 14 |
| Cuadro 2: modelo externo e interno de gobierno corporativo | 20 |
| Cuadro 3: resumen relación concentración de propiedad y valor de las empresas | 36 |
| Cuadro 4: estudios empíricos en torno a la propiedad familiar | 47 |
| Cuadro 5: resumen mecanismos de control | 73 |
| Cuadro 6: estudios empíricos en torno al activismo de los inversores institucionales | 107 |
| Cuadro 7: estudios empíricos acerca de la relación entre la inversión institucional y diversas medidas de las empresas participadas | 117 |
| Cuadro 8: resumen relación inversión institucional y resto de mecanismos de control | 132 |
| Cuadro 9: planteamiento hipótesis | 148 |
| Cuadro 10: comparativa gobierno corporativo español | 151 |
| Cuadro 11: proceso estadístico | 174 |
| Cuadro 12: relaciones esperadas H2. | 178 |
| Cuadro 13: relaciones esperadas H2 triple interacción. | 180 |
| Cuadro 14: relaciones esperadas H3. | 181 |
| Cuadro 15: relaciones esperadas H3 triple interacción. | 182 |
| Cuadro 16: relaciones esperadas H4. | 185 |
| Cuadro 17: resumen de variables | 192 |
| Cuadro 18: resumen H1 | 217 |
| Cuadro 19: resumen relaciones H2 | 238 |
| Cuadro 20: resumen relaciones H3 | 258 |
| Cuadro 21: resumen relaciones H4 | 284 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|---|-----|
| Figura 1: árbol lógico de la tesis | 10 |
| Figura 2: relación de agencia | 17 |
| Figura 3: gobierno corporativo | 18 |
| Figura 4: esquema ampliada de concentración de propiedad | 33 |
| Figura 5: propiedad familiar y Jensen y Meckling (1976) | 41 |
| Figura 6: beneficios y costes de la familia / propiedad interna | 44 |
| Figura 7: ventajas de la presencia de la banca | 49 |
| Figura 8: ventajas e inconvenientes de la banca como accionista | 50 |
| Figura 9: proceso del mercado de control corporativo | 57 |
| Figura 10: incorporación de los acreedores a la relación de agencia | 58 |
| Figura 11: las dos caras de la deuda | 62 |
| Figura 12: aspectos positivos y negativos de la deuda | 64 |
| Figura 13: interrelación con el mercado laboral de los directivos | 72 |
| Figura 14: proceso de la inversión institucional | 76 |
| Figura 15: inversor institucional | 91 |
| Figura 16: modelo de agencia de los inversores institucionales (Schneider, 2000) | 109 |
| Figura 17: inversión institucional y concentración de propiedad | 122 |
| Figura 18: inversión institucional y endeudamiento | 125 |
| Figura 19: inversión institucional y política de dividendos | 128 |
| Figura 20: inversión institucional y mercado de control corporativo | 131 |
| Figura 21: diagrama de las vinculaciones propuestas en las hipótesis | 148 |
| Figura 22: relación no lineal entre concentración de propiedad y valor de la empresa (Miguel et al, 2004) | 168 |

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Motivaciones

Motivación, quizás el aspecto más importante a la hora de enfrentarse a una tesis doctoral, más incluso que el propio tema objeto de estudio, pero quizás, también, el aspecto más difícil de definir en una tesis doctoral. No en vano, la motivación se encuentra en uno mismo, es necesario adentrarse en el mundo interior de uno mismo, no es algo alcanzable mediante largas horas de lectura de artículos o libros en cualquier esquina de cualquier biblioteca.

Este apartado responde a la pregunta que uno se ha hecho en infinidad de ocasiones a lo largo de estos meses, “¿*Qué hago yo aquí pudiendo estar...?*”, evidentemente, su valía está fuera de toda duda. Es más, quizás sea el apartado que realmente dé sentido a todo lo que viene a continuación.

En mi caso, la motivación para empezar y continuar hasta su fin con la tesis ha sido doble.

Por un lado, el deseo de “ahogar” en cierta forma las ansias de desarrollo intelectual que me acechaban. Uno está convencido de que, como cualquier otra habilidad, la capacidad intelectual muere si no se trabaja sobre ella, si no se entrena de forma adecuada, y si no se entra en la compleja, pero a su vez interesante y necesaria, rueda de desarrollo intelectual continuo¹. En mi caso, esta “rueda intelectual” me llevó, junto a unas necesidades de índole profesional, a ampliar los conocimientos económico / financieros adquiridos en la licenciatura mediante el curso CFA² impartido por la asociación estadounidense AIMR. Esa misma rueda me llevó a asistir a varias conferencias en torno a los mercados financieros, y esa misma rueda, tras un período de descanso, me llevó a embarcarme en este proyecto de tesis. Esperemos que esa misma rueda nos lleve en un futuro a abordar diversos proyectos de índole similar. En este sentido, una vez que uno interioriza las bondades del desarrollo intelectual, la

¹ Llamémosle “aprendizaje intelectual continuo”.

² *Chartered Financial Analyst*, www.cfainstitute.org para más información.

motivación, lejos de ser un estado abstracto, demandante de una búsqueda heroica, se convierte en algo totalmente presente, real y que se retroalimenta a medida que uno gira esa “rueda intelectual”.

Por otro lado, la motivación para enfrentarme a esta tesis ha venido también desde una concepción más práctica de la realidad. El estudio realizado sobre los inversores institucionales trata quizás de buscar una justificación a la labor realizada por uno mismo como inversor institucional³, de “poner en valor”, usando términos financieros, el lado profesional de uno mismo, pero especialmente de buscar respuesta a preguntas que uno frecuentemente se realiza a la hora de enfrentarse a decisiones de inversión. Este trabajo, abarca un enfoque totalmente distinto al tradicional que la gran mayoría de los inversores institucionales manejamos. Lejos de enfrascarnos en cálculos de precios objetivo, de proyecciones de beneficios, de costes de capital, etc., nos adentramos en el análisis de los problemas de agencia existentes en toda empresa (que afectan a las variables económico/ financieras citadas anteriormente), y en la manera de solucionarlos, poniendo el énfasis en la presencia del inversor institucional en el accionariado de una empresa.

En resumen, tratando de unir la doble motivación descrita anteriormente, podríamos afirmar que la motivación nos ha venido y ha estado presente por las ansias de un desarrollo práctico del intelecto.

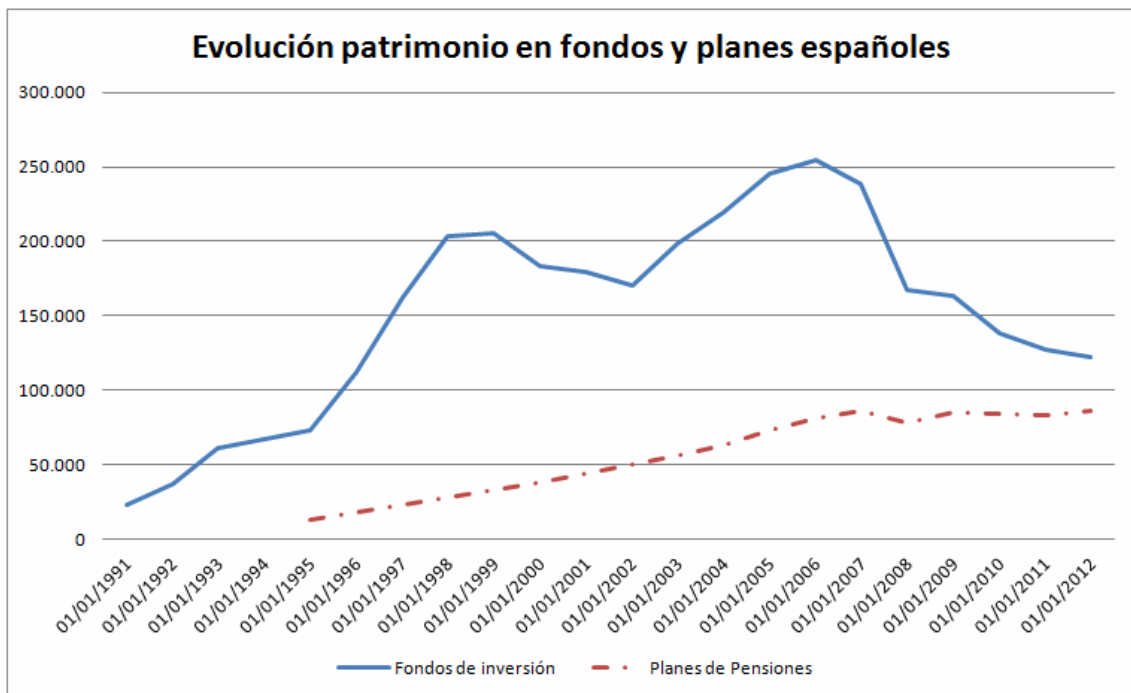
1.2 Importancia del trabajo

Tal como se ve en el análisis de la literatura existente, el debate sobre la relación de agencia y, la manera óptima de minimizar los costes de agencia derivados de ella, sigue totalmente abierto. En este sentido, tal como se verá en el apartado teórico, se entiende como relación de agencia aquella relación donde una o varias personas contratan a otras para trabajar en su servicio. Múltiples estudios han sido realizados, tanto a nivel teórico como, sobre todo, a nivel empírico sobre los diversos costes de agencia derivados de la comentada relación de agencia y sobre los mecanismos que se han desarrollado para minimizar dichos costes de agencia. Dentro del conjunto de mecanismos desarrollados, en los últimos años ha cobrado especial importancia la

³ Gestor de fondos de inversión en kutxabankgestion, SGIIC SA desde el año 1999.

presencia de los inversores institucionales (inversores especializados que actúan de manera profesional en nombre de otros inversores) en el accionariado de las empresas. Dicha presencia se ha dado principalmente en los países anglosajones, EE.UU. y Reino Unido, aunque últimamente también su importancia resulta cada vez mayor en la Europa Continental. En el caso concreto de España, el siguiente gráfico muestra la evolución patrimonial en millones de euros de los fondos de inversión y de los planes de pensiones en los últimos años. Tal como se aprecia, a pesar del impacto negativo de la crisis financiera en el patrimonio de los fondos de inversión, el volumen agregado de fondos y planes es sensiblemente superior al existente hace unos años.

Gráfico 1: patrimonio en España de los fondos de inversión y planes de pensiones (millones de euros).



Fuente: elaboración propia a través de Inverco.

La presencia de los inversores institucionales abre una nueva vía de estudio a la comunidad académica. Dichos inversores presentan desde el lado de la teoría de agencia la peculiaridad de que, al invertir en nombre de terceros inversores, presentan su propia relación de agencia, actuando de agentes en dicha relación. Dicho aspecto diferencial genera una importante discusión en la comunidad académica sobre las bondades de la

presencia accionarial de dichos inversores y sobre su capacidad para solventar los costes de agencia derivados de la relación de agencia existente en las empresas participadas. En el caso de España, el tardío desarrollo de los mercados financieros ha provocado a su vez una tardía evolución de la inversión institucional, reflejándose de forma directa en el desarrollo académico en la materia.

Esta tesis trata de dar un paso más en el enfoque académico de la inversión institucional en el papel de agente o mecanismo de control al equipo directivo, incidiendo, no únicamente en su impacto aislado sobre el valor de las empresas analizadas, sino analizando de forma adicional la interacción de los mismos con el resto de mecanismos relevantes, especialmente la deuda, los dividendos y la concentración de propiedad. Este nuevo enfoque ofrece una visión más completa del inversor institucional dentro del marco de las relaciones de agencia, tanto a nivel teórico como empírico, cubriendo el hueco existente al respecto atendiendo a los principales trabajos existentes en la literatura, lease por ejemplo, Cornett et al (2007) en EE.UU, Battacharya y Graham (2008) y Thomsen y Pedersen (2000) en Europa y Yuan et al (2008) en Asia.

Por último, cabe reseñar también otros dos aspectos innovadores de la presente tesis. Por un lado, el enfoque metodológico de la triple interacción utilizada en los modelos estadísticos de las hipótesis 2 y 3, aspecto que permite tratar la muestra de datos en su conjunto analizando la interacción entre tres variables, enfoque no utilizado en los principales trabajos existentes en la literatura. Por otro lado, el enfoque en empresas españolas cubre el hueco existente al respecto, debido principalmente al tardío desarrollo de la inversión institucional, tal como se ha comentado previamente.

1.3 Resumen del “status questionis”

Berle y Means (1932) abrieron el debate sobre la separación entre el control y la propiedad en las empresas. Según los autores, el proceso de dispersión de la propiedad comenzada a comienzos del siglo pasado en los EE.UU. llevaría irremediamente a un conflicto entre los directivos y los propietarios de la empresa. Dichos autores plantearon básicamente un conflicto de agencia derivado de la falta de alineación de intereses entre los agentes participantes en la relación. Los costes de agencia derivados de ello, básicamente como consecuencia del intento del propietario de controlar y de encauzar

las labores del equipo directivo (Jensen y Meckling, 1976), provocan como resultado una reducción en el valor de la empresa. Al ser dicha relación de agencia algo inherente a la existencia de la propia empresa, tanto el mundo empresarial como el académico han desarrollado vías para minimizar el coste derivado del conflicto de agencia. De esta forma han surgido los principios y normas que regulan la actividad empresarial bajo este aspecto, y que responden al gobierno corporativo de una empresa o área económica.

El desarrollo del gobierno corporativo no ha sido ni mucho menos uniforme a lo largo de las distintas áreas económicas. Tradicionalmente, dos tipos principales de gobierno corporativo han sido considerados (Maher y Andersson, 2000; Cuervo et al, 2002; Sacristán y Cabeza, 2008):

- ✓ Modelo anglosajón, vinculado a los mercados financieros. Este modelo se caracteriza, en líneas generales, por una estructura dispersa de propiedad y por la importancia de los mercados financieros, tanto desde el lado de la financiación de la empresa como desde el lado de la solución a los problemas de agencia (Cuervo et al, 2002).
- ✓ Modelo continental, vinculado a la banca. En este caso, la banca ocupa el eje central que los mercados financieros ocupan en el modelo anglosajón, especialmente desde el lado de la financiación de la empresa. Además de ello, la concentración de propiedad, a menudo a través de estructuras complejas de propiedad, es otra de las principales características de este modelo (Cuervo et al, 2002).

La Porta et al (1998) indican que el origen legal es el factor principal que determina el desarrollo en un país de un tipo de gobierno corporativo u otro. Según los autores, el derecho común ofrece una mayor protección a los inversores, impulsando de esta manera un mayor desarrollo de los mercados financieros. En consecuencia, aquellos países cuya legislación tenga como origen el derecho común, tendrán un gobierno corporativo con el perfil del modelo anglosajón. Por otra parte, en el otro lado de la balanza se sitúa el derecho civil francés. Según los autores, ésta es la que ofrece una menor protección al inversor, dificultando el desarrollo de los mercados financieros

y obligando a los inversores a concentrar la propiedad para defender sus intereses ante la falta de protección legal existente. En consecuencia, aquellos países cuya legislación siga los postulados del derecho civil francés, desarrollarán un gobierno corporativo con el perfil del modelo continental.

La literatura existente se ha centrado también en el análisis de los diferentes mecanismos de control al equipo directivo que se han ido desarrollando en torno a los modelos de gobierno corporativo citados anteriormente⁴. Los principales mecanismos son los siguientes:

- ✓ Estructura de propiedad: este mecanismo ha sido posiblemente el más analizado por la comunidad académica. La estructura de propiedad se ha trabajado desde dos enfoques. Por un lado se han analizado las bondades de la concentración de propiedad y, por otro lado, se ha puesto el énfasis también en la importancia de la identidad del máximo accionista.
 - Concentración de propiedad: al contrario de lo establecido por Berle y Means (1932), la concentración de la propiedad es uno de los aspectos característicos del gobierno corporativo de la inmensa mayoría de los países a nivel mundial (La Porta et al, 1999, Miguel et al, 2003, Faccio y Lang, 2002, Claessens et al, 2000, Crespí y García-Cestona, 1998). Una estructura de propiedad concentrada permite una mayor alineación de intereses entre los accionistas y el equipo directivo de las empresas, superando, también, los problemas de “*free-rider*”⁵ característicos de la propiedad difusa (Grossman y Hart, 1980, Schleifer y Vishny, 1986). El aspecto negativo de este mecanismo viene de los problemas que puedan surgir entre el accionista mayoritario y aquellos minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997).

⁴ Denis y McConnell (2003) ofrecen un repaso francamente interesante de los principales trabajos realizados en torno a los diferentes mecanismos de control que se han desarrollado.

⁵ Este aspecto se tratará con más detalle en el marco teórico.

- Identidad del máximo accionista: la literatura existente también se ha centrado en el análisis de la importancia de la identidad del máximo accionista. La familia⁶ y la banca han sido los tipos de accionistas más analizados por el mundo académico. En los últimos años, los inversores institucionales han cobrado especial importancia en los trabajos académicos, especialmente enfocados en países anglosajones, al albur del desarrollo de los mercados financieros y la mayor importancia de este tipo de inversores. Tal y como recogen Agrawal y Knoeber (1996), la inversión institucional es uno de los mecanismos externos de control a los directivos que se desprende de la literatura en la actualidad. En este sentido, Gillan y Starks (2003) defienden que los inversores institucionales presentan dos posibles vías de control a los directivos: activismo⁷ y venta de acciones⁸. Esta segunda vía podría ser extremadamente poderosa por la señal que transmitiría al resto de accionistas, pudiendo provocar un efecto contagio que incrementaría sobremanera el coste de capital.
- ✓ Mercado de control corporativo: se define a este mecanismo como “mecanismo de último resorte” (Fama, 1980; Denis y McConnell, 2003), en el sentido de que actúa una vez que el resto de mecanismos no hayan funcionado⁹. Este mecanismo se encuentra totalmente ligado al desarrollo de los mercados financieros, estando, en consecuencia, presente especialmente en los mercados anglosajones.
- ✓ Endeudamiento: existe un fuerte debate en la comunidad académica acerca de las bondades del uso de este mecanismo para minimizar los costes de agencia. Modigliani y Miller (1958) establecieron la teoría de la irrelevancia del endeudamiento sobre el valor de una empresa. En cambio, teorías

⁶ Se incluye a la denominada propiedad interna o propiedad de los directivos en este grupo.

⁷ *Voice* en términos de los autores.

⁸ *Exit* en términos de los autores.

⁹ En ese escenario, el precio de la acción estaría reflejando la mala gestión del equipo directivo.

posteriores han planteado una relación entre endeudamiento y valor, siendo las principales las siguientes:

- Jensen y Meckling (1976): la teoría de estos autores es conocida también como la teoría de sustitución de activos. Según los autores, el uso de la deuda genera costes de agencia derivados de la desconfianza de los bonistas hacia el comportamiento del propietario¹⁰ una vez ha logrado la financiación necesaria para el desarrollo de su negocio.
- Myers (1977): este autor gira también en torno a los costes de agencia de la deuda. En este caso, el autor sugiere que el endeudamiento puede influir en las decisiones de inversión futuras, es más, un excesivo endeudamiento podría provocar una menor inversión futura, afectando negativamente al valor de la empresa.
- Jensen (1986): este autor, en cambio, presenta el endeudamiento como una herramienta adecuada para minimizar los costes de agencia en aquellas empresas con fuerte capacidad de generación de flujos de caja libre. El pago de intereses derivado del endeudamiento reduciría dicho exceso de flujo de caja, reduciendo la posibilidad del equipo directivo de usar el mismo en su propio beneficio, reduciendo el valor de la empresa.
- Ross (1977): este autor, dentro de su teoría de señales, asocia al endeudamiento con una señal positiva a los mercados. Según el autor, dentro de un contexto de existencia de información asimétrica, el endeudamiento es una herramienta adecuada para lanzar una señal de fortaleza a los mercados.

1.4 Objetivos del trabajo

Antes de plantear el objetivo de esta tesis, cabe destacar que el contenido de la misma se enmarca dentro de la problemática derivada de las relaciones de agencia

¹⁰ Los autores trabajan bajo un modelo de empresa con un solo propietario / directivo.

existentes en toda empresa (aspecto inherente a la existencia de la propia empresa, Alchian y Demsetz, 1972, Coase, 1937) y el gobierno corporativo, en forma de mecanismos de control hacia el equipo directivo, desarrollado para solventar los citados problemas de agencia. Tal como se verá posteriormente, Berle y Means (1932) fueron los que principalmente incorporaron este aspecto al debate académico (todavía inconcluso). Dentro del conjunto de mecanismos de control existentes, este trabajo se centrará en la presencia accionarial de los inversores institucionales, aspecto escasamente tratado en el ámbito empresarial español, tal como se ha comentado en diferentes apartados del mismo. A nivel temporal, el período 1999 – 2010 va a ser objeto de estudio, entre otros aspectos, por la mayor incorporación de la inversión institucional.

En este marco de estudio, el **objetivo general** se puede definir como el análisis, dentro del gobierno corporativo español, de la inversión institucional como mecanismo de control eficiente y su efecto positivo en la generación de valor en las empresas españolas participadas a lo largo del período 2000-2010.

Pasando al conjunto de objetivos específicos a alcanzar, cabe destacar en primer lugar la presencia del gobierno corporativo como marco general en el cual actúan los inversores institucionales. Tal como se verá posteriormente, se entiende como gobierno corporativo aquel conjunto de medidas con las cuales los inversores de una empresa tratan de asegurar cierta rentabilidad o retorno por sus inversiones (Shleifer y Vishny, 1997), por lo que, su análisis será el primer paso para el cumplimiento del objetivo general definido previamente. Así, cabe definir **el primero de los objetivos específicos** como el análisis de las principales características del gobierno corporativo en España, así como su evolución a lo largo de los últimos años.

Continuando con la definición de los diversos objetivos específicos a alcanzar, cabe recordar que la presencia accionarial de la inversión institucional y su papel como mecanismo de control eficiente son el eje central del presente trabajo. En este sentido, **el segundo de los objetivos específicos** se puede definir como el desarrollo de un modelo general de relación entre la citada presencia accionarial de la inversión institucional y el valor de las empresas participadas. Dicho valor se medirá desde dos ámbitos, por un

lado, el ámbito bursátil a través del ratio Q de Tobin y, por otro lado, el ámbito contable a través del ratio ROA.

El último de los aspectos a destacar en este apartado es la interrelación entre diversos mecanismos de control. Tal como se irá viendo a lo largo de la tesis, todo gobierno corporativo destaca por la interacción de diversos mecanismos de control. Unido esto al papel principal que en esta tesis juega el inversor institucional dentro del conjunto de mecanismos de control definidos, se define **el tercero de los objetivos específicos** como el análisis de la interrelación existente entre la inversión institucional y el resto de mecanismos de control, especialmente aquellos con mayor presencia en el gobierno corporativo español, léase, concentración de propiedad, endeudamiento y política de dividendo.

La siguiente figura ilustra el planteamiento realizado de los objetivos, uniéndolo con las hipótesis que se plantearán en el apartado correspondiente al marco conceptual.

Figura 1: árbol lógico de la tesis



Fuente: elaboración propia

1.5 Estructura del trabajo

En este apartado realizaremos una breve descripción del contenido que se encontrará en el resto del trabajo. La tesis sigue la estructura clásica de introducción – desarrollo teórico – presentación de hipótesis – recogida de datos – análisis empírico – conclusiones.

Una vez desarrollada la parte introductoria, abordaremos en el segundo capítulo la parte teórica desde tres enfoques o pilares principales:

- i. **Relaciones de agencia:** en este apartado, comenzando, tal como hemos visto anteriormente, con los postulados de Berle y Means (1932), se irán presentando las principales teorías que se han desarrollado en torno a los problemas de agencia. Una vez centrado el concepto de coste o problema de agencia, se irán presentando las diferentes soluciones¹¹ que se han trabajado a nivel teórico o que se pueden encontrar en las principales economías mundiales para solventar dichos costes o problemas de agencia. Entre los diferentes mecanismos de control existentes, se pondrá el énfasis en la estructura de propiedad, -analizado desde el lado de la concentración de propiedad y desde la identidad del principal accionista (inversor institucional como eje central)-, en el endeudamiento (o apalancamiento financiero) y en la política de dividendos. Por último, se analizará también la interrelación existente entre los diferentes mecanismos de control presentados, especialmente en aquellos tres que previamente se han citado.
- ii. **Inversión institucional:** este apartado del capítulo teórico constará de dos partes diferenciadas. En una primera parte, se definirá el concepto de inversor institucional y se presentarán los diversos tipos de inversores institucionales que actúan hoy en día en los mercados financieros. Posteriormente, en una segunda parte, se analizará al inversor institucional desde la perspectiva de la relación de agencia y las bondades de este tipo de inversor como mecanismo de control al equipo directivo.

¹¹ *Mecanismo de control* podría ser un término más técnico o académico para describir las diversas alternativas que se han presentado para solventar el clásico conflicto entre *principal* y *agente*.

- iii. **Medición de valor:** el tercer pilar del capítulo teórico versa sobre las diferentes variables existentes para medir el valor o la generación de valor en una compañía. Principalmente existen dos posibles fuentes en un estudio como el que se presenta basado en compañías cotizadas.
- a. **Mercado bursátil:** en este grupo se incluirán todas aquellas variables que presentan como elemento común el valor asignado por el mercado a la compañía analizada. El ratio más utilizado en el mundo académico es la Q de Tobin, donde el valor de mercado asignado por los inversores tanto al capital como a la deuda se compara con el coste de reemplazar el conjunto de los activos de la compañía. Obviamente, cuanto mayor sea el ratio mayor es la capacidad de generación de valor que los inversores asignan a los activos de la compañía.
 - b. **Contabilidad:** el denominador común que presentan las variables de medición pertenecientes a este grupo es la información contable utilizada para su cálculo. Las diferentes formas de cálculo de rentabilidad son los ratios más utilizados en la literatura. De ellos, la rentabilidad sobre el capital (ROE¹²) o la rentabilidad sobre el activo (ROA¹³) son los más relevantes.

En este apartado, una vez definidas las diferentes variables existentes, se realizará una comparativa de ellas, determinando aquella que mejor pueda adaptarse al estudio empírico a realizar con posterioridad.

Una vez desarrollado el marco teórico del trabajo, se definirá el marco conceptual sobre el cual se plantearán las diversas hipótesis de trabajo. Dichas hipótesis de trabajo servirán, una vez se recoja evidencia empírica sobre ello, para dar respuesta tanto a la pregunta de investigación sobre la cual gira todo el trabajo como a los diversos objetivos planteados anteriormente.

¹² Return on equity.

¹³ Return on Assets.

Posteriormente, en el tercero de los capítulos se abordará la parte metodológica de la investigación. Este capítulo contemplará principalmente tres aspectos diferenciados:

- i. **Muestra de datos:** tal como hemos comentado anteriormente, el trabajo se centra en una muestra de empresas españolas cotizadas en el periodo 2000-2010, por lo que, este apartado establecerá, por un lado, los criterios de muestreo para seleccionar las compañías a analizar de entre la población constituida por los valores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), y por otro lado, definirá las fuentes de recogida de datos. Dichas fuentes serán el sistema de información financiera Bloomberg¹⁴ y la base de datos de la CNMV¹⁵.
- ii. **Modelos y técnica estadística:** se plantearán los diversos modelos utilizados en la parte empírica para testear estadísticamente las hipótesis planteadas. Se justificará también la elección de la técnica estadística de panel de datos.
- iii. **VARIABLES A MEDIR:** en este apartado se definirán las variables integrantes de aquellos modelos definidos previamente para contrastar empíricamente las diversas hipótesis de trabajo planteadas en la parte teórica.

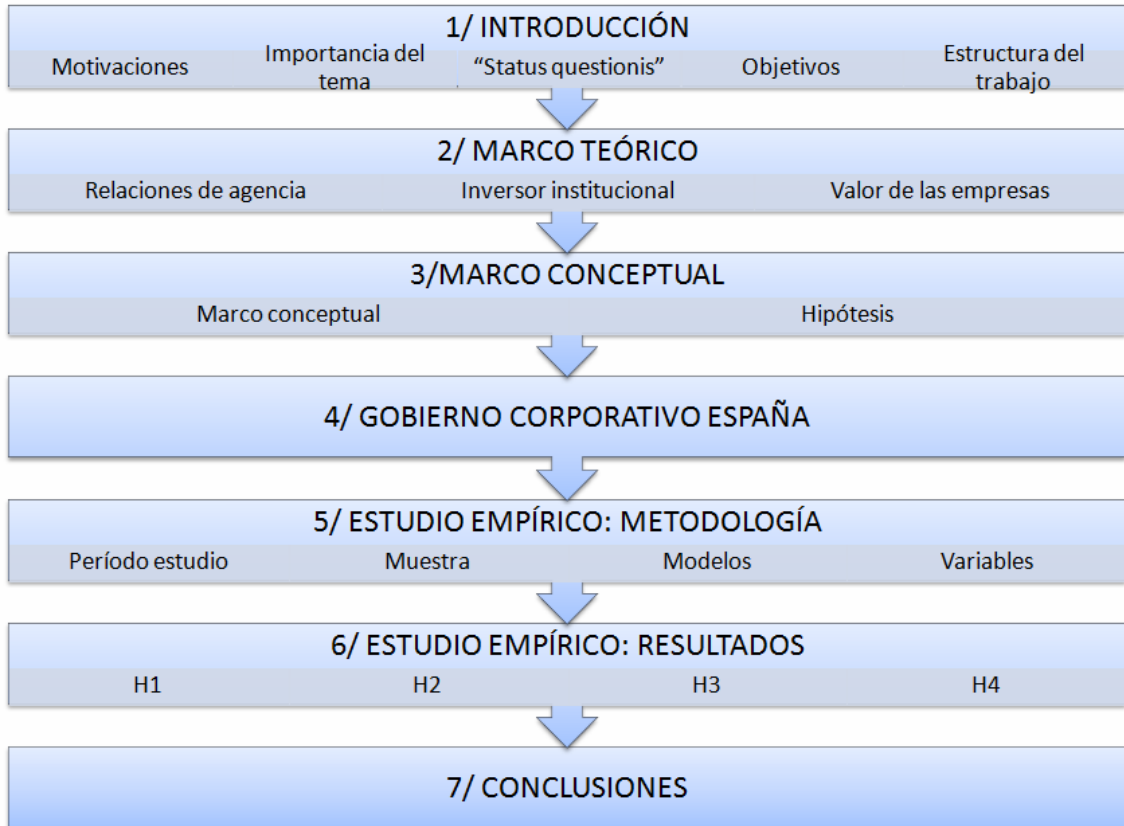
Una vez definidos los aspectos metodológicos, se avanzará en la aplicación de la técnica estadística a los datos ya recogidos con el objetivo de contrastar de forma empírica los modelos planteados. El quinto de los capítulos girará precisamente sobre el análisis de los datos, discutiendo los resultados obtenidos, aceptando o rechazando, por último, las diversas hipótesis planteadas. La respuesta al conjunto de las hipótesis nos dará la respuesta final a la pregunta de investigación planteada.

Por último, el capítulo de conclusiones finales cerrará el trabajo, siendo especialmente relevante la parte de las limitaciones habidas en el estudio, así como las líneas futuras de investigación presentadas. El siguiente cuadro resume la estructura de la tesis de una forma ilustrativa.

¹⁴ Véase www.bloomberg.com para más información.

¹⁵ Véase www.cnmv.es para más información.

Cuadro 1: estructura de la tesis.



Fuente: elaboración propia

2 MARCO TEÓRICO

2.1 Relación de agencia, gobierno corporativo y costes de agencia

2.1.1 Relación de agencia

The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather than of other people's money than their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honor, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.

Adam Smith (1776)¹⁶

Adam Smith, hace ya más de 200 años, mostraba sus dudas sobre la actuación de los directivos en aquellas empresas con propiedad compartida. Más recientemente, Berle y Means (1932), en su trabajo principal sobre la empresa americana, volvieron a poner sobre la mesa la problemática de la separación entre propiedad y control de la empresa. Según los autores, el imparable proceso de dispersión en la propiedad que se estaba dando en la empresa americana generaría problemas evidentes por la divergencia de intereses entre los accionistas y los directivos de las empresas¹⁷. A nivel general, podemos definir la problemática planteada por los citados autores como un problema básico de agencia.

Jensen y Meckling (1976) definen una relación de agencia como aquella relación donde una o más personas (principal) contratan a otras (agente) para que trabajen a su

¹⁶ Citado en Jensen y Meckling (1976).

¹⁷ “If we are to assume that the desire for *personal profit* is the prime force motivating control, we must conclude that the interests of control are different from and often radically opposed to those of ownership... the controlling group... can serve their own pockets...” Berle y Means (1932:114).

servicio. Tal como comentan los autores, asumiendo que cada uno de los participantes de dicha relación pretende maximizar su utilidad¹⁸, cabría esperar una discrepancia de intereses entre el principal y el agente. Centrando esta definición en el ámbito empresarial, es fácil situar al accionista en el papel del principal y al directivo en el del agente. Este enfoque, y tal como corroboran los citados autores, guarda una estrecha relación con el planteamiento de empresa realizado por Alchian y Demsetz (1972). Estos autores, definen a la empresa como un nexo contractual centralizado entre agentes, donde existe una puesta en común de factores, cuya combinación es superior a la suma de las partes individuales. Implícitamente surge el concepto de problemas de agencia mostrado por Jensen y Meckling (1976), derivado de la divergencia de intereses entre cada una de las partes de la empresa definida por Alchian y Demsetz (1972). Todo ello se puede considerar también como una consecuencia de la teoría de contratos incompletos de Coase (1937). Implícitamente, se puede afirmar que lo que subyace en una relación de agencia es un problema de información asimétrica entre las partes, donde habitualmente el agente posee mayor información que el principal (Eisenhardt, 1989, Maher y Andersson, 2000). En este contexto se sitúa la habitual problemática de toda relación de agencia, léase, la dificultad que el principal tiene para verificar tanto la habilidad del agente para desempeñar sus cometidos (Chua et al, 2009) como el hecho de que éste esté actuando correctamente (Jensen y Meckling, 1976, Eisenhardt, 1989). Dicha dificultad genera lo que se puede denominar como costes de agencia derivados del problema de agencia descrito anteriormente. Jensen y Meckling (1976) establecen que el principal causante de los costes de agencia es el intento del principal para alinear los intereses del agente con los suyos propios, generalmente ligando el beneficio del agente a la consecución de los objetivos del principal¹⁹. Aparte de ello, debido a la imposibilidad de alinear totalmente los intereses de ambas partes, siempre habrá una pérdida soportada por el principal debido a la actuación del agente. Jensen y Meckling (1976) lo denominan como coste residual. La principal consecuencia de todo ello es una

¹⁸ Chua et al (2009) establecen que, la utilidad esperada del agente dependerá del equilibrio entre la compensación recibida por el esfuerzo realizado y el coste de sacrificar parte del ocio en dichas tareas. En el caso del principal, la utilidad esperada depende del rendimiento de la empresa, que, a su vez, es función de la habilidad y esfuerzo del agente.

¹⁹ “*Monitoring cost*” y “*Bonding cost*” según los autores.

destrucción de valor para el accionista, bien porque se han tomado decisiones con criterios ajenos a la maximización de valor para el accionista²⁰, bien porque se han consumido recursos con el fin de alinear los intereses del agente a los del principal.

De forma esquemática, se puede resumir la relación de agencia de la siguiente manera:

Figura 2: relación de agencia.



Fuente: elaboración propia.

El modelo planteado por Jensen y Meckling (1976) sobre los costes de agencia del capital y de la deuda supone un buen ejemplo sobre las consecuencias de la citada información asimétrica. En ambos costes de agencia planteados por los autores, se produce un incremento en el coste de financiación tanto a través de capital como a través de deuda por la desconfianza generada en los nuevos inversores al poseer menor información que el agente²¹.

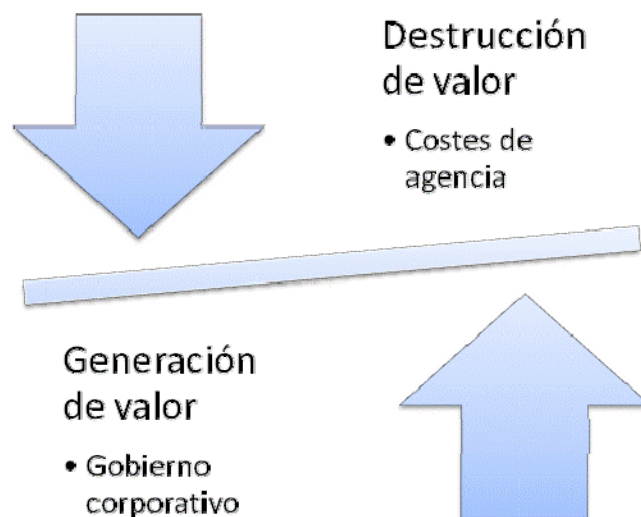
²⁰ Obtención de beneficios extrasalariales (Jensen y Meckling, 1976).

²¹ En futuros apartados de este capítulo se tratará más en detalle ambos tipos de costes. En este momento, tan sólo se pretende ilustrar el concepto de información asimétrica.

2.1.2 Gobierno corporativo

La relación de agencia descrita anteriormente es algo inherente a la existencia de la propia empresa (Coase, 1937, Alchian y Demsetz, 1972), por lo que cabe concluir que, en mayor o menor grado, las empresas (o sus propietarios) van a tener que soportar costes de agencia. El conjunto de principios y normas que regulan las relaciones de agencia con el fin de minimizar los costes generados de ello forman lo que se conoce como el gobierno corporativo de una empresa. En palabras de Shleifer y Vishny (1997), el gobierno corporativo conforma aquellas reglas con las cuales los inversores de una empresa tratan de asegurar cierta rentabilidad o retorno por sus inversiones. Dicho de otra manera, el gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de mecanismos que inducen al directivo de una empresa (movido por intereses propios) a la toma de decisiones según criterios de maximización de valor para el accionista (Denis y McConnell, 2003). En este sentido, Rahman (2009) entiende el gobierno corporativo como un sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas. Esquemáticamente, tal como se puede ver en la figura 3, se puede representar al gobierno corporativo como una fuerza opuesta a los costes de agencia generados de la relación de agencia.

Figura 3: gobierno corporativo.



Fuente: elaboración propia.

En este sentido, varios estudios han apoyado la importancia de un adecuado desarrollo general de gobierno corporativo en un mayor rendimiento de una empresa. Así, Gompers et al. (2003) en su estudio sobre empresas americanas, encuentran una relación positiva entre el desarrollo de las empresas sobre 24 aspectos de gobierno corporativo y, tanto el comportamiento bursátil como la valoración medida a través del ratio Q de Tobin en el período 1990-1999. Brown y Caylor (2004), en un análisis comparable, llegan a similares conclusiones. En una línea similar, Bauer et al (2003) en su estudio sobre empresas europeas utilizando el ranking Deminor de gobierno corporativo²², llegan también a similares conclusiones. En cambio, Alves y Mendes (2004), centrandó su estudio en empresas portuguesas, no encuentran una relación sistemática entre el conjunto de normas establecidas por el código de buen gobierno lanzado por la CMVM²³ y el rendimiento bursátil ajustado por tamaño y valoración. Por último, a nivel de estudio internacional, La Porta et al (2002), analizando empresas de 27 países, asocian un mayor valor de las empresas con un mayor desarrollo del gobierno corporativo (mayor protección de los inversores)²⁴. En esta línea, Cuñat et al (2012), en su estudio sobre empresas americanas, asocian también buenas prácticas de gobierno corporativo con un mayor valor para los accionistas. Estos autores enfocan dichas prácticas desde el lado de propuestas de mejora en el gobierno corporativo realizadas en las juntas generales de las empresas analizadas.

Con posterioridad al trabajo principal de Berle y Means (1932) comentado previamente, infinidad de autores han tratado la manera de solventar los problemas de agencia descritos anteriormente, con resultados dispares en la mayoría de los casos. Esta falta de unanimidad no se reduce únicamente al mundo académico sino que también se da en el desarrollo que a escala global se ha producido a nivel de gobierno corporativo. Los trabajos académicos realizados a nivel internacional en los últimos años dejan claro este diferente desarrollo en las políticas de gobierno corporativo (Shleifer y Vishny,

²² Ranking no público llevado a cabo por la consultora Deminor (www.deminor.com para más información).

²³ Comissao do Mercado de Valores Mobiliários (www.cmvm.pt).

²⁴ Más adelante se analizará este enfoque con un mayor detalle.

1997, La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer, 1999, La Porta et al., 1998, 2000, Maher y Andersson, 2000, Miguel et al., 2003).

Tradicionalmente, los economistas han diferenciado dos tipos de gobierno corporativo, aquel orientado a los mercados financieros (también denominado modelo externo o anglosajón) y aquel orientado a la banca (también denominado modelo interno o continental)²⁵ (Maher y Andersson, 2000; Cuervo et al, 2002; Sacristán y Cabeza, 2008). El aspecto diferenciador central entre los dos modelos se encuentra en la relevancia o no de los mercados financieros en diversos aspectos del funcionamiento de la empresa como la financiación o la superación del problema de agencia descrito anteriormente. El cuadro siguiente recoge las principales diferencias entre ambos modelos:

Cuadro 2: modelo externo e interno de gobierno corporativo.

| | Modelo continental | Modelo anglosajón |
|---|--|--|
| Tipo de control | Accionistas de referencia. Participaciones cruzadas y estructuras piramidales. | Mercado de capitales. |
| Estructura de propiedad | Concentrada. | Dispersa. |
| Tipo de accionistas | Otras empresas, familias, bancos. | Inversores individuales e institucionales. |
| Utilización del mercado de capitales | Menor desarrollo: menores niveles de información y transparencia. | Elevada liquidez y transparencia informativa. |
| Incentivos y remuneraciones directivas | Básicamente remuneración fija y menor peso de parte variable, basada en rentabilidades contables o indicadores internos. Incipiente utilización de indicadores de mercado y escaso peso de remuneración diferida. | Remuneración fija y peso significativo de variable, ligada a mercado. Utilización generalizada de programas de remuneración diferida. |
| Entorno legal | Derecho civil | Derecho común. |
| Niveles de protección inversor | Mayor probabilidad de expropiación del inversor minoritario. | Mayor protección: mayor valoración de mercado, mayor número de empresas utilizando el mercado para financiarse. |
| Niveles de protección trabajadores | En el caso alemán se integran en el comité de vigilancia. | No se consideran en la relación. |

Fuente: elaboración propia a través de Cuervo et al (2002).

²⁵ Maher y Andersson (2000) hablan también de “*shareholder model*” y de “*stakeholder model*” como una diferenciación más genérica de modelo de empresa, del cual se derivarían los modelos de gobierno corporativo comentados.

El gobierno corporativo de una empresa se puede describir también a través de los mecanismos utilizados para solventar los problemas de agencia. Atendiendo a Denis y McConnell (2003)²⁶, el conjunto de normas que conforman el gobierno corporativo de una empresa se pueden agrupar de la siguiente manera:

1. Mecanismos internos: los autores incluyen en este grupo a aquellos mecanismos cuyo origen se sitúa en la propia empresa.
 - a. Consejo de administración: órgano dedicado a defender al conjunto de accionistas de una empresa y a control al cuerpo directivo.
 - b. Estructura de propiedad: presenta dos enfoques principales:
 - i. Concentración de propiedad.
 - ii. Identidad del máximo accionista.
2. Mecanismos externos: tal como su nombre indica, en este grupo se incluyen aquellos mecanismos cuyo origen es ajeno a la empresa.
 - a. Mercado de control corporativo: funciona cuando existe una infravaloración importante de la empresa debido a las malas decisiones adoptadas por los directivos y los mecanismos internos carecen de eficacia suficiente para resolverlo.
 - b. Entorno legal: el origen legal afecta al desarrollo del gobierno corporativo en sí.

La distribución realizada por los autores no recoge de manera adecuada el concepto de entorno legal, a la vez que deja fuera otros mecanismos como el uso de la deuda (Jensen, 1986) o el mercado laboral de los directivos (Fama, 1980). La relevancia del entorno legal no radica en su caracterización de mecanismo externo, sino que en su influencia en el conjunto de los mecanismos que rigen el gobierno corporativo de una empresa. Otros autores como Agrawal y Knoeber (1996) o Crespí y García-Cestona (2002) mantienen también la separación entre mecanismos externos e internos, por lo

²⁶ Revisión de los principales artículos publicados en los últimos años.

que ese va a ser también el enfoque de este trabajo en el análisis de los diferentes mecanismos existentes en torno al gobierno corporativo. En líneas generales, se mantendrá la parte de mecanismos internos expuesto por Denis y McConnell (2003), mientras que en la parte de mecanismos externos, se trabajará en torno a un concepto general de mercados, incluyendo el de control corporativo, el de la deuda y el de los directivos. Al contrario que Denis y McConnell (2003), no se considera el entorno legal como un mecanismo externo, sino como un aspecto determinante en el desarrollo global de gobierno corporativo afectando a los diferentes mecanismos existentes. En resumen, el análisis referente a diferentes aspectos de gobierno corporativo se agrupará de la siguiente manera:

1. Mecanismos internos:

- a. Consejo de administración: en este punto se tratarán las funciones del consejo y la evolución de las normas en los últimos años, especialmente en España, ámbito geográfico de nuestro estudio.
- b. Estructura de propiedad: se hará especial hincapié en este punto, ya que, es uno de los aspectos más utilizados y estudiados de gobierno corporativo. Se tratará desde dos ángulos principales:
 - i. Concentración de propiedad: el entorno legal cobra especial importancia en este punto.
 - ii. Identidad del máximo accionista: varios estudios muestran la importancia de determinar la identidad del máximo accionista. La familia y la banca han sido los tipos de accionista más estudiados tradicionalmente, aunque en los últimos años va cobrando fuerza la presencia del inversor institucional en el accionariado de las compañías.

2. Mecanismos externos: en este punto se analizarán los siguientes aspectos:

- a. Mercado de control corporativo: tal como se verá posteriormente, el entorno legal cobra especial importancia también en este punto.

- b. Mercado de deuda: el uso de la deuda es ampliamente analizada en la literatura como mecanismo de control a los directivos, especialmente en un entorno de pocas oportunidades de crecimiento.
- c. Mercado laboral: especialmente enfocado desde el lado de los directivos.

2.1.2.1 Mecanismos internos

2.1.2.1.1 Consejo de Administración

El análisis del consejo de administración se ha abordado desde diversos ángulos, especialmente si se tiene en cuenta que es un mecanismo cuyas características están muy ligadas al entorno en el que se sitúa la empresa. A pesar de las diferencias existentes entre diversos países, sí podemos considerar que, en líneas generales, las funciones principales de un consejo de administración son las siguientes:

- ✓ Defensa de los intereses del accionista de la empresa: la línea europea hace referencia también al concepto más amplio de “stakeholder”, donde, el consejo de administración debería cuidar también la interrelación de la empresa con los diversos grupos de interés existentes en torno a ella.
- ✓ Supervisión y control al equipo directivo: dentro de la separación del proceso de dirección que defienden Fama y Jensen (1983b), las funciones de ratificación y control serían llevadas a cabo por el consejo de administración.
- ✓ Sustitución del equipo directivo: en relación al punto anterior, es competencia del consejo de administración la sustitución del equipo directivo. Fama (1980) establece que la función del consejo de administración radica en fijar un mecanismo más eficiente para la sustitución de los directivos que otros ya existentes como el mercado de control corporativo.
- ✓ Obtención de la financiación necesaria (capital + deuda) para el funcionamiento de la empresa.

Hermalin y Weisbach (2003) sugieren que, aparte de las consideraciones legales, los consejos de administración existen como una solución de equilibrio a los problemas de agencia existentes en las empresas, supuesto que toma especial importancia en un contexto de propiedad difusa. Williamson (1984)²⁷, en una línea similar, concluye que los accionistas necesitan el servicio del consejo de administración para salvaguardar sus intereses.

Dentro de los aspectos que se han analizado en este punto, caben destacar el tamaño y la composición del consejo de administración y las políticas retributivas establecidas al equipo directivo.

Desde un punto de vista teórico, la literatura existente define como factor negativo un excesivo tamaño del consejo de administración (Denis y McConnell, 2003). En esta línea, en algunos países se encuentra regulado el número máximo de consejeros²⁸. En cambio, existen pocos estudios a nivel empírico, especialmente fuera de los EE.UU. Hermalin y Weisbach (2003), en su revisión de la literatura sobre los estudios realizados en torno al consejo de administración (enfocado en EE.UU.), concluyen que el tamaño del consejo se encuentra negativamente relacionado con el rendimiento de la empresa. Yermack (1996), por ejemplo, en su estudio basado sobre empresas estadounidenses a lo largo del período 1984-91, encuentra evidencia suficiente para apoyar el efecto negativo en el valor de las empresas de un consejo con elevado tamaño. Dicho autor defiende que dicha relación es convexa, en el sentido de que la mayor pérdida de valor se da cuando el tamaño del consejo de administración pasa de un nivel reducido a uno medio. A nivel español, Gispert y Ortín (2002) realizan también una revisión de los trabajos realizados en torno al efecto del tamaño de los consejos de administración en el valor de la empresa. La conclusión principal, muy en línea con los autores anteriores, muestra también una relación negativa, confirmando el citado planteamiento teórico de que un mayor consejo presenta mayores inconvenientes (problemas de coordinación y comunicación) que beneficios derivados de un mayor control al equipo directivo.

²⁷ Citado en Rahman (2009).

²⁸ En España, por ejemplo, el código unificado de buen gobierno (más conocido como código Conthe) recomienda establecer el número de consejeros entre 7 y 15.

Respecto a la composición del consejo de administración, especial importancia se le ha otorgado a la presencia de consejeros independientes en el mismo. Fama (1980), especialmente en un contexto de propiedad difusa, defiende la inclusión de consejeros independientes como una forma de potenciar este mecanismo de control, convirtiéndola en una manera más eficiente de control / sustitución del equipo directivo. Fama y Jensen (1983b) sugieren que los consejeros independientes tienen incentivo suficiente desde el lado de su reputación profesional²⁹ para cumplir con su tarea de control al equipo directivo de manera diligente. En cambio, Hermalin y Weisbach (1998)³⁰ sugieren que no siempre el consejo de administración (incluidos los consejeros independientes) actúa o puede actuar de forma independiente al equipo directivo³¹. Al igual que en el caso del tamaño del consejo, la mayoría de las regulaciones (códigos de buen gobierno corporativo) tratan de establecer una presencia mínima de consejeros independientes³² (Denis y McConnell, 2003).

A nivel empírico, la mayoría de los estudios se han centrado en los EE.UU. A pesar de la cantidad de estudios realizados, los resultados obtenidos no son especialmente concluyentes, especialmente desde el lado de analizar la relación entre presencia de consejeros independientes y rendimiento de la empresa (Hermalin y Weisbach, 2003; Vintila y Gherghina, 2012). Hermalin y Weisbach (2003) sugieren que la endogeneidad existente en los modelos sobre consejos de administración es la gran causante de dicha falta de conclusiones³³.

A nivel europeo, destaca el trabajo de Chouchene (2010) basado en empresas francesas. Dicho autor sugiere cierta relación entre determinados tipos de accionistas y la presencia de consejeros independientes. Dicha relación es negativa en aquellas

²⁹ Según los autores, debido a la presencia de este tipo de consejeros en más de un consejo, el aspecto reputacional es suficientemente importante para asegurar el cumplimiento diligente de sus funciones.

³⁰ Citado en Hermalin y Weisbach (2003).

³¹ Los autores asocian la independencia del consejo a la importancia del capital humano del equipo directivo y al rendimiento pasado de los mismos.

³² En España, por ejemplo, el anteriormente citado código unificado de buen gobierno, recomienda establecer el número mínimo de consejeros independientes en un tercio del total de consejeros.

³³ Tal como se verá a lo largo de este trabajo, la mayoría de estudios analizados presentan problemas de endogeneidad, pero no por ello carecen de resultados concluyentes.

empresas con presencia de accionistas de control, en cambio es positiva en presencia de inversores institucionales. A nivel de empresas españolas, Arosa et al (2010), en su estudio basado en empresas familiares, destacan el efecto positivo de la presencia de consejeros independientes en el rendimiento de aquellas empresas gobernadas por la primera generación del grupo familiar. En el resto de casos, no se aprecia dicho impacto positivo por parte de este tipo de consejeros.

Centrándonos en el papel desempeñado por los consejos de administración en el establecimiento de las políticas retributivas, la eficacia de éstas a la hora de alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas ha sido posiblemente el enfoque que más interés ha suscitado en la comunidad académica. Al igual que en los casos anteriores, la mayoría de los estudios empíricos se sitúan en los EE.UU. Las principales conclusiones que se pueden obtener de los estudios basados en esta región son las siguientes (Denis y McConnell, 2003):

- ✓ La política retributiva cada vez está más ligada a la evolución de la compañía.
- ✓ Dicha vinculación se obtiene principalmente a través de la retribución vía acciones y “*stock options*”³⁴.
- ✓ Los contratos “*stock options*” son los que mayor crecimiento han tenido en los últimos años como mecanismo para alinear los intereses del equipo directivo con los de los accionistas.

Core et al (2003) matizan las conclusiones anteriores, sugiriendo que las políticas retributivas deben ser aplicadas teniendo en cuenta el contexto específico en el que se mueve la empresa, conociendo especialmente los elementos que inciden en la toma de decisiones del equipo directivo.

³⁴ *Stock option* se refiere a un contrato de derivados mediante la cual el empleado tiene el derecho a comprar cierta cantidad de acciones de la empresa a un precio fijado de antemano y en un momento determinado del tiempo. De esta manera, la retribución del empleado será mayor cuanto más suba el precio de la acción, vinculando, por lo tanto, el nivel salarial al comportamiento de la empresa (al menos, al comportamiento bursátil de la empresa).

No existe especial evidencia empírica en los estudios realizados en el resto de las regiones (Denis y McConnell, 2003). A nivel de España, el análisis realizado por Crespi et al (2002) comparando las políticas retributivas en España con las existentes en el Reino Unido, encuentra una relación positiva en el valor de las compañías³⁵ y el nivel salarial, aunque únicamente en aquellas empresas con presencia de un accionista relevante³⁶. Curiosamente, en su comparativa con el Reino Unido, no encuentran relación alguna entre el nivel salarial del equipo directivo y la evolución de la empresa.

Por último, y para terminar con este apartado referente al consejo de administración como mecanismo interno de control, destacar cómo se va reflejando en el ámbito regulatorio la cada vez mayor importancia que está adquiriendo este punto dentro de la evolución de los códigos de buen gobierno corporativo a nivel internacional. Las normas (recomendaciones en la mayoría de los casos) más relevantes que se han presentado en los últimos tiempos, y que recogen varios puntos referentes al consejo de administración, son las siguientes:

- ✓ Código Unificado de buen gobierno corporativo (más conocido como código Conthe). Presenta 58 recomendaciones, resultado de la armonización y actualización de las recomendaciones de los informes Olivencia y Aldama (Solís, 2006).
- ✓ Sarbanes-Oxley Act (EE.UU.). Se centra especialmente en definir requerimientos en la publicación de los estados financieros.
- ✓ Loi de sécurité financière (Francia). Regula los conflictos de interés y el control interno de las empresas principalmente.
- ✓ Deutscher corporate governance kodex (Alemania). Conjunto de sugerencias respecto a la organización de la empresa y el comportamiento ético de empleados y directivos.

³⁵ Medido a través de la rentabilidad del activo (ROA) y la evolución del precio de la acción.

³⁶ Dentro de la teoría de agencia, cabría pensar en lo contrario, es decir, como ambos mecanismos, presencia de un accionista relevante y política salarial, pueden considerarse como sustitutivos (Agrawal y Knoeber, 1996), cabría pensar que la presencia de uno de ellos llevaría a una menor presencia del otro mecanismo.

- ✓ Financial aspects of corporate governance (Cadbury report) (Reino Unido). Incluye varias recomendaciones en torno al consejo de administración y a aspectos contables.

2.1.2.1.2 Estructura de propiedad

Tal como se ha comentado al inicio de este capítulo, el mecanismo de estructura de propiedad se tratará desde dos aspectos diferentes. Por un lado, se analizará la concentración de propiedad como mecanismo de control habitualmente utilizado, especialmente fuera del mundo anglosajón, y por otro, se hará hincapié también en la identidad del accionista principal de la compañía.

Comenzando el análisis desde la dimensión de concentración, al contrario de la idea lanzada por Berle y Means (1932) sobre el imparable proceso de dispersión en la propiedad de las compañías, y al contrario también de lo que se pudiera desprender de la teoría financiera moderna en cuanto a diversificación de las inversiones (Markowitz, 1952)³⁷, la realidad muestra que la concentración de propiedad es la estructura habitual en la gran mayoría de países³⁸ (La Porta et al, 1999, Miguel et al, 2003, Faccio y Lang, 2002, Claessens et al, 2000, Crespí y García-Cestona, 1998). En la siguiente tabla se muestran datos de dispersión de propiedad que corroboran lo comentado anteriormente.

³⁷ Markowitz (1952) en su artículo "*Portfolio selection*" introdujo el concepto de la diversificación del riesgo y de la combinación de activos para construir carteras eficientes en cuanto al binomio rentabilidad / riesgo. La inversión en valores individuales dio paso a la construcción de carteras. Este es uno de los pilares de las finanzas modernas que han perdurado hasta hoy en día.

³⁸ Cabe citar en defensa de estos autores que dichas ideas fueran lanzadas dentro del contexto americano donde, efectivamente, se encuentra la propiedad de forma más dispersa. Aunque, bien es cierto, que también en esa región cada vez es más habitual el encontrarse con accionistas de referencia (Demsetz, 1983, Shleifer y Vishny, 1997, Denis y McConnell, 2003).

Tabla 1: dispersión de propiedad.

| País | Faccio y Lang | La Porta et al |
|----------------|---------------|----------------|
| Austria | 11,11 | 5 |
| Bélgica | 20 | 5 |
| Finlandia | 28,68 | 35 |
| Francia | 14 | 60 |
| Alemania | 10,37 | 50 |
| Irlanda | 62,32 | 65 |
| Italia | 12,98 | 20 |
| Noruega | 36,77 | 25 |
| Portugal | 21,84 | 10 |
| España | 26,42 | 35 |
| Suecia | 39,18 | 25 |
| Suiza | 27,57 | 60 |
| Reino Unido | 63,08 | 100 |
| Estados Unidos | - | 80 |
| Australia | - | 65 |

Fuente: elaboración propia a través de Faccio y Lang (2002) y La Porta et al (1999)

Aunque las cifras presentadas por ambos estudios no son directamente comparables debido a la diferente metodología utilizada, la interpretación de las mismas sí que es similar. Los datos presentados por Faccio y Lang (2002) reflejan el porcentaje de empresas de la muestra con propiedad dispersa al nivel del 20% (teniendo en cuenta el porcentaje de control indirecto). La Porta et al (1999), por otra parte, utilizan una muestra de las 20 mayores empresas cotizadas de cada país para la obtención de los datos que se presentan en la tabla. Al igual que Faccio y Lang (2002), el nivel que define la propiedad dispersa se sitúa en el 20%, teniendo en cuenta también el control indirecto. En ambos casos, una mayor cifra indica una mayor dispersión de la propiedad. Analizando los resultados, queda claro que no es precisamente la estructura habitual a nivel global, especialmente fuera de los países anglosajones.

Claessens et al (2000) en su estudio sobre empresas del este asiático encuentran también que más de dos tercios del conjunto de las empresas analizadas presentan un único propietario final. Santana-Martin y Aguiar (2007), Crespí y Garcia-Cestona (1998) y Garmendia y del Orden (2008), todos ellos en diferentes análisis sobre

empresas españolas, llegan a la conclusión común de la concentración de propiedad como estructura habitual.

Lo anterior indica que la concentración de propiedad es uno de los mecanismos más extendidos a la hora de tratar de solventar los problemas de agencia. La concentración de propiedad permite en cierta forma controlar de forma más directa y cercana al equipo directivo de la compañía³⁹, acercando de alguna manera la propiedad al control de la compañía (Carney y Gedajlovic, 2002). Otra de las ventajas de la concentración de propiedad radica en el hecho de que permite solventar el problema de “*free rider*”⁴⁰ inherente a la propiedad difusa de capital. En dicha situación de propiedad dispersa, ningún accionista tiene incentivo suficiente para controlar al equipo directivo, ya que, el coste⁴¹ a asumir sería independiente de la participación accionarial, mientras que el beneficio derivado de dicho control sería repartido al conjunto de los accionistas según su participación accionarial (Grossman y Hart, 1980, Shleifer y Vishny, 1986). Ello genera una situación de falta de control al equipo directivo e incremento de los costes de agencia derivados de ello. La concentración de propiedad, al incrementar el porcentaje de participación en el potencial beneficio generado a través de un mayor control al equipo directivo, incrementa de manera importante el incentivo del accionista principal a asumir los costes comentados previamente, reduciendo, tal como señalan Carney y Gedajlovic (2002), la necesidad de supervisión por parte de agentes externos. Todo lo anterior lleva a pensar sobre un efecto positivo de la concentración de propiedad en la disminución de los costes de agencia comentados al inicio del presente capítulo. Shleifer y Vishny (1986) desarrollan un modelo donde la presencia de un accionista de referencia tiene efecto positivo sobre la cotización de dicha empresa.

³⁹ Habitualmente a través de controlar el consejo de administración.

⁴⁰ En economía, “*Free rider*” se denomina de manera general a aquella situación donde uno recibe mayores beneficios de un bien público de lo que le corresponde de una manera justa o soporta menores costes en su producción. En el ámbito de los costes de agencia y de la estructura de propiedad, “*Free rider*” sería aquel accionista que no ejerciera sus funciones de control al equipo directivo en función de su participación accionarial, en cambio, sí recibiera los beneficios derivados del control ejercido por el resto de accionistas en proporción a su participación.

⁴¹ “*Bonding & monitoring costs*”, Jensen y Meckling, 1976.

En cambio, Shleifer y Vishny (1997) alertan sobre los efectos negativos provenientes de una excesiva concentración de propiedad, materializados en una posible expropiación de valor a los accionistas minoritarios. En este nuevo enfoque, el potencial beneficio proveniente de una mayor concentración se ve empañado por un nuevo tipo de coste de agencia, la expropiación de valor por parte del accionista mayoritario a costa del minoritario. Este factor es especialmente importante a la hora de captar nuevo capital para la empresa⁴². Dicha posibilidad de expropiación por parte del accionista mayoritario, encarecerá sobremanera el capital a obtener del resto de inversores (Carney y Gedajlovic, 2002). En este sentido, se podría concluir que el problema de agencia inicialmente descrito entre accionistas y directivos de la empresa deriva a un problema entre el accionista mayoritario y aquellos minoritarios. Atendiendo a los datos que se han presentado anteriormente, se podría concluir que el mayor problema de agencia en varios países, especialmente los europeos⁴³, se da en esta última manera planteada, es decir, entre el accionista mayoritario y aquellos minoritarios.

El análisis de los datos genera también una cierta reflexión acerca de los motivos causantes de las diferencias existentes entre diversos países. La Porta et al (1998), en su estudio principal acerca del efecto legal en las finanzas, concluyen que el origen legal es el factor determinante que se encuentra detrás de las diferencias observadas. En su estudio, observan una relación negativa entre la concentración de propiedad y la protección legal de los inversores⁴⁴. En su estudio concluyen también que el origen legal⁴⁵ está detrás del grado existente de protección de los inversores, siendo los países con derecho común anglosajón los que mayor protección del inversor presentan, mientras que aquellos originarios del derecho civil francés son los que peores registros

⁴² Las empresas concentradas dependen de la riqueza de sus propietarios y de los recursos generados internamente para hacer frente a sus inversiones. En esta tesitura, la salida al mercado para captar capital puede ser una vía ante determinadas necesidades de financiación.

⁴³ Atendiendo a Li y Qian (2013) dicho problema de agencia es también característico de las economías en transición, caso de la economía China, donde los autores basan su estudio.

⁴⁴ Medida a través de varios aspectos en relación a los derechos de los accionistas y a las limitaciones existentes para ejercitar dichos derechos.

⁴⁵ Los autores diferencian cuatro tipos de entornos legales: derecho común anglosajón, derecho civil francés, derecho civil alemán y derecho civil escandinavo.

presentan por este lado. En esta línea de razonamiento, la concentración de propiedad no sería más que una actitud defensiva de los inversores en respuesta a la escasa protección legal existente. Shleifer y Vishny (1997) dirían que concentrando la propiedad, los inversores tratan de defender un retorno a sus inversiones que de otra manera sería expropiada o minorada por el equipo directivo. Ello, en cambio, nos sitúa en el escenario planteado anteriormente de un nuevo contexto de costes de agencia derivados de una falta de alineación de intereses entre el accionista mayoritario y aquellos minoritarios.

La Porta et al (1999) añaden una nueva dimensión acerca de la concentración de propiedad, analizando la manera en la que se alcanza dicha propiedad en los diversos países. Según los autores, las estructuras piramidales⁴⁶ y las participaciones cruzadas⁴⁷ son las formas más habituales de alcanzar dichos niveles de concentración de la propiedad que la participación directa en la compañía⁴⁸. Faccio y Lang (2002) hablan también de la cadena múltiple de control⁴⁹ como forma de incrementar el control sobre la compañía. El uso de estas estructuras complejas de propiedad sugiere la idea de que el control de la compañía lleva asociado un cierto beneficio para quien lo ejerce (Denis y McConnell, 2003; Hoi y Robin, 2010). Dicho beneficio, o expresado de otra manera, dicha capacidad para generar beneficio a favor propio a través del control obtenido, guarda directa relación con los costes de agencia derivados de la divergencia de intereses entre accionista mayoritario y los minoritarios que se ha comentado previamente. Dyck y Zingales (2004), en su análisis internacional sobre los beneficios privados derivados del control⁵⁰, sitúan también el origen legal como factor

⁴⁶ Se denomina estructura de control piramidal cuando un accionista controla una compañía a través de otra donde no tiene un control total sobre ella (Faccio y Lang, 2002).

⁴⁷ Se denomina participación cruzada cuando la propia compañía mantiene una participación accionarial en su empresa propietaria o en alguna participada de esta última (La Porta et al, 1999).

⁴⁸ Dichas formas complejas de propiedad (Santana-Martín y Aguiar, 2007) permiten al accionista alcanzar mayor grado de control sobre la compañía de lo que indica su participación en los derechos económicos.

⁴⁹ Esta estructura implica la propiedad en la empresa final a través de diversas vías (o cadenas) (Faccio y Lang, 2002). Claessens et al (2000) denomina esta estructura como participación cruzada (cross holding).

⁵⁰ Medidos a través de la prima respecto a precio de mercado al cual se han efectuado transacciones de bloques accionariales que conllevan el control de la compañía.

determinante de ello. Según los autores, mejores estándares contables, mayor defensa del inversor minoritario y mejor ejecución de las leyes son, entre otros factores, determinantes a la hora de explicar el beneficio privado obtenido a través del control.

Todo lo anterior nos lleva a replantear en cierta forma lo planteado previamente. Es necesario incluir el origen o entorno legal como factor determinante de una mayor concentración de propiedad, y por otro lado, los problemas de agencia derivados de una divergencia de intereses entre accionista mayoritario y minoritario, así como los beneficios privados ligados al control deben ser factores a incluir. Esquemáticamente, la figura 4 recoge lo comentado anteriormente.

Figura 4: esquema ampliada de concentración de propiedad.



Fuente: elaboración propia.

En esta línea de asignar tanto aspectos positivos como negativos a la concentración de propiedad, Demsetz (1983) introdujo la idea de endogeneidad de la estructura de propiedad, defendiendo la no existencia de una estructura óptima, sino

planteando que la estructura óptima se determinará en cada momento a través de un proceso endógeno de selección que termine por minimizar los costes de la organización. Dicha línea argumental ha tenido su desarrollo en algunos trabajos empíricos, principalmente basados en muestras de empresas estadounidenses. Así, Demsetz y Lehn (1985) en su estudio sobre empresas americanas no encuentran relación entre concentración de propiedad y rendimiento contable en un contexto de endogeneidad de la estructura de propiedad. Barnhart y Rosenstein (1998) apoyan también las conclusiones obtenidas por estos autores, en el sentido de que también defienden que el gobierno corporativo y el rendimiento de una empresa se encuentran ligadas de manera conjunta, ajustándose el gobierno corporativo en cada momento a la mejor manera posible de maximizar el valor de la empresa. De forma similar, Demsetz y Villalonga (2001), analizando la propiedad de una manera multidimensional, tampoco encuentran evidencia empírica sobre la relación entre estructura de propiedad y rendimiento de la empresa. Welch (2003) aplicó a compañías australianas la metodología utilizada en este último trabajo alcanzando similares resultados.

Fuera de los EE.UU., el enfoque de los diversos trabajos ha sido bien distinto, en línea con las diferencias que se encuentran a nivel de estructura de propiedad. Thomsen y Pedersen (2000) sobre una muestra de empresas europeas y Miguel et al (2004) sobre empresas españolas, por ejemplo, encuentran una relación no lineal entre la concentración de propiedad y el valor de las compañías, siendo ésta positiva hasta cierto grado de propiedad (reflejando los aspectos positivos de la balanza de la figura 4), a partir del cual el valor de la empresa comienza a disminuir (los efectos negativos superan a los positivos). Alonso-Bonis y Andrés-Alonso (2007), no plantean esta relación no lineal en su estudio sobre empresas españolas, pero sí encuentran evidencia sobre una relación positiva entre concentración de propiedad y valor de la empresa. Kirchmaier y Grant (2005), en cambio, analizando el efecto de la estructura de propiedad en el comportamiento bursátil⁵¹ de empresas europeas, llega a la conclusión de que en el caso de España las empresas con propiedad dispersa presentan un mejor comportamiento bursátil, por lo que sugieren que el desarrollo de gobierno corporativo

⁵¹ Los autores aplican al comportamiento bursátil la técnica de ajuste de Hodrick-Prescott, ampliamente utilizada en los estudios macroeconómicos para aislar el crecimiento tendencial de las fluctuaciones cíclicas.

vía concentración de propiedad no es lo más adecuado. Estos autores encuentran similares resultados en el caso de Alemania. En cambio, no llegan a claras conclusiones para los casos de Francia e Italia. Perrini et al (2008), en cambio, sí llegan a claras conclusiones en su estudio basado en empresas italianas en el período 2000-2003. Según los autores, la concentración de propiedad sí se encuentra asociada con un mayor valor de la empresa, tal como se planteó en una de las hipótesis lanzadas en el trabajo. Los autores miden la concentración de propiedad a través de la participación accionarial de los cinco mayores accionistas, mientras que el valor de la empresa se calcula mediante el ratio Q de Tobin.

Thomsen et al (2006), en una línea distinta de trabajo, compara los resultados obtenidos en una muestra de empresas estadounidenses con aquellos obtenidos en una muestra europea. Dicho análisis es realizado con base en la aportación de La Porta et al (1998) acerca del sistema legal como origen de las posibles diferencias a encontrar, aspecto comentado previamente. Los resultados obtenidos en ambas muestras difieren claramente. Así, no se encuentra efecto alguno entre concentración de propiedad y valor en las empresas americanas, alineándose los autores con los postulados de Demsetz (1983), mientras que en las empresas europeas, sí existe relación, siendo la misma negativa. En el caso del estudio de estos autores, los aspectos negativos de la concentración parecen imponerse a los positivos⁵².

Fuera del ámbito occidental, Claessens et al (2002), en su estudio basado en países del este asiático, encuentran una relación positiva entre concentración de propiedad y generación de valor⁵³, relación que se ve truncada cuando el porcentaje de control del accionista principal es superior a lo que corresponde a sus derechos económicos.

Por último, Gedajlovic y Shapiro (1998), en su estudio realizado sobre empresas de cinco países⁵⁴, concluyen que las características propias del sistema nacional de gobierno corporativo determinan en gran medida los niveles de concentración

⁵² Véase figura 4.

⁵³ Medido a través del ratio de capitalización sobre valor en libros de los fondos propios.

⁵⁴ Canadá, Francia, Alemania, Reino Unido y EE.UU.

existentes. Los autores establecen que, la concentración de propiedad no será necesaria si el sistema de gobierno corporativo es eficiente. Estos resultados van muy en línea con lo comentado anteriormente sobre la importancia del entorno legal.

El siguiente cuadro presenta de una manera resumida, y agrupada por criterio geográfico, los principales trabajos mostrados previamente.

Cuadro 3: resumen relación concentración de propiedad y valor de las empresas

| | |
|--------|---|
| Europa | <ul style="list-style-type: none"> • Thomsen y Pedersen (2000) <ul style="list-style-type: none"> • Relación no lineal, muestra 435 empresas europeas, período 1990-1995 • Miguel et al (2004) <ul style="list-style-type: none"> • Relación no lineal, muestra 135 empresas españolas, período 1990-1999 • Perrini et al (2008) <ul style="list-style-type: none"> • Relación positiva, muestra 297 empresas italianas, período 2000-2003 |
| EE.UU. | <ul style="list-style-type: none"> • Demsetz y Lehn (1985) <ul style="list-style-type: none"> • No relación en un entorno de endogeneidad de la estructura de propiedad. • 511 empresas, período 1976-1980 • Demsetz y Villalonga (2001) <ul style="list-style-type: none"> • 223 compañías tomadas de la muestra de Demsetz y Lehn (1985) • No relación entre estructura de propiedad y valor de las empresas |
| Resto | <ul style="list-style-type: none"> • Welch (2003) <ul style="list-style-type: none"> • No relación, metodología de Demsetz y Villalonga (2001) aplicada a empresas australianas • 114 compañías australianas, período 1999-2000 • Claessens (2002) <ul style="list-style-type: none"> • Relación general positiva, pero se vuelve negativa cuando los derechos de control superan a los derechos económicos • 1301 empresas del este de Asia, datos de 1996 |

Fuente: elaboración propia

Por último, para acabar con el análisis de esta primera dimensión referente a la estructura de propiedad, las principales conclusiones que se derivan de la revisión de la literatura son las siguientes (Denis y McConnell, 2003):

- ✓ La concentración de propiedad es especialmente importante fuera del mundo anglosajón.

- ✓ El uso de estructuras que permiten un mayor grado de control de lo que se deriva de los derechos económicos es algo común fuera de los países anglosajones.
- ✓ La estructura de propiedad parece más relevante fuera de EE.UU., al menos, atendiendo a los resultados de los trabajos empíricos (de hecho, en EE.UU. se incide en la potencial endogeneidad de la estructura de propiedad).
- ✓ En líneas generales, la concentración de propiedad parece un factor positivo para el valor de las empresas.
- ✓ En cambio, tampoco es despreciable el efecto negativo de la existencia de beneficios privados derivados del control de la compañía.

Pasando a la segunda dimensión de análisis de la estructura de propiedad, la identidad del accionista principal presenta también especial importancia en la literatura sobre el tema en cuestión, encontrándose varios trabajos en torno a diferentes tipos de accionistas. Retomando alguno de los trabajos comentados anteriormente, Faccio y Lang (2002), por ejemplo, en su estudio sobre la estructura de capital en Europa clasifican a los dueños de las empresas en alguno de los siguientes tipos de accionistas:

- ✓ Familia⁵⁵.
- ✓ Institución financiera con propiedad difusa.
- ✓ Estado.
- ✓ Empresa no financiera con propiedad difusa.
- ✓ Participaciones cruzadas.
- ✓ Varios.

La Porta et al (1999) y Claessens et al (2000) utilizan una clasificación similar a la anterior. Thomsen y Pedersen (2000), en un artículo más adecuado para el enfoque de

⁵⁵ Se podría incluir en este grupo a lo que en EE.UU. se denomina como propiedad interna o propiedad de los directivos (“*internal property*”).

nuestro trabajo, analizando la importancia de la identidad del accionista principal en empresas europeas realizan la siguiente clasificación de tipos de accionistas:

- ✓ Inversor institucional: entendiéndose como tal a los fondos de inversión, los planes de pensiones y las compañías de seguros principalmente.
- ✓ Familia.
- ✓ Banca.
- ✓ Propiedad industrial⁵⁶.
- ✓ Estado.

Santana-Martín y Aguiar (2007) incluyen también al inversor institucional como grupo separado en su análisis sobre la estructura de propiedad en España. Ello, sin duda, es reflejo de la cada vez mayor importancia de este tipo de inversores.

Siguiendo la clasificación marcada por Thomsen y Pedersen (2000), y teniendo en cuenta el conjunto de estudios disponibles en la literatura, en las siguientes líneas se analizarán los siguientes tipos de accionistas:

- ✓ Familia: la presencia de este grupo como accionista de referencia es especialmente importante en los países europeos, tal como muestra el comentado artículo de Faccio y Lang (2002)⁵⁷. Según estos autores, las familias controlan de media el 44,29% de las empresas analizadas. Por otra parte, teniendo en cuenta que a nivel Europeo, la propiedad familiar implica una presencia destacada de miembros de la familia en los órganos de decisión de la empresa⁵⁸, se considera adecuado el incluir en este grupo de

⁵⁶ Equivalente a la empresa no financiera comentada anteriormente.

⁵⁷ A pesar de la crítica de Santana-Martín y Aguiar (2007) respecto a la metodología usada, asignando como familia a aquellos accionistas no identificados, que podría sobreestimar la propiedad de las familias, es innegable la condición de la familia de grupo de accionista de referencia en Europa. De hecho, dichos autores, en su estudio sobre empresas españolas, fija en un 52,7% el porcentaje de empresas controladas en última instancia por las familias en el año 2002.

⁵⁸ Condición necesaria por ejemplo en el trabajo de Santana-Martín y Aguiar (2007) para la inclusión dentro del grupo de familia.

análisis la propiedad de los directivos⁵⁹, aspecto especialmente importante en EE.UU. En ambos casos, los roles de propiedad y control o dirección de la empresa se aúnan en un grupo de personas afines.

- ✓ Banca: especial importancia se le ha dado en la literatura al estudio de la banca como eje central del gobierno de la empresa en aquellos países con sistemas internos de gobierno corporativo (Maher y Andersson, 2000). Los estudios se han centrado mayormente en Alemania y Japón (modelo empresarial *keiretsu*⁶⁰).
- ✓ Inversor institucional: la presencia de este tipo de inversores en los mercados financieros es cada vez más habitual, tal como se verá posteriormente. Dicha presencia no se limita únicamente a los países anglosajones, tal como ocurría hace unos años, sino que se va ampliando al resto de países.

No se va a abordar el análisis del resto de tipos de accionistas utilizados por Thomsen y Pedersen (2000) por su falta de relevancia, tanto a nivel de presencia en la economía como a nivel de interés suscitado en el mundo académico. Centrándonos en España, especialmente reseñable es la pérdida de importancia del Estado como accionista de referencia en los últimos años, en particular tras la ola de privatizaciones vividas en los años 90⁶¹. La prácticamente nula presencia actual de este inversor reduce su importancia relativa frente a los accionistas comentados anteriormente.

Comenzando el análisis de los tres grupos de accionistas principales citados anteriormente, en primer lugar se analizarán los grupos familiares, posteriormente la banca y por último, coincidiendo con la tardía presencia de estos inversores, al menos

⁵⁹ Denominado *internal property* en la literatura anglosajona.

⁶⁰ El término "*keiretsu*" hace referencia al modelo empresarial japonés donde un conjunto de empresas se encuentran organizadas en torno a un núcleo central de referencia, principalmente un banco.

⁶¹ Véase Crespi y García-Cestona (2002), por ejemplo, para constatar la pérdida de importancia en España del Estado como accionista de referencia.

en Europa continental, especialmente en España, se analizará la inversión institucional⁶².

En cuanto a la propiedad familiar, cabe destacar en primer lugar la importancia de la misma, al menos en lo que respecta a la Europa continental. La siguiente tabla, extraída del trabajo de Faccio y Lang (2002) citado anteriormente da buena muestra de ello.

Tabla 2: propiedad familiar.

| | Nº empresas | % propiedad familiar |
|-------------|------------------------|---------------------------------|
| Austria | 99 | 52,86 |
| Bélgica | 130 | 51,54 |
| Finlandia | 129 | 48,84 |
| Francia | 607 | 64,82 |
| Alemania | 704 | 64,62 |
| Irlanda | 69 | 24,63 |
| Italia | 208 | 59,61 |
| Noruega | 155 | 38,55 |
| Portugal | 87 | 60,34 |
| España | 632 | 55,79 |
| Suecia | 245 | 46,94 |
| Suiza | 214 | 48,13 |
| Reino Unido | 1953 | 23,68 |

Fuente: elaboración propia a través de Faccio y Lang (2002).

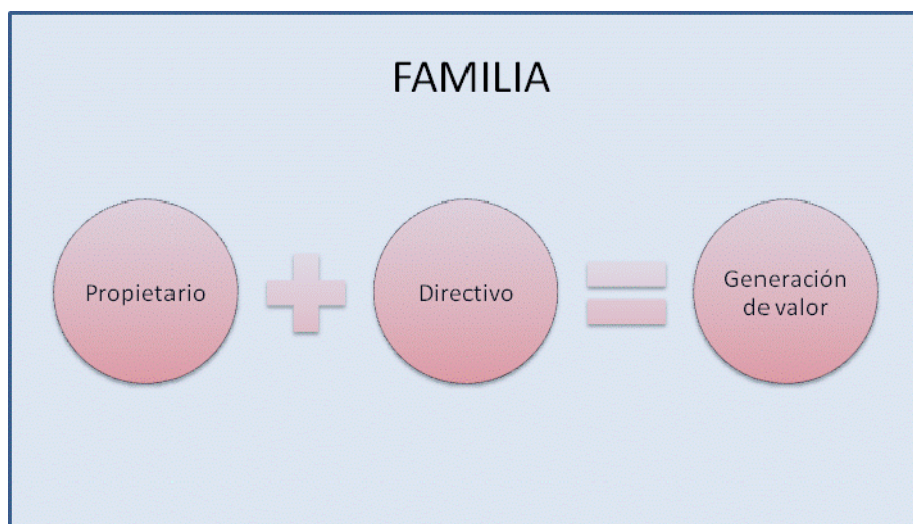
Dicha tabla muestra que, aproximadamente, la mitad de las empresas analizadas presentan una propiedad familiar, asumiendo el 20% de propiedad como nivel de referencia.

La propiedad familiar podría explicarse en cierta manera a través del modelo de Jensen y Meckling (1976). Aunque estos autores no se refieren a la propiedad familiar,

⁶² El análisis de estos inversores se realizará de forma extensa en el siguiente apartado de este marco teórico.

sí cabe establecer cierta analogía entre ésta y el concepto de único propietario / directivo que plantea el citado modelo. La propiedad familiar, en cierta forma, aúna también en una única “persona” la propiedad y el control de la empresa, solventando los problemas de agencia comentados previamente, reduciendo los costes de agencia derivados de ello, y, en definitiva, maximizando el valor potencial de la empresa, aspectos que Jensen y Meckling (1976) establecen para su propietario / directivo. La lógica de lo expuesto indica que, si la misma persona (o unidad familiar) agrupa tanto la propiedad como el control de las decisiones de la empresa, las decisiones adoptadas seguirán los criterios de la maximización de valor, obteniéndose de esta manera el máximo valor posible de la empresa. Esquemáticamente, la figura siguiente ilustra el encaje de la propiedad familiar en la teoría de Jensen y Meckling (1976).

Figura 5: propiedad familiar y Jensen y Meckling (1976).



Fuente: elaboración propia.

Fama y Jensen (1983a), en cambio, alertan de los riesgos existentes en el planteamiento anterior. Según los autores, el aunar la propiedad con el control de la compañía, efectivamente reduce los costes de agencia derivados de la disparidad de intereses entre los accionistas y los directivos de la compañía, pero a costa de reducir los beneficios provenientes de la especialización de la función directiva y de la diversificación de las inversiones (Markowitz, 1952).

La especialización de la función directiva viene, según los autores, de una separación natural del proceso de dirección en las siguientes cuatro fases:

- ✓ **Iniciación:** generación de propuestas para la utilización de los recursos disponibles.
- ✓ **Ratificación:** elección de la propuesta a implementar.
- ✓ **Implementación:** ejecución de la propuesta ratificada.
- ✓ **Control:** medición del rendimiento de las decisiones de los directivos y establecimiento del sistema retributivo.

Los autores agrupan a la iniciación e implementación en el mismo grupo, denominándolo como gestión de la decisión⁶³, mientras que, la ratificación y el control conformarían el grupo de control de la decisión⁶⁴.

Los autores defienden que dicho modelo de proceso de dirección resulta ineficiente en estos casos, debido a que la fuerza directiva no es elegida por su especialización, sino por su capacidad tanto financiera como de asunción de riesgos⁶⁵. En este punto, se pueden recuperar algunos de los aspectos comentados en la dimensión de concentración de propiedad. Las bondades de la presencia de un accionista de referencia expuestas por Shleifer y Vishny (1986) se pueden trasladar a la presencia de la familia en el accionariado de una empresa de una manera relevante, con el añadido de su presencia activa en la gestión de la compañía. El problema de agencia planteado por Shleifer y Vishny (1997) entre accionista mayoritario y aquellos minoritarios se puede entender en este caso como el problema de agencia derivado de un ineficiente modelo de proceso de dirección (Fama y Jensen, 1983a), donde una excesiva concentración de propiedad familiar lleva a decisiones equivocadas, bien por divergencia de intereses con los accionistas minoritarios, bien por falta de especialización o bien por un efecto

⁶³ *Decision management* en palabras de los autores.

⁶⁴ *Decision control* en palabras de los autores.

⁶⁵ Estos dos aspectos son necesarios para cumplir con el rol de propietarios de la empresa. Además de ello, dificultan en la práctica el cumplir con las bondades de la diversificación mostradas por Markowitz (1952).

negativo de una excesiva concentración de las inversiones personales en la empresa⁶⁶. La restricción financiera que implícitamente subyace de este último punto podría derivar en costes de agencia del capital, al estilo de lo planteado por Jensen y Meckling (1976) en su modelo. En la potencial tesitura de necesidad de capital externo, los nuevos accionistas, anticipando los posibles problemas de agencia que puedan surgir con el propietario / directivo⁶⁷, encarecen la financiación, reduciéndose de esta manera el potencial valor de la compañía. En este punto, nos encontraríamos en el problema de agencia planteado por Shleifer y Vishny (1997), ya comentado previamente. En esta línea, Jara-Bertin et al (2008) y Hubbard y Love (2000)⁶⁸ atribuyen a la propiedad familiar una especial disposición a expropiar valor a costa de los accionistas minoritarios, acrecentando los problemas de agencia comentados.

En este último aspecto de los costes de agencia, cabe destacar también la similitud existente entre la propiedad familiar y la propiedad interna o propiedad de los directivos (aspecto trabajado especialmente en los países anglosajones). En esta línea, Morck y Yeung (2003) establecen que tanto el modelo de propiedad interna como el familiar presentan el mismo riesgo de “atrincheramiento” y de toma de decisiones contrarias al interés del conjunto de accionistas, aspecto en el que inciden también Gómez-Mejía et al (2001) en su trabajo sobre el rol de las relaciones familiares en el marco de la teoría de agencia.

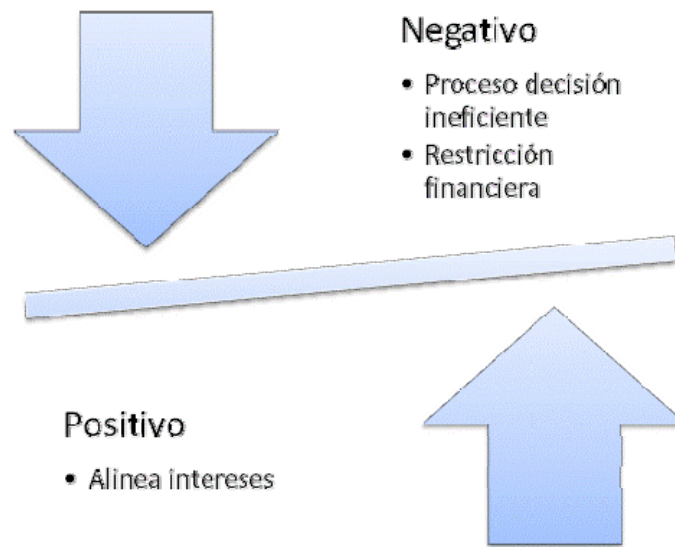
En resumen, la siguiente figura recoge los aspectos negativos que también se derivan de la presencia de la familia como principal accionista.

⁶⁶ En este caso no se está hablando de concentración en la propiedad de la empresa, sino que, en una excesiva concentración de las inversiones del propietario / directivo / familia, en contra de los postulados de Markowitz (1952).

⁶⁷ Divergencia de intereses, beneficios extrasalariales a costa del nuevo accionista.

⁶⁸ Citado en Krigovorsky y Grudnitsky (2010).

Figura 6: beneficios y costes de la familia / propiedad interna.



Fuente: elaboración propia.

Los trabajos empíricos realizados hasta el momento no terminan de resolver el debate que subyace en la figura anterior. En los trabajos basados en los EE.UU., por ejemplo, Miller et al (2007) encuentran un efecto positivo de la presencia accionarial de las familias en el valor de aquellas empresas analizadas. No obstante, dicho efecto únicamente es relevante en el caso de aquellas empresas con un único fundador en su accionariado. Anderson y Reeb (2003), en cambio, encuentran una relación no lineal entre la propiedad familiar y el valor de las empresas participadas (medida a través del ratio Q de Tobin y del ratio ROA). La relación entre ambas variables es positiva hasta niveles elevados de propiedad familiar, donde se vuelve negativa por el efecto “atrincheramiento” comentado previamente. Esta relación no lineal es encontrada también en empresas europeas, atendiendo al menos al trabajo realizado por Pindado et al (2008). Estos autores destacan además la supremacía de las empresas más “jóvenes” en los resultados obtenidos. La similitud que se ha comentado previamente entre la propiedad familiar e interna gana relevancia si se comparan dichos resultados con los obtenidos por otros autores en trabajos centrados en la propiedad interna. Así, los trabajos principales de Morck et al (1988) y McConnell y Servaes (1990) encuentran también una relación no lineal entre propiedad y valor empresarial, enfocando en estos casos la propiedad desde el lado de los directivos. Más en concreto, Morck et al (1988)

encuentran una relación positiva en niveles bajos y altos de participación accionarial, volviéndose en cambio negativa entre el 5 y el 25% de participación accionarial. En el caso de McConnell y Servaes (1990), dicha relación es positiva hasta el 40-50% aproximadamente, y negativa a continuación. Esta relación no lineal es apoyada también por Barnhart y Rosenstein (1998). En esta línea de trabajos, caben destacar también los resultados obtenidos por Miguel et al (2004) en su trabajo basado en empresas españolas. A pesar de las diferencias de gobierno corporativo existentes entre las empresas españolas y estadounidenses, los resultados son similares en ambos casos. Estos autores encuentran la misma relación no lineal que Morck et al (1988), siendo únicamente diferentes los niveles de cambio de pendiente. Así, en el caso de Miguel et al (2004), la relación positiva inicial se presenta hasta el 35% de participación accionarial, volviéndose negativa posteriormente hasta el 70%, siendo de nuevo positiva a partir de dicho nivel.

Los trabajos basados en empresas europeas tampoco resuelven el debate comentado previamente. Barontini y Caprio (2006), por ejemplo, se encuentran en el lado positivo de la balanza. Estos autores encuentran un efecto positivo de la propiedad familiar en el valor de las empresas analizadas, a pesar de que a priori cabría esperar lo contrario teniendo en cuenta las estructuras de propiedad utilizadas por los diversos grupos familiares⁶⁹. En el lado positivo de la balanza se encuentra también el trabajo de Pindado et al (2011) sobre una muestra de 684 compañías europeas. Según los autores, las empresas familiares⁷⁰ son las más capacitadas para alcanzar niveles óptimos de inversión, dada su menor sensibilidad a los flujos de caja internos. Jara-Bertin et al (2008), en cambio, se sitúan en la parte negativa de la balanza. Estos autores, tomando como base la propiedad familiar, incluyen en su análisis la importancia del segundo accionista de referencia en la empresa. Partiendo de la hipótesis teórica comentada anteriormente de los incentivos de la propiedad familiar para expropiar valor, analizan el cuestionamiento que tienen dichos inversores dentro de la empresa, concluyendo que

⁶⁹ Estructuras piramidales en la mayoría de los casos.

⁷⁰ Únicamente en el caso de aquellas empresas sin desviaciones en los derechos de voto y económicos y con presencia familiar en el equipo directivo.

la familia como segundo máximo accionista tiene un efecto negativo en el valor⁷¹ de aquellas empresas donde el accionista de referencia sea a su vez otra familia. En esta línea cabe situar también el trabajo de Giovannini (2010) basado en una muestra de 136 compañías italianas. Según el autor, la propiedad familiar se encuentra asociada a un menor rendimiento empresarial y a una menor presencia de consejeros independientes (aspecto relacionado a unos menores costes de agencia, tal como se ha comentado previamente). Miller et al (2013), en cambio, asocian el efecto de la propiedad familiar en las empresas italianas al binomio tamaño / concentración de propiedad. Dichos autores sugieren una influencia positiva en aquellas empresas pequeñas y concentradas, negativa, en cambio, en mayores empresas con propiedad más dispersa.

Dentro de los estudios fuera de EE.UU. y Europa destaca el trabajo de Wong et al (2010) basado en compañías de Taiwan. Dichos autores analizan la reacción bursátil a los anuncios de nuevos proyectos en las empresas familiares. Los resultados muestran que el mercado bursátil no premia dichas operaciones realizadas por las empresas familiares. Únicamente la presencia accionarial de inversores institucionales en dichas empresas mitiga en parte dicha reacción negativa de los mercados bursátiles.

⁷¹ Medido a través del ratio de capitalización sobre valor en libros de los fondos propios.

El siguiente cuadro resume los principales estudios comentados previamente.

Cuadro 4: estudios empíricos en torno a la propiedad familiar.

| Autor | Muestra | Técnica estadística | Resultados |
|---------------------------|--|--------------------------------------|---|
| Miller et al (2007) | 896 compañías pertenecientes a la base de datos Fortune 1000, período de estudio 1996-2000 | Regresión lineal OLS | La naturaleza de la empresa familiar es clave en las relaciones obtenidas. Así, únicamente en el caso de empresas familiares con un solo fundador se aprecia una relación positiva con el valor de las empresas participadas. |
| Anderson y Reeb (2003) | 403 compañías americanas, período de estudio 1992-1999 | Panel de datos, modelo efectos fijos | Mejor comportamiento bursátil de las empresas familiares, sugiriendo que la propiedad familiar es una estructura organizacional efectiva. |
| Miguel et al (2004) | 135 empresas españolas, período de estudio 1990-1999 | Panel de datos, modelo GMM | Relación no lineal entre propiedad interna y valor de las empresas analizadas, en línea con los resultados obtenidos por Morck et al (1988). |
| Barontini y Caprio (2006) | 675 empresas europeas, período de estudio 1999-2001 | Regresión lineal OLS | Relación positiva entre la propiedad familiar y el valor de las empresas familiares, especialmente a nivel del fundador de la empresa. |
| Pindado et al (2011) | 684 empresas europeas, período de estudio 1996-2006 | Panel de datos, modelo GMM | La propiedad familiar afecta de manera positiva a las decisiones de inversión de las empresas analizadas, excepto en aquellos casos donde el riesgo de expropiación resulta elevado. |
| Jara-Bertín et al (2008) | 464 empresas europeas, período de estudio 1996-2000 | Panel de datos, modelo GMM | Incluyen al segundo máximo accionista en el análisis, sugiriendo que la propiedad familiar como primer y segundo accionista se relaciona de forma negativa con el valor de las empresas analizadas |
| Giovannini (2010) | 136 empresas italianas, período de estudio 1999-2005 | Regresión lineal OLS | La propiedad familiar se relaciona de manera negativa con el rendimiento de las empresas analizadas y con la presencia de consejeros independientes en las mismas. |

Fuente: elaboración propia.

Continuando con el análisis de los tres grupos de accionistas principales, en las próximas líneas se abordará el estudio de la banca como principal accionista. Varios autores, entre ellos Cornett et al (2007), incluyen también a la banca dentro de un grupo amplio de inversores institucionales (tipo de accionista que se abordará en último lugar), diferenciando entre ellos dos subgrupos:

- ✓ Aquellas entidades con líneas de negocio presentes o potenciales con las empresas participadas. Estas entidades tendrían desde ese lado cierta presión

por parte de las empresas con el objeto de mantener el negocio actual⁷². En este grupo se incluirían los bancos y las compañías de seguros.

- ✓ Aquellas entidades sin interés de negocio con las empresas participadas, y por ese lado, nula presión por parte de las empresas⁷³. En este grupo se incluirían los fondos de inversión y los planes de pensiones principalmente.

A pesar de este enfoque, la importancia de la banca dentro del modelo interno de gobierno corporativo, especialmente en países como Alemania y Japón, merece un tratamiento diferenciado respecto a los inversores institucionales propiamente dichos.

La presencia de la banca difiere de manera importante a lo largo de los países principales. Tal como se ha comentado previamente, la banca actúa como eje central dentro del modelo interno de gobierno corporativo, siendo especialmente importante en los últimos años su presencia como accionista en Alemania y Japón. En cambio, en aquellos países bajo un modelo de gobierno corporativo orientado al mercado, la banca ha tenido un papel secundario, nulo como accionista de la empresa. Es más, en EE.UU., durante muchos años la regulación existente ha prohibido la presencia de la banca como accionista de las empresas cotizadas⁷⁴.

Retomando lo establecido por Cornett et al (2007), dentro del contexto de los costes de agencia, el papel de la banca se ha analizado teniendo en cuenta la doble vertiente que puede presentar como accionista y acreedor, a su vez, de la empresa. El papel de acreedor de la banca puede proporcionar importante información sobre la empresa derivado de las labores de supervisión implícitas en dicho rol de acreedor (Krivogorsky y Grudnitski, 2010). Dicha información, difícil de obtener de otra manera, se convierte en activo importante en manos de la propia banca en su papel de accionista de la empresa. Retomando el problema de agencia derivado de la existencia de

⁷² “*Pressure-sensitive*” en palabras del autor.

⁷³ “*Pressure-insensitive*” en palabras del autor.

⁷⁴ La ley de banca de 1933 (The Banking Act), más conocida como ley Glass-Steagall, prohibía a los bancos americanos a adquirir participaciones accionariales en las empresas del país, excepto cuando las acciones provenían de la renegociación de préstamos. Esta ley fue derogada en 1999 por la ley de modernización de servicios financieros, más conocida como ley Gramm-Leach Bliley.

información asimétrica (ilustrado en la figura 2), la presencia de la banca como accionista de referencia de la empresa puede ser una vía efectiva para solventar los problemas comentados, en buena parte a través del conocimiento obtenido de la empresa por su papel de acreedora de la misma. Ello facilita la alineación de intereses entre accionistas y directivos de la empresa (Cuervo et al, 2002). La siguiente figura ilustra de manera adecuada lo comentado previamente.

Figura 7: ventajas de la presencia de la banca.



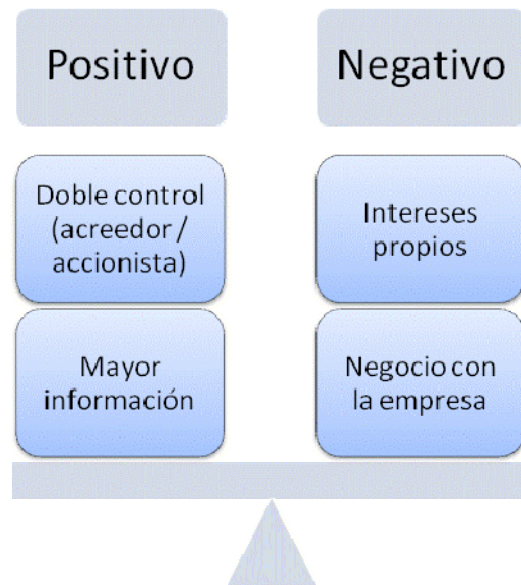
Fuente: elaboración propia.

No obstante, teniendo en cuenta el concepto de *"pressure-sensitive"* utilizado por Cornett et al (2007), se puede esperar también un resultado no tan positivo como sugiere la figura anterior respecto a la presencia de la banca como accionista principal de la empresa. Por un lado, las relaciones de negocio mantenidas con la misma pueden limitar la capacidad de control de la banca sobre los directivos de la empresa en aras a salvaguardar el negocio existente entre ambas partes, limitando, claro está, la eficacia de la banca como mecanismo para solventar los problemas de agencia existentes. Por otro lado, la información obtenida desde su labor de supervisión derivada del papel de

acreedor de la empresa⁷⁵, pone a la banca en una situación de superioridad respecto al resto de accionistas, pudiendo utilizar dicha información con el objeto de expropiar al resto de accionistas. En este punto nos situamos en el contexto fijado por Shleifer y Vishny (1997).

La siguiente figura ilustra de una manera más adecuada las ventajas e inconvenientes de la presencia de la banca como accionista mayoritario.

Figura 8: ventajas e inconvenientes de la banca como accionista.



Fuente: elaboración propia.

Los trabajos empíricos existentes en la literatura se han centrado en aquellos países con mayor presencia de la banca, como Japón y Alemania. Lógicamente, en EEUU no hay trabajos al respecto debido a la comentada restricción legal existente durante muchos años.

Entre los estudios basados en Japón, uno de los trabajos de referencia es el de Morck et al (2000), donde estudian la relación entre la estructura de propiedad de las compañías japonesas y su valor medido a través del ratio Q de Tobin. Los autores encuentran una relación negativa entre la participación accionarial de la banca y el valor

⁷⁵ Relacionado con este punto, cabe citar que posteriormente se analizará el endeudamiento como mecanismo de control al equipo directivo, incidiendo en su efecto sobre el valor de las empresas.

de las empresas participadas en niveles bajos de participación. En cambio, dicha relación pierde fuerza, incluso revierte, en niveles elevados de participación. Los autores sugieren una doble interpretación de los datos. Por un lado, sugieren que niveles bajos de participación podrían suponer control suficiente para la banca para expropiar beneficios a costa del resto de accionistas, pero no sería una participación suficiente para alinear los intereses con el resto de los accionistas. Este último efecto cobraría fuerza para el caso de la no relación entre participación accionarial y valor de la empresa. Por otro lado, sugieren que aquellas empresas con cierto control por parte de la banca tendrían liquidez suficiente para acometer mayor número de inversiones con valor presente bajo pero positivo, lo que reduciría su ratio Q ⁷⁶. Ambos planteamientos distan de ser suficientemente sólidos dentro del análisis de la literatura que se está realizando. El primer planteamiento va en contra de lo presentado en la parte de concentración de propiedad, incluso en la parte de la familia como accionista principal. En ambos casos, y siguiendo a Shleifer y Vishny (1997), el potencial problema de expropiación surge en niveles elevados de propiedad, no en niveles bajos como sugieren los autores. Respecto al segundo planteamiento, la interpretación más extendida de la literatura es que el ratio Q de Tobin mide el “intangible” de las empresas, es decir, el potencial de crecimiento futuro de las mismas⁷⁷. En este sentido, parece más razonable que lo sugerido por los autores, el asociar un ratio Q de Tobin mayor a aquellas empresas con mayor acceso a la liquidez y mayores oportunidades de acometer inversiones con valor neto positivo.

Tal como hemos comentado anteriormente, Alemania es otra de las referencias en cuanto a presencia de la banca en la vida empresarial. A pesar de dicha relevancia, no existen muchos estudios al respecto. Entre las principales, Cable (1985) concluye que existe una relación significativa entre la presencia de la banca en las empresas industriales y su rendimiento financiero medido a través de la rentabilidad de los activos⁷⁸. Gorton y Schmid (2000), a pesar de sus críticas sobre la metodología utilizada

⁷⁶ Entendiendo el ratio Q como el ratio Q marginal (Hayasi, 1982, citado en Morck et al, 2000).

⁷⁷ Dicha expectativa de crecimiento futura hace que los inversores estén dispuestos a pagar por los activos de la compañía un valor mayor a su coste de reposición (ratio mayor que uno).

⁷⁸ Es discutible la forma de cálculo del rendimiento, ya que se incluyen aspectos ajenos a la rentabilidad operativa del activo como, por ejemplo, los gastos financieros.

por Cable (1985), llegan a similares conclusiones utilizando la muestra de 1975⁷⁹. Los autores concluyen que la banca influye de manera positiva en el rendimiento de las empresas medido a través del ratio de capitalización sobre valor en libros de los fondos propios y la rentabilidad de los fondos propios (ROE). Una conclusión adicional de los autores respecto al trabajo de Cable (1985) es que dicho efecto positivo no cabe asociarlo únicamente al porcentaje de participación accionarial, sino que otros aspectos, como, por ejemplo, la presencia en los órganos de supervisión, deben ser tenidos en cuenta. Los autores utilizan también una segunda muestra (año 1986), no variando las conclusiones alcanzadas. Respecto a España, los trabajos existentes sobre el efecto de la participación accionarial de la banca en las empresas son más bien escasos. Las desinversiones realizadas por las entidades bancarias principales en los últimos años, perdiendo gran parte de su presencia en las empresas cotizadas, es posiblemente una de las razones principales para ello. Tal como señalan Sacristán y Cabeza (2008), en los últimos años, la banca ha ido deshaciendo gran parte de la cartera industrial acumulada en los diversos procesos de privatizaciones habidos en la década de los 90. La nota característica de estos últimos años ha sido el relevo dado por las cajas de ahorro a la banca en el tema de las participaciones industriales. En este contexto, apenas se han encontrado estudios recientes de relevancia respecto al tema en cuestión. El trabajo de Zoido (1998) es posiblemente la referencia en el período anterior a las comentadas desinversiones. La autora, en su estudio sobre el efecto de la banca en las empresas españolas (no sólo en las cotizadas), concluye que la banca genera valor e incrementa las oportunidades de crecimiento de la empresa, siempre y cuando su participación como acreedora de la empresa no esté por encima de un determinado nivel crítico. En ese punto, la presencia de la banca dejaría de ser beneficiosa para el resto de accionistas, en línea con lo comentado anteriormente del interés de la banca por salvaguardar su negocio.

Pasando al análisis del último grupo principal de accionistas, los inversores institucionales, una de las principales diferencias respecto a la banca es la ausencia de relaciones de negocio con la empresa participada (Cornett et al, 2007), como ya se ha comentado previamente. El análisis de este tipo de inversores se realizará de forma más

⁷⁹ El trabajo de Cable (1985) se basa también en una muestra similar.

extensa en el siguiente capítulo. La separación de dicho análisis se debe a la importancia que en este trabajo presentan los inversores institucionales.

2.1.2.2 Mecanismos externos

Dentro de este apartado, tal como se ha comentado previamente, se analizarán aquellos mecanismos externos a la empresa y ligados a la evolución de diversos tipos de mercados como, mercado de capitales en el caso del control corporativo y endeudamiento, y mercado laboral en el caso de la competencia de los directivos.

2.1.2.2.1 Mercado de control corporativo

“In an economic system where the voting stock (shares) of companies are publicly bought and sold through the mechanism of a stock exchange, the term "market for corporate control" refers to the process by which ownership and control of companies is transferred from one group of investors and managers to another.

The share prices of companies publicly listed on the stock exchange are often viewed as a "barometer" indicating the extent to which management is efficiently operating the corporation and maximizing shareholder wealth.”

OECD⁸⁰

La definición que ofrece la OCDE presenta las siguientes dos características principales del mercado de control corporativo:

- ✓ Se encuentra ligado a los mercados financieros, materializándose a través de la transmisión de acciones de un propietario a otro.
- ✓ El movimiento del precio de las acciones, vehículo a través del cual se materializa la operación, refleja, en teoría al menos, los resultados de la gestión del equipo directivo.

⁸⁰ Definición del término de mercado de control corporativo (“*market for corporate control*”) por parte de la OCDE. Disponible dentro del documento de definiciones de términos estadísticos en <http://www.oecd.org/dataoecd/8/61/2376087.pdf> (último acceso 28 de junio de 2010).

Lo anterior lleva a la conclusión de que el mercado de control corporativo se encuentra más desarrollado en aquellos países donde los mercados financieros tienen mayor importancia y de que se materializa preferentemente como respuesta a una pobre evolución de la cotización de un determinado valor, reflejando una deficiente gestión por parte del equipo directivo.

La literatura existente atribuye al mercado de control corporativo las funciones de “mecanismo de último recurso” (Fama, 1980; Denis y McConnell, 2003)⁸¹, en el sentido de que se activa una vez se demuestra⁸² la ineficacia de los mecanismos de control interno, especialmente, del consejo de administración⁸³ (Morck et al, 1989).

La importancia del desarrollo de los mercados financieros señalado anteriormente, obliga a comentar en este punto la importancia del origen legal citado previamente a lo largo del capítulo. En el apartado relativo a la concentración de propiedad se ha hecho referencia al trabajo de La Porta et al (1998), donde concluyen que existe una relación en el grado de protección de los inversores y la concentración de propiedad, además de asociar un alto grado de propiedad con el origen legal en el derecho común. Ello lleva a la conclusión de que en los países anglosajones⁸⁴, con alto grado de protección de los inversores, existe un menor grado de concentración de la propiedad, en consecuencia, el consejo de administración cumple un papel preponderante como mecanismo interno, cuya ineficacia será resuelta por el mercado de control corporativo. Tal como señalan Morck et al (1989), en su análisis basado en EE.UU., la evidencia sugiere que, en los años 80, el control a los directivos y el reemplazo de aquellos con una deficiente gestión no se materializó a través de los consejos de administración sino que, principalmente a través del mercado de control

⁸¹ “*Court of last resort*” en palabras del autor.

⁸² Habitualmente mediante una adversa evolución del precio de la acción.

⁸³ En este punto, se debe tener en cuenta que el mercado de control corporativo se aplica principalmente en aquellas zonas de mayor desarrollo de los mercados financieros, en donde, el resto de mecanismos de control interno como la concentración de propiedad no son habituales.

⁸⁴ Origen legal en el derecho común.

corporativo⁸⁵. Similar conclusión obtienen Martin y McConnell (1991) en su análisis sobre una muestra de las operaciones corporativas ejecutadas en los EE.UU. durante el período 1958-1984. En esta línea podemos situar también el análisis realizado por Jensen (1986) sobre la industria petrolera en los EE.UU. Según el autor, la actividad corporativa fue capaz de solventar los problemas de agencia derivados de un exceso de generación de flujos de caja. Franks y Mayer (1996), en cambio, no encuentran evidencia empírica de ello en su estudio basado en el Reino Unido. Según los autores, las operaciones de control corporativo en el Reino Unido no caben asociarse a una gestión previa deficiente por parte del equipo directivo⁸⁶, pudiendo concluir, por lo tanto, que dichas operaciones no cumplen con la función de control al equipo directivo.

Retomando los diferentes modelos de gobierno corporativo citados al comienzo del capítulo, el mercado de control corporativo será utilizado de manera intensa en aquellos países englobados dentro del modelo orientado a los mercados (Cuervo, 2002; Cuervo et al, 2002). La Porta et al (1997) asocian también al origen legal el desarrollo de los mercados financieros, siendo en aquellos países con origen en el derecho común donde más desarrollados se encuentran dichos mercados y donde más fácil supone acceder a los mismos. En este punto, cabe destacar la importancia del desarrollo de los mercados financieros no únicamente desde el lado de las acciones, sino que también desde el lado de la accesibilidad del crédito. En esta línea, tal como señalan Holmström y Kaplan (2001), la gran mayoría de las actividades realizadas en los EE.UU. durante la década de los 80 se dio de forma apalancada en formato de LBO⁸⁷. Con todo ello quedan claros los motivos de una mayor actividad de control corporativo en los países anglosajones.

⁸⁵ Jensen (1988), respecto a dicha actividad corporativa en los EE.UU., comenta que el mercado de control corporativo está generando grandes beneficios tanto a los accionistas como a la economía en general, incrementando la flexibilidad necesaria para que la economía se adapte a los cambios competitivos y regulatorios.

⁸⁶ Medido a través de cuatro indicadores: evolución de la cotización del valor, cambios en el dividendo, rentabilidad de los flujos de caja y ratio Q de Tobin.

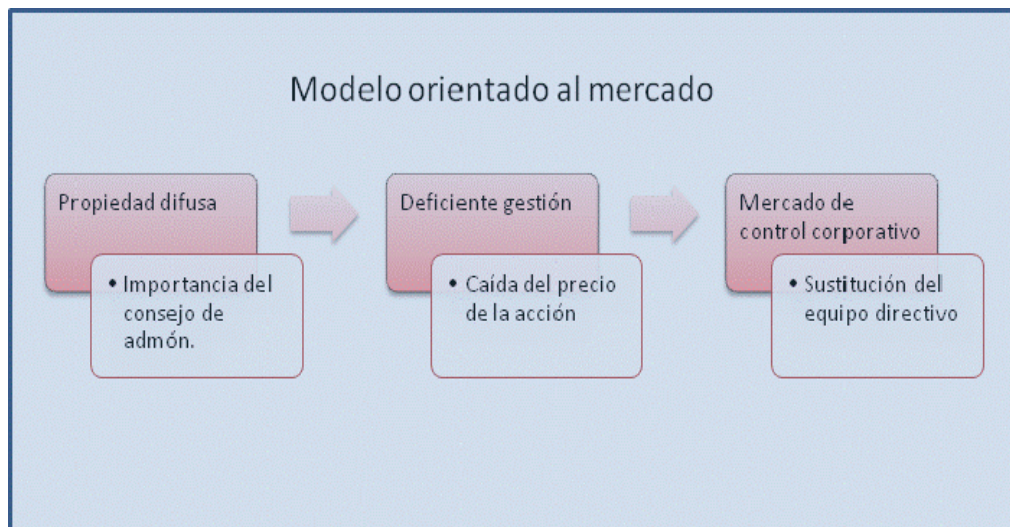
⁸⁷ “*Leverage BuyOut (LBO)*” se define como aquella operación donde la compra de las acciones es financiada mayormente a través de deuda. En esta operación, los activos de la compañía comprada actúan como garantía de dicha deuda. Un caso especial de LBO se da cuando son los propios directivos de la compañía quienes realizan la operación. En este caso, la operación se denomina como MBO (*Management BuyOut*).

Respecto a la escasa actividad de control corporativo en Europa, Cuervo (2002) sugiere las siguientes razones para ello:

- ✓ Entorno socio-cultural: el autor defiende que en Europa tanto los políticos como los propios directivos tratan de crear una opinión contraria a las operaciones de control corporativo tildándolas de especulativas, ofensivas o agresivas o definiéndolas como un ataque hostil hacia la empresa.
- ✓ Estructura de propiedad: en el apartado dedicado a la estructura de propiedad se han tratado las características que definen a las empresas europeas. En ese sentido, la concentración existente y las vías utilizadas para lograr dicha concentración, como las participaciones piramidales y cruzadas, son un claro obstáculo para una mayor actividad de control corporativo.
- ✓ Defensa legal o estatutaria: ligada a la estructura de propiedad, es habitual en Europa continental la adopción por parte de los directivos de decisiones estatutarias, limitación de los derechos de voto por ejemplo, para dificultar las operaciones de control corporativo.

Por último, en la figura 9 se trata de ilustrar el proceso por el cual se activa el mercado de control corporativo. Habitualmente, dentro del modelo de gobierno corporativo orientado al mercado, la ineficacia en el control del consejo de administración al equipo directivo, que dará como resultado una pobre evolución en el precio de la acción, será contrarrestada por el mercado de control corporativo, que derivará en la sustitución tanto del consejo de administración como del equipo directivo.

Figura 9: proceso del mercado de control corporativo.



Fuente: elaboración propia.

2.1.2.2.2 Endeudamiento

The agency costs of debt have been widely discussed, but the benefits of debt in motivating managers and their organizations to be efficient have been ignored. I call these effects the “control hypothesis” for debt creation.

Jensen (1986: 324)

La cita de Jensen refleja de manera adecuada las dos caras de la deuda dentro del ámbito de la teoría de agencia. Por un lado, la deuda puede ser fuente de costes de agencia por la incorporación de un nuevo agente a la ecuación (el acreedor), pero por otro lado, las obligaciones que conlleva la deuda para el equipo directivo suponen un factor de control añadido a su actuación (mecanismo de control).

Fuera del terreno de la teoría de agencia, Modigliani y Miller (1958) marcaron las primeras líneas teóricas en torno al endeudamiento dentro de la perspectiva financiera. Estos autores defienden la irrelevancia de la estructura de capital de la empresa en un contexto de ausencia de impuestos y de costes de transacción⁸⁸.

⁸⁸ Proposición I: “the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate p_k appropriate to its class.” (Modigliani y Miller, 1958: 268)

Retomando el debate que muestra Jensen (1986), en el contexto de la teoría de agencia, el primer aspecto relevante del endeudamiento, tal como se ha citado anteriormente, es la incorporación de un segundo agente a la ecuación. Es decir, además del propietario y del equipo directivo, los acreedores desempeñan también un papel destacado en el funcionamiento de la empresa. Al igual que en la relación propietario / directivo se generan ciertos costes de agencia debido a la falta de sintonía entre sus propios objetivos, la incorporación de los acreedores, con sus propios objetivos y posiblemente no coincidentes con los del resto, genera también costes de agencia. Estos costes podrían ser denominados como costes de agencia de la deuda. La siguiente figura pretende ilustrar lo anterior. En dicha figura, con presencia de los tres participantes del nuevo modelo de agencia, los círculos podrían representar los intereses de cada uno, siendo entre todos compartidos, tal como se ve, una reducida parte de los mismos.

Figura 10: incorporación de los acreedores a la relación de agencia.



Fuente: elaboración propia.

Dentro de esta “cara” negativa de la deuda de generador de costes de agencia, existen dos teorías principales:

- ✓ Jensen y Meckling (1976), en su ya comentado modelo de empresa donde la propiedad y el control confluyen en una misma persona, asemeja al

propietario / directivo de la misma con un inversor que posee una opción *call*⁸⁹ sobre los activos de la compañía. En este contexto, los autores defienden que el propietario / directivo se enfrenta a fuertes tentaciones para cambiar el perfil de riesgo de las inversiones una vez que se ha obtenido la financiación por parte de los acreedores. Ello implicaría unos mayores beneficios en caso de éxito en la ejecución de los nuevos proyectos, con las mismas potenciales pérdidas compartidas entre propietario y acreedores. Según los autores, anticipando el mayor riesgo futuro de las inversiones de la compañía, los acreedores responderían con un incremento en el coste de la financiación, generando los costes de agencia de la deuda⁹⁰.

- ✓ Myers (1977), en un enfoque distinto al anterior, se centra en los problemas derivados de un excesivo endeudamiento. El autor defiende que las decisiones futuras de los directivos pueden estar condicionadas por el nivel de endeudamiento existente en la empresa. El modelo que establece el autor sugiere que un excesivo endeudamiento puede acarrear decisiones futuras que supongan una disminución en el valor de la empresa al tener que abandonar proyectos a priori interesantes para la misma. En este modelo, los compromisos de pago adquiridos por la empresa como consecuencia del endeudamiento existente, empujaría a los directivos a no embarcarse en nuevos proyectos, aún siendo éstos positivos para la empresa. Esa potencial menor inversión futura tendría su reflejo en una disminución del valor actual de la empresa^{91 92}.

En cambio, tal como sugiere la cita de Jensen (1986) utilizada al inicio del apartado, también existen aspectos positivos en torno a la deuda, tal como se ha citado

⁸⁹ Opción *call* se denomina a una opción de compra, donde tanto el precio, la cantidad como el momento de la compra se encuentran fijados de antemano. El poseedor de una opción de este tipo puede obtener beneficios ilimitados, siempre que el precio del activo suba, mientras que las pérdidas se limitan a la prima pagada por la opción comprada.

⁹⁰ La literatura existente define estos costes de agencia de la deuda como “efecto sustitución de activos”.

⁹¹ En este punto se debe tener en cuenta que el valor de la compañía es la suma de los activos actuales, que reflejan el negocio pasado de la empresa, y del valor actual de las inversiones futuras.

⁹² Estos costes de agencia son definidos en la literatura como “efecto infrainversión”.

al inicio del apartado. En este lado de la balanza, en el que la deuda se sitúa en el papel de mecanismo de control al equipo directivo (minorador de costes de agencia), destacan las siguientes dos líneas teóricas principalmente:

- ✓ Jensen (1986), en su teoría sobre los costes de agencia derivados de una excesiva generación de flujos de caja libre⁹³, defiende el endeudamiento como mecanismo para hacer frente a dichos costes. Según los autores, en un contexto de existencia de flujos de caja libre, la discrecionalidad que el equipo directivo tiene sobre las inversiones a realizar puede empujar a los mismos a adoptar decisiones de inversión ajenas al criterio de maximización de beneficio, con el único fin de satisfacer sus propios objetivos. En este contexto, que principalmente se da en empresas con escasas oportunidades de crecimiento, un incremento del endeudamiento relativo de la empresa devolviendo capital a los accionistas reduciría el flujo de caja libre existente, eliminando la discrecionalidad del equipo directivo sobre el mismo y, en consecuencia, el origen de los costes de agencia.
- ✓ Ross (1977), en su teoría de señales, asocia al endeudamiento con una señal positiva lanzada al mercado. El origen de la idea del autor se enmarca en el problema de información asimétrica existente en el mundo de la empresa y comentado al inicio de este capítulo (Weill, 2008). En dicho contexto de información asimétrica, los acreedores se enfrentan a importantes dificultades para establecer la calidad crediticia de las empresas, reduciendo, en consecuencia, el nivel de crédito concedido a las mismas de manera general (Stiglitz y Weiss, 1981). En este entorno, las empresas que consiguen endeudarse lanzan una clara señal positiva al mercado, en el sentido de que el mercado podría interpretar que, si dichas empresas han conseguido vencer las reticencias de los acreedores a financiar sus inversiones, habrá sido por su elevada calidad crediticia o capacidad de generación de beneficios (Ross, 1977).

⁹³ El autor define el flujo de caja libre como el exceso de flujo de caja una vez financiados todos los potenciales proyectos con valor actual neto positivo.

Por otra parte, Grossman y Hart (1982)⁹⁴, uniendo las dos últimas ideas comentadas, defienden una relación positiva entre propiedad interna (directivos / familia) y endeudamiento, debido a la señal positiva que los directivos lanzan al mercado con ello (relacionado con Ross, 1977). El mayor nivel de deuda obliga a los directivos a destinar una parte superior del flujo de caja generado al pago de los intereses, reduciendo la posibilidad de destinar dicha caja a beneficios propios (relacionado con Jensen, 1986), mitigando, de esta manera, los costes de agencia de la deuda. A nivel empírico, Kim y Sorensen (1986) encuentran evidencia empírica respecto a las ideas lanzadas por Grossman y Hart (1982). En su estudio sobre empresas americanas encuentran una relación positiva entre la participación de los directivos y el nivel de endeudamiento de dichas compañías. Dichos autores explican la citada relación desde el lado de los costes de agencia, siendo la positiva señal lanzada al mercado una de las sugerencias lanzadas. En dicho contexto, el mayor endeudamiento permitirá reducir los costes de agencia derivados de la participación accionarial de los directivos. Short, Keasey y Duxbury (2002), en su trabajo basado en empresas del Reino Unido, encuentran también una relación positiva entre la participación de los directivos y el nivel de endeudamiento de las empresas. Estos autores, en cambio, enfocan su argumentación desde el lado de la aversión al riesgo de la propiedad interna. Según los autores, dicha aversión al riesgo disminuirá el riesgo de “efecto sustitución”⁹⁵ comentado anteriormente, reduciendo, *ceteris paribus*, los costes de agencia de la deuda. En este escenario, la propiedad interna estaría relacionada con un mayor endeudamiento. Como consecuencia de ello, los costes de agencia de la deuda serán menores, posibilitando un mayor nivel de endeudamiento. Friend y Lang (1988), en cambio, en su estudio sobre empresas americanas llega a conclusiones contrarias a las anteriores. Según los autores, la participación de los directivos presenta una relación negativa con el endeudamiento. Sugieren que los directivos, ante la imposibilidad de

⁹⁴ Citado en Short, Keasey y Duxbury (2002).

⁹⁵ Jensen y Meckling (1976)

diversificar su capital humano⁹⁶, reducen el nivel de endeudamiento para reducir la probabilidad de quiebra de la empresa.

Las oportunidades de crecimiento que tiene una empresa desempeñan un papel determinante en torno a dos de las líneas teóricas anteriores. La figura siguiente trata de clarificar el papel de la deuda tomando como eje central dichas oportunidades de crecimiento. En un entorno de ausencia de oportunidades de crecimiento, el endeudamiento ayudará a minorar los posibles costes de agencia derivados de un defectuoso uso de los flujos de caja libre (Jensen, 1986), mientras que en un entorno de fuerte crecimiento, un excesivo endeudamiento puede alterar las decisiones futuras del equipo directivo provocando el abandono de proyectos rentables en un futuro, disminuyendo de esa manera el valor actual de la empresa (Myers, 1977).

Figura 11: las dos caras de la deuda.



Fuente: elaboración propia.

Estos dos aspectos del endeudamiento han sido estudiados por varios autores. McConnell y Servaes (1995)⁹⁷, en su estudio basado en EE.UU., corroboran las

⁹⁶ Imposibilidad de trabajar en varias empresas a la vez. Este concepto ha sido utilizado también tanto por Jensen (1986), refiriéndose a las actuaciones defensivas de los directivos ante la actividad corporativa, como por Short, Keasey y Duxbury (2002) en una línea similar a la expuesta por Friend y Lang (1988).

⁹⁷ El título de su artículo refleja perfectamente lo comentado (*Equity ownership and the two faces of debt*).

relaciones descritas en la figura anterior. Es decir, en las empresas con alto crecimiento, existe una relación negativa entre el valor de la empresa medido a través del ratio Q de Tobin y el endeudamiento, mientras que, lo contrario ocurre en empresas con reducido crecimiento⁹⁸. Kim y Sorensen (1986), en su estudio basado en EE.UU. donde analizan el impacto de los costes de agencia en la estructura financiera de una empresa, también obtienen similares conclusiones, aunque éstas sean de carácter algo secundario en el trabajo. A nivel de España, Andrés Alonso et al (2005) confirman los postulados expuestos en la figura anterior. Más en concreto, los autores encuentran evidencia empírica respecto a la contribución positiva del endeudamiento⁹⁹ en el valor¹⁰⁰ de la compañía en un entorno de ausencia de oportunidades de crecimiento¹⁰¹, de la misma manera que encuentran evidencia empírica respecto a la contribución negativa del endeudamiento en un contexto de abundancia de oportunidades de crecimiento. En este último punto, las empresas sufrirían el denominado efecto “infrainversión” de Myers (1977).

La siguiente figura trata de resumir los puntos comentados anteriormente en torno al endeudamiento, completando lo ilustrado de otra manera en la figura 13. Dentro del lado positivo se encontrarían las teorías de Jensen (1986) respecto a la reducción del excedente de flujos de caja generados en ausencia de oportunidades de crecimiento y de Ross (1977) sobre la deuda como vehículo de información al mercado. En el lado negativo, Myers (1977) y su teoría sobre la menor inversión futura en empresas endeudadas, especialmente importante en un contexto de fuertes oportunidades de crecimiento, y Jensen y Meckling (1976) y su teoría sobre el coste derivado de un incremento en el perfil de riesgo de la compañía.

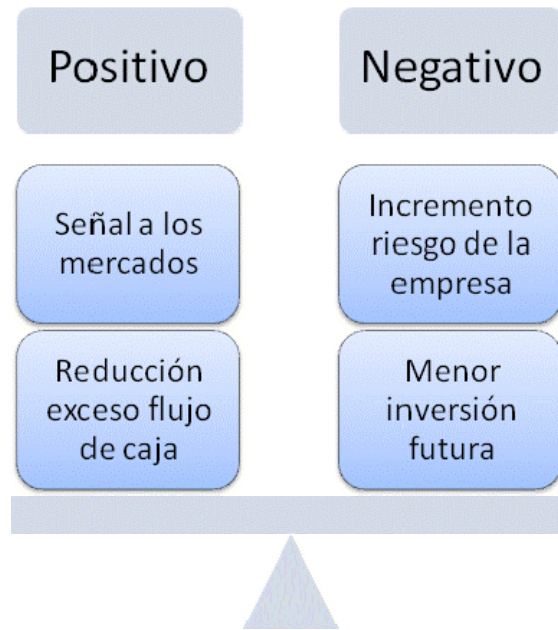
Figura 12: aspectos positivos y negativos de la deuda.

⁹⁸ El crecimiento es medido a través del ratio PER (Cotización / Beneficio por acción), obteniendo de la muestra dos grupos, tercio de compañías con nivel más alto de PER y tercio de compañías con nivel más bajo.

⁹⁹ Medido a través del ratio de deuda sobre total de activos.

¹⁰⁰ Medido a través del ratio Q de Tobin.

¹⁰¹ Medido a través del ratio PER, al igual que McConnell y Servaes (1995).



Fuente: elaboración propia.

En este punto, cabe reseñar que las relaciones que se derivan de la figura anterior, bien sean positivas o negativas, van en contra de los postulados lanzados por Modigliani y Miller (1958) y que hemos comentado al inicio de este apartado. Las teorías comentadas anteriormente, junto a los trabajos empíricos analizados, presentan argumentos suficientes para contradecir la teoría lanzada por M&M¹⁰².

Teniendo en cuenta lo comentado hasta el momento, se podría pensar en diferencias importantes en el nivel de endeudamiento de las compañías a nivel mundial, respondiendo a factores particulares de cada país que inclinarían la balanza hacia un lado u otro. Rajan y Zingales (1995), en cambio, en su análisis internacional sobre la estructura financiera de empresas del G7, no encuentran excesivas diferencias en los niveles de endeudamiento de los países analizados, o al menos, las diferencias encontradas son inferiores a las previamente esperadas. Parece indicar, al menos según el trabajo de estos autores, que las empresas, independientemente del país de origen,

¹⁰² En este punto se puede citar también el modelo de Jensen y Meckling (1976) en el contexto de existencia de costes de agencia. Tal como se ha ido comentando a lo largo del capítulo, estos autores defienden que, incluso en ausencia de impuestos y coste de quiebra, siempre habrá un nivel óptimo de deuda que minimice la suma de costes de agencia totales, maximizando, de esa manera, el valor de la compañía.

siguen el patrón de financiación marcado por Myers (1984). Este autor defiende que las empresas tienen el siguiente orden de prioridad a la hora de financiarse:

1. Las empresas prefieren financiarse de forma interna, es decir, mediante la generación de beneficios.
2. Adaptan el pago de dividendos a las oportunidades de inversión presentadas.
3. Si la financiación externa es requerida:
 - a. Las empresas emitirán en primer lugar los títulos más seguros como la deuda.
 - b. En segundo lugar, se decantarán por estructuras híbridas como los convertibles.
 - c. En último lugar, echarán mano de una ampliación de capital.

Rajan y Zingales (1995) sugieren también los siguientes factores como determinantes en el endeudamiento de una empresa:

- ✓ Activos tangibles: un mayor peso de los activos tangibles en el total de activos de una compañía debería facilitar un mayor endeudamiento por la mayor garantía que ofrecen a los acreedores frente a los activos intangibles.
- ✓ Oportunidades de crecimiento: tal como se ha comentado anteriormente, el efecto del endeudamiento en aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento es negativo (Myers, 1977).
- ✓ Tamaño: a priori podría pensarse en un efecto positivo entre tamaño y endeudamiento como consecuencia de una menor probabilidad de quiebra en empresas grandes (más diversificadas por norma general), pero la relación parece más bien ambigua.
- ✓ Rentabilidad: también existe una relación ambigua en este caso. Myers y Majluf (1984) sugieren una relación negativa entre rentabilidad y endeudamiento siguiendo la teoría presentada por Myers (1984) de

preferencia por la financiación interna¹⁰³. Jensen (1986), en cambio, sugiere una mayor rentabilidad en empresas endeudadas por su capacidad para controlar al equipo directivo y reducir los costes de agencia. El estudio de Weill (2008) es reflejo de dicha ambigüedad. En su análisis empírico sobre la relación entre endeudamiento y rendimiento de una empresa, encuentra una relación positiva en cinco¹⁰⁴ de los siete países analizados, mientras que dicha relación se presenta negativa en los dos restantes¹⁰⁵. El autor sugiere que las características propias de cada país explican dichas diferencias. Más en concreto, sugiere que el acceso al crédito bancario de las empresas y la eficiencia del sistema legal¹⁰⁶ son los dos factores principales.

Por último, y para acabar con la parte de endeudamiento, cabe citar también la similitud que ciertos autores sugieren entre endeudamiento y reparto de dividendos. Aunque desde el punto de vista financiero ambas políticas son de naturaleza distinta¹⁰⁷, desde el punto de vista de la teoría de agencia pueden llegar a desempeñar papeles similares. Desde este segundo enfoque, Jensen (1988) sugiere que la deuda puede ser perfecta sustitutiva de los dividendos, dejando entrever cierta simultaneidad entre ambos instrumentos. Borokhovich et al (2005) enmarcan también en este contexto la política de dividendos. Según estos autores, la política de dividendos presenta las siguientes características principales desde el lado de los costes de agencia:

¹⁰³ A mayor rentabilidad mayor generación de financiación interna y menor necesidad de endeudamiento.

¹⁰⁴ Bélgica, Alemania, Noruega, Francia y España.

¹⁰⁵ Italia y Portugal.

¹⁰⁶ La Porta et al (1997) analizan también la importancia del origen legal en la financiación externa de las compañías. Aunque a nivel de mercados bursátiles, las diferencias encontradas son importantes, a nivel de grado de endeudamiento no se aprecian diferencias significativas según el origen legal de los países analizados. El endeudamiento es medido de forma agregada, teniendo en cuenta tanto el crédito bancario como el obtenido a través de los mercados de capitales. Este trabajo estaría en línea con el comentado por Rajan y Zingales (1995), donde tampoco encuentran diferencias significativas a nivel de endeudamiento en los países analizados.

¹⁰⁷ Los dividendos responden a una política retributiva del capital, estando ligados principalmente a la obtención de beneficio por parte de la empresa, mientras que el endeudamiento responde más bien a la estructura de capital óptima de la empresa, dependiendo entre otros factores del coste relativo frente al capital.

- ✓ La política de dividendos podría ser utilizada como señal al mercado sobre una favorable evolución futura de los beneficios de la empresa. En este sentido, el mercado podría interpretar de manera favorable cualquier anuncio de incremento de dividendo por ejemplo. Esta línea argumental guarda una clara relación con el modelo de Ross (1977).
- ✓ La política de dividendos también podría ser utilizada como una útil herramienta para reducir el flujo de caja libre existente y, en consecuencia, eliminar los posibles problemas de agencia que pudieran surgir y que anteriormente se han explicado¹⁰⁸. Este aspecto se encuentra directamente relacionado con lo expresado por Jensen (1986) para el caso del endeudamiento.

La Porta et al (2000b) analizan la política de dividendos dentro del marco de los costes de agencia, bajo el enfoque de la protección legal de los inversores minoritarios. De esta manera, los autores, muy en línea con los dos enfoques anteriores, establecen los siguientes dos modelos:

- ✓ Los dividendos son resultado de una efectiva protección a los inversores minoritarios, lo que permite a los mismos extraer los beneficios obtenidos por la empresa vía dividendos, reduciendo la discrecionalidad del inversor mayoritario sobre dichos beneficios¹⁰⁹.
- ✓ Los dividendos son sustitutivos de la protección a los inversores, desempeñando un papel reputacional para la empresa en un entorno de escasa protección del inversor minoritario por parte del sistema legal¹¹⁰.

Continuando con el encaje de la política de dividendos en el marco de los costes de agencia, Rozeff (1982) y Easterbrook (1984) defienden que el pago de dividendos obliga al equipo directivo a acudir a los mercados de capitales (deuda o capital) para

¹⁰⁸ Ya se ha comentado previamente también que esta problemática es común en aquellas empresas con reducidas oportunidades de crecimiento.

¹⁰⁹ En línea con los comentados postulados de Jensen (1986) sobre el endeudamiento.

¹¹⁰ En línea con la teoría de señales de Ross (1977) comentada previamente.

obtener financiación para nuevos proyectos de inversión. Dicha nueva financiación posibilitará la entrada de nuevos inversores que incrementarán el control existente al equipo directivo, reduciendo, de esta manera, los costes de agencia provenientes de la separación del control de la propiedad.

Respecto a los trabajos empíricos en torno al dividendo dentro del contexto de los costes de agencia, destacar que la literatura existente es muy limitada por ese lado. Borokhovich et al (2005), en su trabajo basado en EE.UU., encuentran relación entre la política de dividendos y la reducción de los costes de agencia¹¹¹. Los autores plantean que la reacción bursátil ante un anuncio de incremento de dividendo será menor en aquellas empresas que presenten menores indicios de costes de agencia. Los resultados empíricos, efectivamente validan la hipótesis lanzada, confirmando el dividendo como posible mecanismo de reducción de costes de agencia.

En el caso de España, Andrés Alonso et al (2005), en línea con los resultados alcanzados para el endeudamiento y comentados previamente, encuentran una relación positiva entre el uso del dividendo y la generación de valor, medida a través del ratio Q de Tobin, en aquellas empresas con pocas oportunidades de crecimiento, mientras que, la relación se vuelve negativa para aquellas empresas con amplias oportunidades de crecimiento. Estos resultados se encuentran claramente en línea con lo ilustrado en la figura 11, validando a su vez, la equiparación realizada previamente entre el endeudamiento y la política retributiva a los accionistas. Por otra parte, la citada relación negativa obtenida en un contexto de oportunidades de crecimiento va en contra de la idea expresada por Borokhovich et al (2005) de control adicional por parte de los

¹¹¹ Los autores miden los costes de agencia de las siguientes tres formas:

- ✓ Presencia de independientes en el consejo de administración. Mayor presencia significaría menores costes de agencia, tal como se ha visto en el apartado correspondiente al consejo de administración como mecanismo interno de control.
- ✓ Presencia de bloques accionariales (accionistas que posean como mínimo un 5% de los derechos de voto). Mayor presencia significaría menores costes de agencia, en línea con los postulados de Shleifer y Vishny (1986).
- ✓ Presencia de medidas contrarias a OPAs en los estatutos de las empresas. Mayor número de medidas significaría mayores costes de agencia debido a que dificultaría la labor del mercado de control corporativo como último mecanismo de control al equipo directivo.

mercados de capitales como consecuencia de la necesidad de los directivos de acudir a ellos para financiar los recursos repartidos vía dividendo. Según este autor, dicho control adicional, en su papel de mecanismo de control, sería fuente de generación de valor, cabiendo esperar una relación positiva, también en este contexto, entre los dividendos repartidos y el valor de dichas empresas.

Azofra y López de Foronda (2007), por otra parte, plantean la interrelación entre la deuda y los dividendos en función del origen legal del país perteneciente de las empresas analizadas y de las oportunidades de crecimiento. Los resultados obtenidos muestran un efecto sustitución entre ambos mecanismos de control en el caso de empresas anglosajonas, en cambio, dicho efecto sustitución no se da en el caso de aquellas empresas con origen legal en el derecho civil.

Por último, en un enfoque distinto a los trabajos comentados previamente, Faccio et al (2001), en su estudio basado en empresas europeas y asiáticas, analizan la relación entre la política de dividendos y la estructura de propiedad de las empresas analizadas. Las estructuras de propiedad compleja¹¹², habituales en Europa y Asia, son consideradas por los autores como proxy de los costes de agencia¹¹³ de dichas empresas. Las conclusiones obtenidas en la parte empírica, reflejan unos mayores dividendos en aquellas empresas con estructuras más complejas, a fin de evitar los comentados costes de agencia. Ello apoyaría la idea de la política de dividendos como mecanismo de control al equipo directivo.

2.1.2.2.3 Mercado laboral de los directivos

El último de los mecanismos externos de control al equipo directivo que se incluye en este capítulo es posiblemente el de menor entidad y, sin duda alguna, aquel en el que menos estudios tanto teóricos como prácticos se incluyen en la literatura.

Cuando se habla de mercado laboral de los directivos se está hablando principalmente de tres aspectos:

¹¹² Véase la parte de estructura de propiedad dentro de este capítulo.

¹¹³ Riesgo de expropiación a los accionistas minoritarios.

- ✓ Es un mercado, es decir, es un mecanismo a través del cual la demanda de un determinado bien interactúa con la oferta del mismo, resultando en transacciones a un precio determinado. La competencia existente en dicho mercado dependerá del número de demandantes y oferentes existentes.
- ✓ El bien objeto de la transacción es el trabajo de una determinada persona, el cual ofrece su “producto”¹¹⁴ al mercado, mientras que son las empresas quienes demandan dicho bien. El precio al cuál se cierra la transacción (contratación laboral) será el salario de la persona contratada.
- ✓ El trabajo concreto es el trabajo de dirección, es decir, aquel que coordina los diferentes factores participantes en el proceso “productivo”¹¹⁵ de la empresa, con el objeto de minimizar los costes de dicho proceso.

Agrawal y Knoeber (1996), en su estudio sobre cómo minorar los costes de agencia surgidos entre accionistas y directivos, incluyen al mercado laboral de los directivos como una de las vías para solventar dichos problemas de agencia. Los autores establecen que un adecuado funcionamiento de dicho mercado podría incidir en la actividad de los directivos, empujando a los mismos a cuidar su reputación sirviendo de una manera adecuada los intereses de los accionistas. En este caso, los intereses tanto de los directivos como de los accionistas se encontrarían alineados, dando solución a los posibles problemas de agencia.

Fama (1980) es posiblemente el autor de referencia desde el punto de vista teórico. El autor sitúa el mercado laboral de los directivos dentro de un contexto más amplio de teoría de empresa. La principal tesis del trabajo de Fama radica en la separación natural entre la propiedad y la dirección de la compañía. En este contexto, la disciplina necesaria en el ámbito de la empresa viene principalmente desde la competencia del resto de empresas. De forma adicional, el equipo directivo estará “vigilado” a través de su propio mercado, es decir, a través del mercado laboral de los

¹¹⁴ Léase la experiencia que tiene, idiomas, conocimientos informáticos, etc., el CV al fin y al cabo.

¹¹⁵ El concepto podría servir para todo tipo de empresas.

directivos. Según el autor, la disciplina proveniente por este lado es tanto externa como interna.

La disciplina externa viene especialmente desde la presión que recibe la empresa para establecer una política retributiva acorde a los logros obtenidos por el equipo directivo. En caso contrario, el mercado laboral ofrecerá incentivos al mismo para abandonar la empresa.

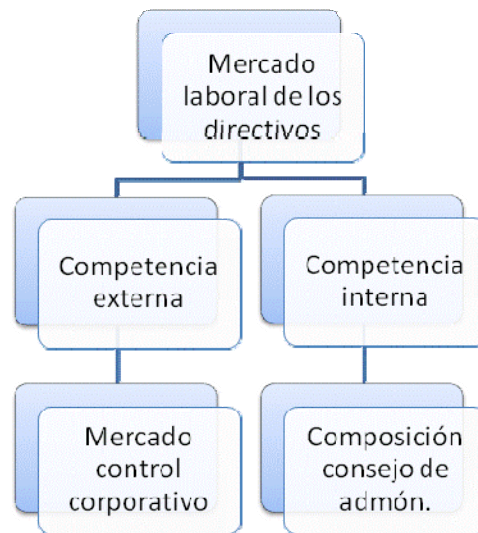
La disciplina interna viene del incentivo que los directivos puedan tener para controlar a los propios directivos. En este sentido, además del proceso natural de supervisión de arriba hacia abajo en la cadena de mando, los directivos de baja escala pueden tener incentivos también para controlar de alguna manera al alto mando. El autor establece las siguientes dos razones para ello:

- ✓ Es posible que el rendimiento de cada uno dependa tanto de los superiores como de los subordinados, por lo que, en cierta forma, tiene sentido dicho doble sentido de control.
- ✓ El rendimiento total de una empresa es una de las cartas de identidad más utilizadas por el mercado laboral de los directivos para catalogar a los mismos. Por ello, cada uno de los directivos tiene especial interés en impulsar el rendimiento de la empresa, tratando de influir en consecuencia tanto en los superiores como en los subordinados.

Fama (1980) señala que el resultado de la competencia interna entre los directivos es una composición óptima del consejo de administración. A pesar de ese resultado óptimo, defiende el incluir consejeros independientes en el mismo a fin de evitar tentaciones para obtener beneficios privados a costa de los accionistas y del resto de los directivos. En este punto, se ve con claridad la relación existente entre este apartado y el estudio sobre el consejo de administración realizado a comienzos de este capítulo. La composición del consejo de administración podría depender de la eficiencia del mercado laboral de los directivos, de la misma manera que, el consejo de administración, en su función de control al equipo directivo, podría hacer uso de las señales lanzadas por el mismo mercado laboral de los directivos para controlar de una manera más eficiente y eficaz a los mismos.

Jensen (1988) relaciona al mercado laboral de los directivos con otro de los mecanismos comentados anteriormente, con el mercado de control corporativo. Según el autor, el mercado de control corporativo condiciona al mercado laboral de los directivos, en el sentido de que, es en ese entorno donde compiten diversos equipos directivos para hacerse con el control de unos determinados recursos o activos. Este enfoque guarda estrecha relación también con el control externo de Fama (1980) comentado previamente. En esta línea, en la siguiente figura se trata de ilustrar las relaciones entre mecanismos de control comentadas anteriormente.

Figura 13: interrelación con el mercado laboral de los directivos.



Fuente: elaboración propia.

Por último, antes de pasar al apartado correspondiente a la inversión institucional, en el siguiente cuadro se resumen las principales características de los mecanismos de control analizados hasta el momento.

Cuadro 5: resumen mecanismos de control.

| Mecanismo de control | Principales características |
|-----------------------------------|--|
| Consejo de administración | <ul style="list-style-type: none"> • Mecanismo interno. • Defensa de los intereses de los diversos accionistas. • Factores principales a tener en cuenta: <ul style="list-style-type: none"> ○ Tamaño del consejo. ○ Número de consejeros independientes. |
| Estructura de propiedad | <ul style="list-style-type: none"> • Mecanismo interno. • Doble eje de análisis: <ul style="list-style-type: none"> ○ Concentración de propiedad: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Alinea los intereses propietario / equipo directivo. ▪ Riesgo de expropiación accionistas minoritarios. ○ Identidad del máximo accionista: destacan la propiedad familiar, la banca y la inversión institucional. |
| Mercado de control corporativo | <ul style="list-style-type: none"> • Mecanismo externo. • Habitualmente utilizado en los países anglosajones. • Conocido como “mecanismo de último resorte”. • Se centra en empresas con una gestión deficiente, donde se sustituye al equipo directivo. |
| Endeudamiento | <ul style="list-style-type: none"> • Mecanismo externo. • Doble “cara” atribuida en la literatura: <ul style="list-style-type: none"> ○ Genera nuevos costes de agencia: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Efecto “sustitución de activos” (Jensen y Meckling, 1976). ▪ Efecto “infrainversión” (Myers, 1977). ○ Mecanismo de control: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Reduce el flujo libre de caja existente (Jensen, 1986). ▪ Señal positiva para el mercado (Ross, 1977). |
| Dividendos | <ul style="list-style-type: none"> • Importancia de las oportunidades de crecimiento. • Mecanismo externo. • Sustitutiva del endeudamiento desde el lado de los costes de agencia. <ul style="list-style-type: none"> ○ Desempeña las mismas funciones atribuidas al endeudamiento. • Importancia también de las oportunidades de crecimiento. |
| Mercado laboral de los directivos | <ul style="list-style-type: none"> • Mecanismo externo. • Presión externa al equipo directivo en forma de competencia del mercado de directivos existente. • Interactúa con otros mecanismos: <ul style="list-style-type: none"> ○ Control corporativo: en este entorno compiten diversos equipos directivos (Jensen, 1988). ○ Consejo de administración: la competencia interna entre directivos lleva a una óptima composición del consejo (Fama, 1980). |

Fuente: elaboración propia.

2.2 Inversores Institucionales

2.2.1 Definición

Institutional investors aggregate funds from a number of other investors (such as individuals, corporations, governments, and other institutional investors) and manage them professionally on their behalf.

Palazzo y Rethel (2008: 195)

Esta definición, aunque quizás excesivamente simple en su naturaleza, sirve como punto de partida en el proceso de desarrollo de la definición de inversor institucional que se abarcará en el presente apartado. La citada definición de Palazzo y Rethel (2008) recoge posiblemente los aspectos que mayor consenso alcanzan en la literatura al hablar de inversores institucionales. Por un lado, se entiende como inversor institucional aquel inversor que actúa en nombre de otros inversores, es decir, aglutina las inversiones de atomizados inversores particulares y, por otro lado, se presupone al inversor institucional un grado superior de especialización en el desempeño de sus tareas en comparación con el común de los inversores (Palazzo y Rethel, 2008; David et al, 1998; Dharwadkar et al, 2008; Gillan y Starks, 2000; Davis, 2002; Del Guercio y Hawkins, 1999; Tong y Ning, 2004; Shleifer y Vishny, 1986).

A pesar de que los comentados dos aspectos son los más relevantes en torno a los inversores institucionales¹¹⁶, cabe destacar también otros aspectos que ayudan a completar la definición de dichos inversores. Los siguientes aspectos son citados también en la literatura como características propias de los inversores institucionales:

- ✓ Los inversores institucionales no asumen el riesgo de las inversiones que realizan (Carmichael y Pomerleano, 2002). En línea con la idea de que estos inversores invierten por cuenta de otros, el riesgo de las inversiones es asumido también en su totalidad por los inversores finales. Esto último, tal como se verá posteriormente, es un aspecto determinante para definir las relaciones de agencia que giran en torno al inversor institucional. La

¹¹⁶ En próximos apartados del presente capítulo se volverá sobre ellos.

inversión por cuenta ajena sitúa al inversor institucional en el papel de agente en esta relación (Schneider, 2000; Carmichael y Pormeleano, 2002; Palazzo y Rethel, 2008).

- ✓ Los inversores institucionales actúan en los mercados financieros. A pesar de que las inversiones realizadas por estos inversores pudieran situarse fuera de los mercados financieros¹¹⁷, la práctica habitual es la de asociar a este tipo de inversores con los ellos y su desarrollo. En este sentido, aquellos países que presentan un mayor desarrollo de los financieros, caso de los países anglosajones, presentan también una mayor presencia de inversores institucionales.
- ✓ El inversor institucional es una entidad organizada que actúa bajo una estricta regulación que responde principalmente a su carácter fiduciario¹¹⁸. Palazzo y Rethel (2008) defienden que, más allá de las obligaciones legales, los inversores institucionales deben actuar con un grado de profesionalidad superior al que se pudiera requerir a otras profesiones. Así, Boatright (1999)¹¹⁹ establece que las principales obligaciones de un inversor institucional¹²⁰ son el evitar los conflictos de interés, el preservar la confidencialidad y el incrementar los estándares éticos de la profesión¹²¹.
- ✓ Los inversores institucionales reciben una comisión como contraprestación a los servicios prestados. En los últimos años, han proliferado tipos de remuneración a los inversores institucionales ligados al resultado de las

¹¹⁷ Arte, inmuebles, etc.

¹¹⁸ Por ejemplo, en el caso de España, los fondos de inversión se encuentran bajo el control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, mientras que los planes de pensiones son controladas por la Dirección General de Seguros. En ambos casos, la regulación impone limitaciones a la actividad de los inversores institucionales, en aras a salvaguardar los intereses del inversor particular final.

¹¹⁹ Citado en Palazzo y Rethel (2008).

¹²⁰ Intermediario financiero en palabras del autor.

¹²¹ En este sentido, organismos como el CFA Institute (www.cfainstitute.org) elaboran códigos éticos que desarrollan cierta autorregulación dentro de la profesión.

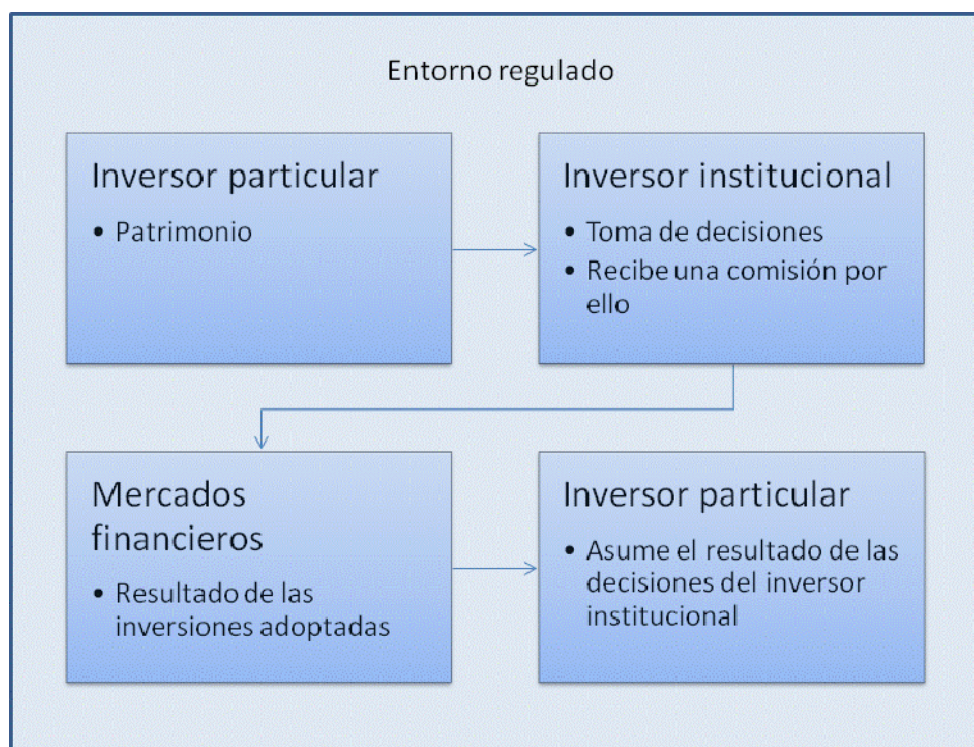
inversiones. La comisión de éxito dentro de la industria de los fondos de inversión (hedge funds principalmente) es el mejor ejemplo de ello.

Teniendo en cuenta el conjunto de características anteriores, podríamos definir al inversor institucional de la siguiente manera:

Inversor especializado que actúa en los mercados financieros aglutinando patrimonio de otros inversores particulares. Su actividad se encuentra regulada por el carácter fiduciario (actúa en nombre de los demás sin asumir el riesgo de las inversiones) que presenta.

La siguiente figura refleja lo comentado anteriormente:

Figura 14: proceso de la inversión institucional.



Fuente: elaboración propia.

2.2.2 Tipos de inversores institucionales

A pesar de que en el apartado anterior se ha establecido una única definición para el conjunto de los inversores institucionales, si algo queda claro de la revisión de la literatura existente es la heterogeneidad existente dentro de este grupo de inversores.

Dicha falta de homogeneidad tendrá importancia capital a lo largo de este capítulo al analizar al inversor institucional como mecanismo de control al equipo directivo. Posiblemente, las diferencias existentes dentro del grupo de inversores institucionales ha impedido a la comunidad académica el alcanzar resultados más concluyentes respecto a la participación de este tipo de inversores en el gobierno corporativo de las empresas (Ryan y Schneider, 2002).

Brickley et al (1988) en su intento por diferenciar a los inversores dentro del citado grupo, sugieren la capacidad de presión del equipo directivo al inversor institucional como aspecto diferenciador entre inversores. Dicha capacidad de presión cabe entenderse también como una consecuencia de la relación de negocio existente entre el inversor institucional y la empresa (David et al, 1998)¹²². De esta manera, los autores establecen las siguientes tipologías de inversores institucionales:

1. Inversores sensibles a la presión¹²³: en este grupo se situarían aquellos inversores que mantuviesen una relación de negocio con la empresa, por lo que serían susceptibles de presión por parte del equipo directivo de la empresa. Los autores colocan a la banca¹²⁴ y a las compañías de seguros en este grupo.
2. Inversores resistentes a la presión¹²⁵: al contrario que en el grupo anterior, en éste se situarían aquellos inversores sin relaciones de negocio con la empresa. En dicha situación, éstos no se verían afectados por las posibles presiones ejercidas por el equipo directivo. En este grupo se situarían los

¹²² Estos autores establecen que la relación existente entre los inversores institucionales y la empresa cabe describirse desde dos dimensiones. El primero, consecuencia de la propia naturaleza del inversor institucional, sería la relación de inversión existente. El segundo, no atribuible a todos los inversores institucionales, sería la relación de negocio que pudiera existir entre las dos partes.

¹²³ “*Pressure sensitive*” en palabras de los autores.

¹²⁴ A pesar de la inclusión de la banca por parte de Brickley et al (1988), la catalogación de ésta como inversor institucional no está del todo claro, tal como se verá posteriormente.

¹²⁵ “*Pressure resistant*” en palabras de los autores.

denominados vehículos de ahorro (Carmichael y Pomerleano, 2002)¹²⁶, es decir, los fondos de inversión y los planes de pensiones principalmente.

3. Inversores indeterminados¹²⁷: los autores sitúan en este grupo a aquellos inversores donde las relaciones de negocio no están lo suficientemente definidas. David et al (1998) incluyen a las Sociedades y Agencias de Valores en este grupo.

La consideración de la banca como inversor institucional es el aspecto más discutible de esta clasificación. De hecho, varios autores¹²⁸, en sus estudios analizando diferentes tipos de inversores, diferencian entre la banca y los inversores institucionales. Así, Thomsen y Pedersen (2000), en su estudio sobre empresas europeas analizando la estructura de propiedad desde el eje de la concentración como desde el de la identidad del principal accionista, diferencian a la banca de los inversores institucionales, incluyendo ambos accionistas junto a familia, Estado y otras empresas como tipo de accionistas dentro del estudio. En una línea similar, Garmendia y del Orden (2008), en su estudio sobre la estructura de propiedad de las empresas españolas, diferencian a las entidades financieras de las instituciones financieras no bancarias (semejables a los inversores institucionales). Del mismo modo, Santana-Martín y Aguiar (2007), en su estudio sobre la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas, diferencian a la banca de los inversores institucionales¹²⁹, incluyendo a ambos inversores junto a la familia, al Estado y a empresas no financieras como posibles accionistas principales.

Por otra parte, Carmichael y Pomerleano (2002), en su libro sobre el desarrollo y la regulación de las instituciones financieras no bancarias, separan también la inversión institucional de la banca en su clasificación de las entidades financieras siguiendo el

¹²⁶ “*Contractual savings institutions*” en palabras de los autores.

¹²⁷ “*Pressure indeterminate*” en palabras de los autores.

¹²⁸ No se incluirán trabajos basados en EE.UU. debido a la prohibición que durante años ha tenido la banca americana para adquirir participaciones accionariales de empresas (ley de banca de 1933, *The banking act*). Debido a ello, el ámbito de la inversión institucional se ha limitado principalmente a los fondos de inversión y a los planes de pensiones.

¹²⁹ Fondos y banca de inversión.

criterio del tipo de servicio prestado. Así, dichos autores establecen la siguiente clasificación:

- ✓ Entidades de depósito: en este grupo se incluye principalmente a la banca cuya función radica en intermediar entre los ahorradores y los inversores utilizando los depósitos y los préstamos como instrumento de intermediación.
- ✓ Entidades de asunción de riesgo: en este grupo se sitúan las compañías de seguros, cuya función principal radica en la cobertura de contingencias de diverso tipo.
- ✓ Inversores institucionales: sirven como vehículo de ahorro para los particulares. La principal característica que citan los autores respecto a estos inversores es su carácter fiduciario (el riesgo de las inversiones es asumido por el inversor final). Destacan en este grupo los planes de pensiones y los fondos de inversión.
- ✓ Creadores de mercado¹³⁰: estas entidades facilitan el buen funcionamiento de los mercados financieros, tanto en nuevas emisiones (asegurando parte de la colocación) como en el mercado secundario (actuando de contrapartida a los diversos inversores).
- ✓ Entidades especializadas sectorialmente¹³¹: en este grupo se incluyen aquellas entidades con una clara especialización en su labor de intermediación. Ejemplo de ello serían las entidades de leasing, que ofrecen financiación a determinados tipos de activos (automóvil por ejemplo), manteniendo, en la mayoría de los casos la propiedad sobre dicho activo.
- ✓ Proveedores de servicios financieros: la nota característica de estas entidades radica en su falta de intermediación entre ahorradores e inversores. Estas entidades proveen un determinado servicio financiero a cambio de una

¹³⁰ “*Market makers*” en palabras de los autores.

¹³¹ “*Specialized sectoral financiers*” en palabras de los autores.

comisión. En este grupo se podría incluir el asesoramiento financiero o la ejecución de operaciones en los mercados financieros.

Los autores diferencian a la banca de los inversores institucionales poniendo el énfasis en el carácter fiduciario de éstos últimos. En esta línea, Palazzo y Rethel (2007), en su trabajo sobre los conflictos de interés en la intermediación financiera, diferencian los siguientes tres tipos de intermediarios:

- ✓ Inversores institucionales: aquellos que aglutinan las inversiones de pequeños ahorradores, invirtiendo en su nombre de una manera profesional. Destacan en este grupo los fondos de inversión y los planes de pensiones.
- ✓ Brokers y banca de inversión: son puros intermediarios financieros, a través de los cuales los inversores obtienen acceso a los títulos financieros tanto en el mercado secundario¹³² como en el primario¹³³.
- ✓ Bancos comerciales: entidades que aglutinan el dinero de los ahorradores a través de la emisión de depósitos principalmente, destinando lo captado a ofrecer crédito a las entidades o particulares necesitados de financiación.

Estos autores destacan también el carácter fiduciario de la inversión institucional, separando a los mismos de la banca.

Retomando la definición planteada en el apartado anterior:

Inversor especializado que actúa en los mercados financieros aglutinando patrimonio de otros inversores particulares. Su actividad se encuentra regulada por el carácter fiduciario (actúa en nombre de los demás sin asumir el riesgo de las inversiones) que presenta.

En la misma se enfatiza también el carácter fiduciario anteriormente comentado, aspecto que dificulta la consideración de la banca como inversor institucional. Aunque

¹³² Se denomina de esta manera a la operativa realizada con títulos financieros ya existentes (compra venta de acciones de Telefonica por ejemplo).

¹³³ Se denomina de esta manera a la emisión de nuevos títulos financieros (OPV de una empresa por ejemplo).

se puede considerar que tanto la banca como los inversores institucionales actúan como intermediarios entre los oferentes y demandantes de ahorro, la manera en que dicha intermediación se hace efectiva es bien distinta. En el caso de la inversión institucional, dicha función se realiza mediante la captación de ahorro a través de vehículos especializados que destinan dicho ahorro hacia los mercados financieros. En el caso de la banca, la captación de ahorro se realiza vía depósitos bancarios remunerados, destinando dicho ahorro a la economía real a través del crédito. En esa línea, y tal como se ha definido en el capítulo anterior, se diferencia en esta tesis entre la banca y el resto de inversores institucionales.

No obstante, cabe comentar también que existen diversos autores en la literatura que sí engloban a la banca dentro del amplio conjunto de la inversión institucional. Faccio y Lang (2002) y La Porta et al (1999), por ejemplo, no realizan tal distinción en sus respectivos análisis de las estructuras de propiedad de los países europeos y de los principales países a nivel mundial. Rose (2007) va más allá e incluye a la banca dentro del grupo de los inversores institucionales¹³⁴, al igual que Ryan y Schneider (2002) y Ruiz-Mallorquí y Santana-Martín (2009).

Continuando con el tratamiento que a la inversión institucional se le da en esta tesis, se consideran como inversores institucionales los siguientes tres grupos principales, siguiendo la línea marcada por Carmichael y Pomerleano (2002):

1. Fondos de inversión: se denomina así al vehículo de inversión que aglutina las inversiones de pequeños ahorradores. Presenta las siguientes características:
 - a. Pertenece a una sociedad gestora que se encarga de la gestión del patrimonio del fondo en nombre de los inversores.
 - b. La política de gestión del fondo se encuentra definida en el documento denominado como folleto del fondo. Atendiendo a las

¹³⁴ “Institutional investors cover a wide group of heterogeneous investors, which are subjected to different legislations. They include pension funds, banks, insurance companies, mutual funds, mutual companies and investment funds/foundations.” Rose (2007: 406).

diferentes políticas aplicadas, se puede establecer la siguiente clasificación de fondos de inversión:

- i. Fondos monetarios: estos fondos destinan sus inversiones a los activos monetarios, es decir, a activos de renta fija con un vencimiento inferior a los 18 meses.
 - ii. Fondos de renta fija: el universo de inversión de estos fondos se limita a los activos de deuda, emitidos tanto por empresas privadas como por entidades públicas, incluido el propio Estado.
 - iii. Fondos de renta variable¹³⁵: en este caso, el universo de inversión lo conforman las empresas cuyas acciones forman parte de los mercados bursátiles. Dentro de este grupo se pueden crear, a su vez, diferentes clasificaciones en función de criterios geográficos, sectoriales o de estilo de inversión.
 - iv. Fondos garantizados: la principal característica de este tipo de fondos es la garantía que se les otorga, es decir, los partícipes del fondo conocen de antemano la posible rentabilidad que podrían obtener a lo largo de un período de referencia, denominado período de garantía. Dicha rentabilidad puede ser fija, en su caso estaríamos ante un garantizado de renta fija, o ligada a la evolución de un activo subyacente¹³⁶, cuyo caso hablaríamos de garantizado de renta variable.
- c. Existe una entidad depositaria que se ocupa de la custodia de los títulos pertenecientes al fondo de inversión, además de controlar la actuación del equipo gestor.

¹³⁵ Este tipo de fondos de inversión son los que centran el interés de nuestro análisis, ya que, son éstos quienes se convierten en accionistas de la empresa y pueden, como consecuencia de ello, actuar como mecanismo de control al equipo directivo.

¹³⁶ Por ejemplo, el 80% de la subida del Ibex35 en un determinado período.

- d. Dado el carácter fiduciario de estos vehículos, se encuentran regulados por un organismo público¹³⁷.
 - e. Los partícipes, salvo excepción fijada en folleto, tienen la posibilidad de reembolsar sus participaciones en cualquier momento al valor liquidativo del fondo en cada momento.
2. Plan de pensiones: este vehículo de inversión presenta prácticamente las mismas características que los fondos de inversión. En la práctica funciona también como vehículo de ahorro que aglutina las inversiones de múltiples pequeños ahorradores. Las diferencias se manifiestan en los siguientes aspectos:
- a. Objetivo del plan: el fin último del plan es el de la complementariedad de la pensión de jubilación a los ahorradores.
 - b. Liquidez: el fin último del plan descrito anteriormente limita la posibilidad de reembolsar la inversión en el plan. Ello está habitualmente sujeto a determinadas contingencias ligadas a la vida laboral del ahorrador.
 - c. Junta de gobierno: los planes, al contrario de los fondos, tienen un organismo interno de control denominado junta de gobierno, cuya composición recoge a los diferentes “stakeholders” que actúan en torno a los planes de pensiones (ahorradores, equipo de gestión, promotor del plan).
 - d. Promotor del plan: al contrario que en los fondos de inversión donde el negocio es mayoritariamente privado, en el caso de los planes es habitual la existencia de promotores públicos como ayuntamientos, gobiernos, etc.
 - e. Al contrario que en los fondos de inversión donde siempre es el partícipe quien asume el riesgo del resultado de las inversiones

¹³⁷ Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en el caso de los fondos españoles.

realizadas, a nivel de planes de pensión existe la modalidad definida como “beneficio definido”¹³⁸, donde los ahorradores tienen un rendimiento futuro asegurado. En estos casos, el riesgo de las inversiones es asumido por el promotor del plan.

3. Compañías de seguros: el seguro de vida es el vehículo utilizado por las compañías de seguros como alternativa de inversión para los ahorradores. En torno a esta modalidad de ahorro se han desarrollado varios productos de inversión. Aunque en este caso, la inversión no se realice a través de un vehículo de ahorro, la compañía de seguros juega también un papel fiduciario en su negocio de vida. En esa línea, las primas recibidas anualmente como consecuencia de las pólizas de vida se invierten en los mercados financieros siguiendo criterios claramente definidos por el regulador¹³⁹.

En los siguientes dos gráficos se presentan datos sobre la evolución patrimonial a lo largo de los últimos años de los fondos de inversión en España y de los planes de pensiones a escala global.

¹³⁸ “*Defined benefit*” en inglés. Precisamente es en el mundo anglosajón, especialmente en planes de empleo, donde más extendida se encuentra esta modalidad de inversión.

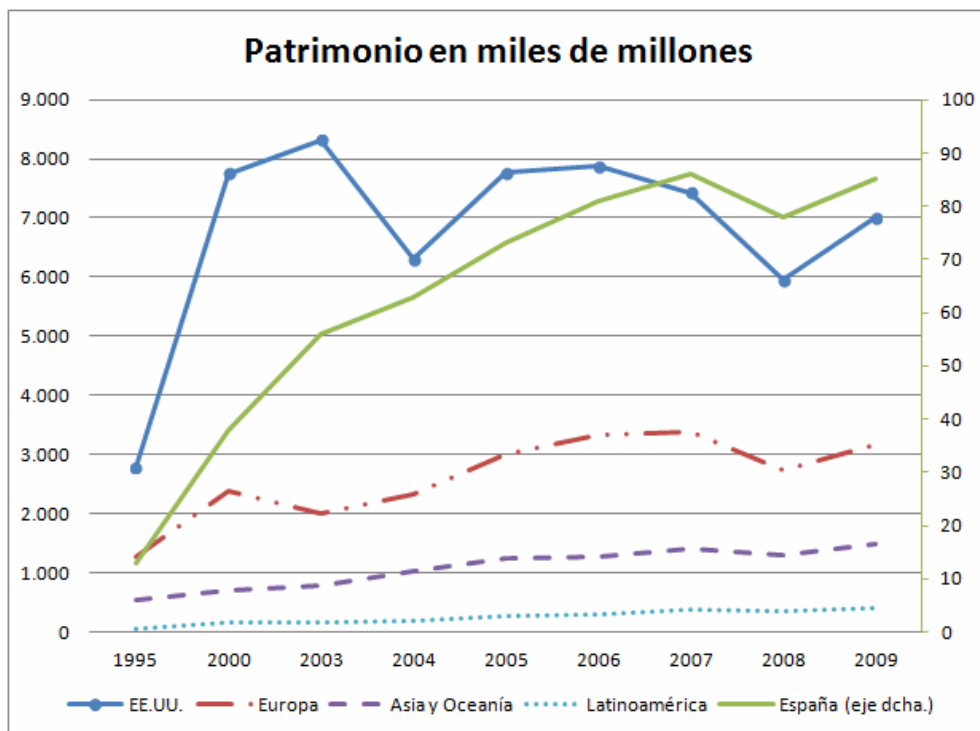
¹³⁹ Dirección General de Seguros en el caso de España.

Gráfico 2: patrimonio de los fondos de inversión españoles (datos en millones de euros).



Fuente: elaboración propia a partir de Inverco.

Gráfico 3: patrimonio de los planes de pensiones (miles de millones de euros).



Fuente: elaboración propia a partir de Inverco.

En los últimos años han surgido nuevos participantes en el mundo de la inversión institucional, pudiendo clasificar a los mismos dentro del grupo de los fondos de inversión tratado anteriormente. En efecto, dichos nuevos vehículos de ahorro son en gran parte derivada de la tradicional industria de los fondos de inversión. Estos nuevos participantes son los siguientes:

- ✓ Fondos de capital riesgo: se denomina de esta manera al vehículo que reúne a diversos inversores con el fin de impulsar proyectos empresariales en sus primeros pasos, para venderlos posteriormente a otros inversores, una vez hayan consolidado su negocio. Este tipo de fondos no presentan el carácter masivo de los fondos de inversión en cuanto a los inversores participantes. Otra de las principales diferencias respecto a ellos gira en torno al universo posible de inversión. Mientras que los fondos de inversión y los planes de pensiones centran sus inversiones en empresas cotizadas, y habitualmente pertenecientes a determinados índices de referencia bursátiles, los fondos de capital riesgo enfocan su interés hacia empresas en pleno proceso de desarrollo de su negocio¹⁴⁰. Desde el punto de vista de las relaciones de agencia, lo anterior podría tener también su importancia, ya que, al centrarse las inversiones del fondo de capital riesgo en los primeros pasos de la vida de la empresa, podría considerarse que sus intereses se encuentran alineados con los del emprendedor.

- ✓ Fondos de inversión libre, denominados en inglés como “*Hedge funds*”: al igual que los tipos de inversores definidos anteriormente, los fondos de inversión libre se estructuran también a través de vehículos de inversión que aglutinan a diversos inversores. Al igual que los fondos de capital riesgo, estos vehículos tampoco presentan el carácter masivo de los fondos de inversión tradicionales y de los planes de pensiones en cuanto a los inversores participantes. Las principales características que definen a los fondos de inversión libre, especialmente en comparación con los vehículos anteriores, son las siguientes:

¹⁴⁰ Se podría decir que este tipo de inversores se encuentran fuera del ámbito objeto de estudio de este trabajo.

- Apalancamiento: la práctica habitual de las estrategias de inversión de estos fondos es el apalancamiento de las posiciones adoptadas, entendiendo por apalancamiento una mayor exposición a los activos invertidos que lo permitido por el patrimonio del fondo.
 - Uso masivo de los derivados como herramientas de inversión.
 - Objetivo de rentabilidad en términos absolutos, es decir, al contrario que, por ejemplo, un fondo de inversión tradicional de renta variable, donde el objetivo será la de batir a un determinado índice de referencia, en cambio la rentabilidad vendrá en gran medida determinada por la evolución de los mercados bursátiles, los fondos de inversión libres tratan de obtener una rentabilidad positiva con independencia de la evolución de los mercados¹⁴¹.
- ✓ Fondos soberanos, denominados en inglés como “*Sovereign Wealth Funds*”¹⁴²: se denominan de esta manera aquellos vehículos de inversión pertenecientes a los Estados, cuyo universo de inversión radica principalmente en los mercados financieros, y cuya financiación proviene del intercambio de activos con el resto del mundo. Los orígenes principales de dicha financiación son los siguientes:
- Superávit en la balanza de pagos.
 - Operaciones oficiales en divisa extranjera.
 - Privatizaciones.
 - Superávit fiscal.
 - Exportación de materias primas.

¹⁴¹ El término inglés “hedge” define la forma de alcanzar dicho objetivo, cubriendo en todo momento el riesgo de mercado, obteniendo la rentabilidad a través de las apuestas adoptadas.

¹⁴² Véase www.swfinstitute.org para más información.

La escalada en los últimos años en el precio de las materias primas ha provocado un fuerte incremento en el patrimonio de estos vehículos de inversión, alcanzando a finales de marzo de 2010 3,8 billones de dólares. En la siguiente tabla se indican los principales fondos soberanos a nivel mundial.

Tabla 3: patrimonio de los fondos soberanos principales.

| País | Nombre del fondo | Activos (mn \$) | Inicio |
|-------------------|---|------------------------|---------------|
| Noruega | Government Pension Fund – Global | 715.900 | 1990 |
| EAU – Abu Dhabi | Abu Dhabi Investment Authority | 627.000 | 1976 |
| China | SAFE Investment Company | 567.900 | 1997 |
| Arabia Saudita | SAMA Foreign Holdings | 532.800 | n/a |
| China | China Investment Corporation | 482.000 | 2007 |
| China – Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio | 298.700 | 1993 |
| Kuwait | Kuwait Investment Authority | 296.000 | 1953 |
| Singapur | Government of Singapore Investment Corporation | 247.500 | 1981 |
| Rusia | National Welfare Fund | 175.500 | 2008 |
| China | National Social Security Fund | 160.600 | 2000 |
| Singapur | Temasek Holdings | 157.500 | 1974 |

Fuente: elaboración propia a partir de SWF Institute.

Según datos de SWF Institute, a finales del 2009, el 60% de los fondos soberanos se financiaban a través de la exportación de materias primas. Asia y el Oriente Medio figuraban como las regiones origen principales de los fondos soberanos, con un 38% y un 37% del patrimonio total de los fondos soberanos situado en dichas regiones respectivamente.

2.2.3 Costes de agencia e inversores institucionales

2.2.3.1 Introducción

La presencia cada vez más importante de la inversión institucional en el accionariado de las empresas, ha llevado al mundo académico a analizar el posible impacto de su presencia en el entorno empresarial. A comienzos del capítulo anterior se ha definido el problema de agencia como uno de los aspectos inherentes a la existencia de la propia empresa. Tomando a Coase (1937) como referente de la teoría de empresa, cabe entender el problema de agencia como una derivada de la teoría de contratos incompletos asociado a la empresa. En torno a los dos puntos anteriores, problemas de agencia y presencia accionarial de los inversores institucionales, especialmente en los países anglosajones, se ha desarrollado toda una línea de investigación tendente a analizar la capacidad de los inversores institucionales como mecanismos de control del equipo directivo (Agrawal y Knoeber, 1996), es decir, su eficiencia a la hora de minorar los costes de agencia derivados del problema citado anteriormente. En esta línea, Álvarez y Mendialdea (2010) establecen que los dos principales objetivos que buscan los inversores institucionales en su calidad de accionistas de una empresa son los siguientes:

- ✓ Reducir las asimetrías de información derivadas de la separación entre la propiedad y el control. Tal como se ha comentado al comienzo del capítulo anterior, dicha asimetría se deriva de la mayor información que el agente posee en la empresa (Eisenhardt, 1989, Maher y Andersson, 2000), obligando al principal (propietario) a adoptar medidas para controlar el uso que el agente (equipo directivo) realiza de dicha mayor información (Jensen y Meckling, 1976, Eisenhardt, 1989).
- ✓ Empujar al equipo directivo a actuar bajo el único objetivo de la maximización de valor al accionista. Este objetivo se encuentra subordinado al anterior, siendo consecuencia, o derivada, de la actuación llevada a cabo por el propietario (conjunto de accionistas) en su proceso de control al equipo directivo.

Dichos inversores institucionales pueden considerarse como inversores especializados, con mayor información que el resto de los inversores (Tong y Ning, 2004), y con capacidad y motivación suficientes para controlar al equipo directivo de las empresas en las que participan (Gillan y Starks, 2003). En esta línea, Thomsen y Pedersen (2000) se refieren a los inversores institucionales como inversores especializados, cuyos objetivos se encuentran ligados a la creación de valor en las empresas¹⁴³. Todos estos aspectos empujan a Agrawal y Knoeber (1996) a considerar a los inversores institucionales como uno de los siete mecanismos de control al equipo directivo posibles en la empresa. Según los autores, y en línea con las ideas lanzadas previamente, estos inversores presentan incentivo suficiente para un control diligente al equipo directivo. El conjunto de estas consideraciones caen dentro de la hipótesis de control eficiente¹⁴⁴ lanzada por Pound (1988). Según el autor, los inversores institucionales presentan mayor conocimiento y experiencia que el resto de los inversores para controlar al equipo directivo. Por otra parte, cabe entender también la inversión institucional dentro del concepto de accionista de referencia lanzado por Schleifer y Vishny (1986) en su modelo de control eficiente al equipo directivo.

La comentada cada vez mayor presencia en el accionariado de las empresas de la inversión institucional¹⁴⁵, junto a la supuesta especialización de estos inversores, les convierte en firmes actores para superar los problemas de “free rider” inherentes a toda estructura de propiedad difusa. En este sentido, determinadas actuaciones llevadas a cabo por estos inversores, como propuestas de cambio realizadas al equipo directivo¹⁴⁶, ponen de manifiesto lo comentado anteriormente. En este sentido, se puede considerar

¹⁴³ “...they are relatively specialized as owners, ..., and their objectives can therefore be described as shareholder value and liquidity.” Thomsen y Pedersen (2000: 693)

¹⁴⁴ “Efficient-monitoring” en palabras del autor.

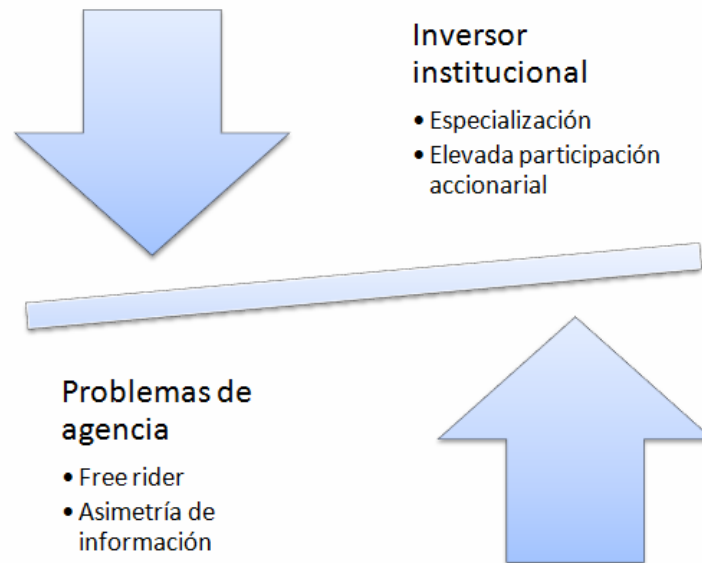
¹⁴⁵ Álvarez y Mendiáldea (2010) hablan de una nueva estructura de propiedad, donde el conjunto de los inversores institucionales presentan una elevada participación en el accionariado de las empresas, pero donde cada una de las entidades, siguiendo criterios de diversificación y liquidez, presenta un reducido peso dentro del accionariado.

¹⁴⁶ Se analizarán posteriormente dentro de las vías utilizadas por los inversores institucionales en su control al equipo directivo.

que el potencial beneficio derivado de un mayor control al equipo directivo supera con creces los costes incurridos en dicha actividad.

En la siguiente figura se trata de ilustrar las principales ideas comentadas previamente:

Figura 15: inversor institucional.



Fuente: elaboración propia.

Gillan y Starks (2003) establecen que los inversores institucionales tienen las siguientes tres vías de actuación cuando se encuentran descontentos con la actuación del equipo directivo¹⁴⁷:

- ✓ Venta de las acciones¹⁴⁸.
- ✓ Mantener la posición de accionista, mostrando su disconformidad a través de las vías disponibles al accionista para ello. Esta práctica se puede denominar como activismo.
- ✓ No hacer nada y mantenerse fiel al equipo directivo.

¹⁴⁷ Posible consecuencia de la existencia de costes de agencia en la empresa.

¹⁴⁸ "Vote with their feet" en palabras de los autores.

Estas opciones fueron previamente recogidas por Hirschman (1971) en su libro sobre análisis de procesos económicos. En un contexto totalmente distinto, el autor precisa que todo agente económico tiene tres posibles opciones en situación de deterioro de la actividad, salida, voz y lealtad¹⁴⁹. Estas opciones se pueden trasladar claramente a aquellas comentadas previamente para el contexto de los accionistas frente a su insatisfacción con el equipo directivo. La opción de salida sería la venta de acciones, la de voz el activismo y, por último, la lealtad el mantenerse fiel al equipo directivo.

2.2.3.2 Venta de las acciones

La venta de las acciones es una de las vías que tradicionalmente han utilizado los inversores institucionales para mostrar su descontento con la actuación del equipo directivo. Rubach y Seborá (2009) lo denominan como “*free-walking*”, es decir, salida del accionariado de la empresa sin incurrir en ningún coste de control al equipo directivo. El concepto de “la regla de Wall Street”¹⁵⁰ es utilizado también comúnmente en la literatura (Brickley et al, 1988; Eakins, 1995; Gillan y Starks, 2007; Helwege et al, 2011; Kahn y Winton, 1998; Parrino et al, 2003) para referirse a lo anterior.

A pesar de que la venta de acciones pueda parecer una forma de desentenderse de la realidad empresarial por parte de los inversores institucionales, Gillan y Starks (2003) sugieren que incluso a través de esta vía, dichos accionistas pueden influir en el gobierno corporativo de las empresas. En esta línea, Parrino et al (2003), identifican los

¹⁴⁹ Hirschman (1970), en su trabajo sobre la respuesta de los agentes participantes al deterioro en diversas organizaciones, establece que las organizaciones (en sentido amplio) se enfrentan a las siguientes situaciones en un escenario de deterioro de su actividad:

1. Pérdida de clientes y de miembros de la organización. Esta es la opción de salida (“*exit option*”). El equipo gestor se vería obligado a corregir la situación que ha provocado dichas salidas.
2. Los clientes o los miembros de la organización expresan su insatisfacción al equipo directivo directamente o al público en general. Esta es la opción de voz (“*voice option*”). En este caso también, el equipo gestor debería corregir las causas que han provocado dicha insatisfacción en clientes / miembros.
3. Los clientes o los miembros de la organización se mantienen dentro de ella con la esperanza de que la situación se resolverá en un futuro no muy lejano. Esta es la opción de lealtad (“*loyalty option*”).

¹⁵⁰ “*The Wall Street rule*”

siguientes efectos potenciales de una venta de acciones por parte de los inversores institucionales:

- ✓ La venta masiva de acciones puede provocar una caída significativa en la cotización del valor. Dicha caída provocaría el siguiente doble efecto en el equipo directivo:
 - Reducción en la riqueza individual, asumiendo que el equipo directivo mantiene cierta posición accionarial en la empresa.
 - Pérdida de status dentro del mercado laboral de directivos.
- ✓ Dicha venta puede considerarse como una señal negativa al resto de inversores¹⁵¹, provocando mayores ventas y una caída más pronunciada en la cotización del valor.
- ✓ La estructura accionarial de la empresa podría cambiar, dando entrada a inversores cortoplacistas (con independencia de su naturaleza institucional), con cierta miopía en sus tomas de decisión, en lugar de inversores institucionales con un enfoque más estructural¹⁵².

El concepto de visión cortoplacista de los inversores, tendentes a vender sus participaciones accionariales, introducida en este último punto, es objeto de cierto debate en el mundo académico. Además, por otra parte, Shleifer y Vishny (1990), en su modelo sobre una nueva teoría de la empresa, sugieren que los inversores, a nivel

¹⁵¹ Cabe encuadrar esta conclusión en la hipótesis de control eficiente de Pound (1988), es decir, si el resto de inversores asocia a los inversores institucionales con una mayor capacidad y conocimiento, la venta de acciones por parte de éstos sería tomado por el resto de accionistas como una señal negativa hacia los fundamentales de la empresa.

¹⁵² Al contrario de lo que pueda parecer, los inversores más activos son posiblemente los más pasivos cuando se trata de incurrir en prácticas de control al equipo directivo. En este sentido, un mayor peso de este tipo de inversores (enfoque cortoplacista en sus tomas de decisión) en el accionariado de una empresa, generaría una rotación en la composición accionarial de la empresa que pudiera acabar afectando en la actuación del equipo directivo.

general, tienden a invertir en activos a corto plazo¹⁵³. Dos son las razones principales que esgrimen dichos autores:

- ✓ Dado que el valor fundamental de un activo puede caer a lo largo del período de inversión, alterando por lo tanto las expectativas de beneficio, menor riesgo asumirán los inversores invirtiendo en activos donde la incertidumbre asociada a ellos tiende a desaparecer en un corto espacio de tiempo.
- ✓ Dado que la infravaloración de un activo puede empeorar antes de que desaparezca la incertidumbre sobre los fundamentales del mismo, el inversor se encontrará más cubierto de una venta inesperada en un activo a corto plazo, donde el período de inversión se reduce de manera considerable.

En dicho modelo, los autores sugieren que esta preferencia de los inversores por activos a corto plazo influye de manera destacada en la toma de decisiones por parte del equipo directivo. El posible impacto negativo en la cotización de las inversiones a largo plazo¹⁵⁴ genera temores en el equipo directivo sobre una posible operación corporativa que les reemplace de sus puestos (Morck et al, 1989). Ello motiva principalmente que los directivos se centren en proyectos a corto plazo, reduciendo la incertidumbre inherente a toda inversión. En esta línea, Graves y Waddock (1990), centrándose únicamente en los inversores institucionales, sugieren que la necesidad de obtención inmediata de resultados, característica atribuible, a su entender, a este tipo de inversores, se transmite al equipo directivo de las empresas^{155 156}.

¹⁵³ Los autores realizan una interesante distinción entre inversiones a corto / largo plazo y activos a corto / largo plazo. Según los autores, una inversión será a corto o largo plazo dependiendo de la proximidad o lejanía de los flujos de caja asociados a la misma. Respecto a la clasificación de un activo entre corto o largo plazo, ello depende del tiempo necesario para corregir la errónea valoración del mismo en un momento dado. Ello dependerá de cuán rápido puede desaparecer la incertidumbre asociada a los fundamentales de dicho activo. Un activo a largo plazo podría mantenerse infra o sobrevalorado durante un largo período de tiempo, mientras que un activo a corto plazo corregirá dicha desviación en un corto período de tiempo.

¹⁵⁴ La incertidumbre sobre los fundamentales de dicha inversión no es probable que se disipe en un corto período de tiempo, pudiéndose además mantener la infravaloración en el valor durante un largo período de tiempo.

¹⁵⁵ *“The “next quarter” mentality of investment fund managers is yet another instance of “managing by the numbers” rather than managing by understanding what is need to successfully compete in an industry”* Graves y Waddock (1990: 79).

En el ámbito empírico, y situando el análisis dentro del marco de la inversión institucional, Hansen y Hill (1991) y Kochhar y David (1996) contrastan las ideas comentadas anteriormente desde el lado teórico. Los primeros basan su análisis en la industria tecnológica de EE.UU. En dicho análisis encuentran que, al contrario de la opinión popular, la presencia accionarial de los inversores institucionales se encuentra asociada positivamente con los niveles de inversión en I+D. Este resultado rompe con lo sugerido en su modelo por Schleifer y Vishny (1990)¹⁵⁷ para el conjunto de los inversores. Kochhar y David (1996) realizan un estudio similar, analizando dentro de una muestra de empresas manufactureras estadounidenses, la relación entre la capacidad innovadora¹⁵⁸ de dichas empresas y la participación accionarial de los inversores institucionales¹⁵⁹. Los resultados obtenidos coinciden con los anteriores, rechazando la hipótesis de “miopía” en los inversores institucionales.

2.2.3.3 Activismo

El concepto de activismo se puede definir como el conjunto de iniciativas adoptadas por los accionistas que, motivados por el descontento en la gestión de la empresas por parte del equipo directivo, tratan de provocar cambios en la actuación de estos últimos sin tomar el control de la compañía (Gillan y Starks, 2007). Las prácticas más habituales de activismo son las siguientes:

- ✓ Desarrollo de propuestas para su discusión y posterior votación, si procede, en la junta general de accionistas.

¹⁵⁶ Estos autores llevan su argumentación al extremo de achacar a la comentada “miopía” de los inversores institucionales la pérdida de competitividad de la economía estadounidense, idea compartida entre otros por Porter (1992).

¹⁵⁷ La inversión en I+D cabe considerarse como un “activo” a largo plazo dentro de la empresa. La incertidumbre en el momento inicial sobre los potenciales resultados futuros son elevados, pudiéndose mantener además dicha incertidumbre durante un largo período de tiempo. El equipo directivo, conocedor de la escasa acogida de estas decisiones entre la comunidad inversora, evitaría las mismas en aras a defender la presencia de los inversores institucionales dentro del accionariado. En consecuencia, según el modelo de Schleifer y Vishny (1990), debería existir una relación negativa entre participación accionarial de los inversores institucionales e inversión en I+D.

¹⁵⁸ Medida a través del desarrollo de nuevos productos, en vez de la inversión en I+D como lo hicieron Hansen y Hill (1991).

¹⁵⁹ Una de las hipótesis plantea la diferencia entre los inversores resistentes y aquellos sensibles a la presión por parte del equipo directivo.

- ✓ Dialogo privado con el equipo directivo.
- ✓ Presión al equipo directivo a través de los medios de comunicación.

Ryan y Schneider (2002) sugieren que, centrándose en el caso de los inversores institucionales, el diálogo o negociación privada con el equipo directivo es la primera opción barajada, dejando como última opción formas públicas de activismo como los dos restantes comentados previamente. Estas opciones son consideradas hostiles por parte de los autores.

La práctica de activismo no se encuentra igualmente extendida a lo largo de todos los países, siendo su presencia especialmente importante en los países anglosajones. Los actores participantes en dichas prácticas de activismo han ido igualmente variando a lo largo de los años, muy en línea con el desarrollo de los mercados financieros. A modo de ejemplo, Gillan y Starks (2007), en su estudio sobre la evolución del activismo en los EE.UU., establecen que, a mediados del siglo pasado, fueron los inversores particulares los que comenzaron con dichas prácticas, tomando el relevo los inversores institucionales a finales de siglo. Hoy en día, nuevos participantes como los *hedge funds* y los fondos de capital riesgo, son los que predominan en este tipo de prácticas.

Ryan y Schneider (2002) han tratado de establecer un modelo que explique, dentro del ámbito de la inversión institucional, los factores que impulsan a dichos inversores a embarcarse en prácticas de activismo. Los autores se han centrado en definir las potenciales características propias de los inversores que puedan afectar en su práctica de activismo. Las características incluidas en el modelo son las siguientes:

- ✓ Tamaño del fondo: los autores defienden un mayor potencial de activismo en fondos de mayor tamaño. El argumento de las economías de escala es utilizado por los autores con los siguientes dos enfoques:
 - Mayor capacidad de control: los autores defienden que a mayor tamaño, los inversores institucionales presentarán mayores posibilidades de control al equipo directivo. En una línea similar, Black (1992), asociando el tamaño con la diversificación, defiende

también que las economías de escala provenientes del tamaño afectarán al activismo del inversor, facilitando el control de aspectos como la composición del consejo, la retribución salarial del equipo directivo, la eliminación de cláusulas anti OPA, etc. David et al (1998), por otra parte, sugieren que aquellos inversores de mayor tamaño desarrollarán una mayor habilidad en el control de equipo directivo por la interacción con el mayor número de compañías en su cartera de inversiones.

- Menor impacto de los costes de activismo. Los inversores institucionales se dedicarán a prácticas de activismo siempre y cuando el potencial beneficio a obtener de ellas sea superior a los costes a incurrir para llevar a cabo dichas actividades. En este sentido, las economías de escala provenientes de un mayor tamaño podrían ser determinantes a la hora de impulsar prácticas de activismo.
- ✓ Horizonte temporal de la inversión: los autores defienden que los inversores a largo plazo serán más propicios a embarcarse en prácticas de activismo. En esta línea, cabe entender del modelo de Schleifer y Vishny (1990) que, los inversores cortoplacistas, en sus inversiones en activos a corto plazo, venderán las acciones una vez haya desaparecido la incertidumbre respecto a sus fundamentales.
- ✓ Expectativas de rentabilidad: los autores defienden que aquellos inversores que combinan objetivos financieros con otros más sociales serán más proactivos en las tareas de activismo.
- ✓ Sensibilidad a la presión de los inversores: los autores utilizan la clasificación de inversores lanzada por Brickley et al (1988)¹⁶⁰. Defienden que aquellos inversores resistentes a la presión del equipo directivo desarrollarán prácticas de activismo de manera más habitual.

¹⁶⁰ Véase apartado de Tipo de inversores en el presente capítulo.

- ✓ Tamaño de la inversión. Los autores analizan este aspecto desde los siguientes dos aspectos:
 - Porcentaje en el accionariado de la empresa objetivo. Schleifer y Vishny (1986) defienden en su modelo las bondades de grandes bloques accionariales en tareas de control al equipo directivo¹⁶¹. En este sentido, una mayor participación accionarial debería de estar relacionado también con una mayor facilidad para emprender acciones de activismo hacia el equipo directivo.
 - Porcentaje interno de dicha participación sobre el patrimonio bajo gestión de los inversores institucionales. Los autores defienden que cuanto mayor sea el peso de la inversión en la empresa objeto de activismo dentro del patrimonio bajo gestión del inversor, mayor será el incentivo a embarcarse en prácticas de activismo.
- ✓ Porcentaje del patrimonio bajo gestión invertido en renta variable. La práctica de activismo se encuentra ligada a la naturaleza de accionista del inversor¹⁶², por lo que, lógicamente, un mayor peso de las inversiones en renta variable debería estar ligado a una mayor actividad de los inversores en prácticas de activismo¹⁶³.
- ✓ Restricciones legales. Aunque los autores centran su análisis en la legislación de EE.UU., donde ciertos tipos de inversores institucionales se encuentran bajo una restrictiva regulación¹⁶⁴, se puede trasladar al resto de países. El

¹⁶¹ El activismo, en cambio, queda fuera de su modelo, ya que, como se ha comentado al inicio del apartado, las prácticas de activismo no tienen como objeto formar parte del control de la empresa.

¹⁶² Retomando la definición lanzada al inicio del apartado: "El concepto de activismo se puede definir como el conjunto de iniciativas adoptadas por los accionistas que, motivados por el descontento en la gestión de la empresas por parte del equipo directivo, tratan de provocar cambios en la actuación de estos últimos sin tomar el control de la compañía (Gillan y Starks, 2007)."

¹⁶³ En el caso extremo de un inversor institucional especializado en inversiones de renta fija, la práctica de activismo sería nula, al menos de la manera en la que se entiende en este trabajo.

¹⁶⁴ ERISA: "Employee Retirement Income Security Act"

carácter fiduciario de la inversión institucional se refleja en la legislación que afecta a estos inversores.

- ✓ Tipo de plan de pensiones. Esto debe entenderse también dentro del marco de los planes de pensiones estadounidenses. Allí existen los siguientes dos tipos de planes de pensiones, distinción no habitual fuera del mercado anglosajón:
 - Planes de pensiones contributivas¹⁶⁵. En este caso, los asociados invierten en el plan según la contribución periódica establecida, asumiendo el riesgo de las inversiones realizadas por el plan.
 - Planes de pensiones con beneficio establecido para el inversor¹⁶⁶. En este caso, los asociados no asumen el riesgo de las inversiones del plan, los mismos tienen el beneficio asegurado en su jubilación, asumiendo el promotor del plan el riesgo de la posible descapitalización del plan. Los autores sugieren que este tipo de inversores tendrán mayores incentivos para desarrollar prácticas de activismo. El potencial beneficio a obtener del activismo serviría a estos inversores para capitalizar el plan.
- ✓ Inversión activa / pasiva. Los autores sugieren que los inversores pasivos tienden a embarcarse de manera más decidida en prácticas de activismo que aquellos más activos. Los inversores pasivos, en muchos casos indexados a un determinado índice de referencia, se encuentran “atrapados” en la empresa mientras ésta siga perteneciendo al comentado índice de referencia. En ese caso, al no poder vender las acciones, los inversores podrían tener suficiente incentivo para embarcarse en prácticas de activismo.
- ✓ Gestión interna o externa (subcontratada). Los autores defienden que los gestores externos guardan una mayor relación con prácticas de activismo. En la misma línea, Del Guercio y Hawkins (1999) sugieren también que de esta

¹⁶⁵ “*Defined contribution*”

¹⁶⁶ “*Defined benefit*”

manera se evitan los posibles conflictos de interés que el sponsor del plan pueda tener.

- ✓ Uso de los derechos de voto asociados a la condición de accionista de una empresa. Esta es una característica que debe entenderse también dentro del marco estadounidense. Los autores defienden que aquellos inversores que no delegan la decisión sobre el uso de los derechos de voto guardarán mayor relación con el desarrollo de prácticas de activismo.

Rubach y Seborá (2009) realizan un análisis empírico sobre el modelo anterior de Ryan y Schneider (2002). Los autores llegan a la conclusión de que el tamaño y el horizonte temporal de la inversión son los factores principales que explican el uso de prácticas de activismo por parte de los inversores institucionales. Dharwadkar et al (2008), en línea con los autores anteriores, concluyen también que las características propias de los inversores institucionales juegan un papel determinante en el desarrollo de prácticas de activismo. Los autores analizan cuatro tipos de factores, léase, número de empresas en cartera, importancia de exposición accionarial de la empresa objetivo, rotación de la cartera y bloque accionariales existentes. El análisis empírico realizado muestra la importancia del conjunto de factores presentados.

Continuando con los autores que desde el lado teórico tratan de explicar el desarrollo de las prácticas de activismo, Admati et al (1994), en su modelo sobre activismo de los inversores institucionales, sugieren que, en equilibrio, a pesar de la existencia de problemas de “*free-rider*”, existe control sobre el equipo directivo por parte de grandes inversores institucionales. Parecidas conclusiones alcanza Noe (2002), aunque en su caso, también sugiere que, en caso de elegir el desarrollo de prácticas de activismo, aquellos inversores de menor tamaño son los más agresivos en dicha práctica¹⁶⁷.

Admati y Pfleiderer (2009), en un enfoque distinto, relacionan las dos opciones de salida y voz. Según el modelo desarrollado por los autores, la amenaza de salida por parte de los accionistas podría ser una variante eficaz de práctica de activismo frente a

¹⁶⁷ Aunque es menos probable la elección de practicar activismo en este tipo de inversores.

la insatisfactoria gestión del equipo directivo (costes de agencia derivados de la toma de decisiones contrarias a la maximización de valor de la empresa)¹⁶⁸.

Las características propias del modelo de Ryan y Schneider (2002) tratadas anteriormente, no son los únicos factores que explican la tendencia a embarcarse en prácticas de activismo por parte de los inversores institucionales. La liquidez del valor en el mercado bursátil es posiblemente uno de los factores más analizados dentro de la literatura existente (Gillan y Starks, 2003). Existen dos enfoques completamente distintos en la literatura dentro del análisis de la relación entre el control al equipo directivo (práctica de activismo) y la liquidez de la posición accionarial mantenida. Los enfoques, junto a sus principales autores, son los siguientes:

- ✓ Incompatibilidad entre el desarrollo de prácticas de activismo y el mantenimiento de la liquidez necesaria de la posición accionarial mantenida. Los principales autores dentro de esta corriente teórica son los siguientes:

- Coffee (1991): el autor defiende que, en determinados inversores institucionales, las posiciones de control son inaceptables si ello supone una pérdida de liquidez de dicha posición accionarial. Claro ejemplo de ello son los fondos de inversión, cuya naturaleza de vehículos abiertos¹⁶⁹, impide a los mismos comprometerse en prácticas de activismo, bien derivado de una mayor posición accionarial, bien derivado de una relación más cercana con el equipo directivo. En estos casos, el autor sugiere que la preservación de la máxima liquidez posible debería ser el principal objetivo de los gestores de los fondos de inversión. Éstos situarían al fondo de inversión como un accionista de perfil bajo, evitando en todo momento poner en riesgo la liquidez de la inversión mantenida en el valor, con el fin de poder salirse del mismo en caso de discrepancia con el equipo directivo. El autor sugiere que, dentro del modelo de

¹⁶⁸ Los autores incluyen también en su modelo un segundo tipo de coste de agencia, aquel derivado de la toma de decisiones favorables al accionista pero costosas para el propio equipo directivo. En este caso, la amenaza de salida exacerbaría los citados costes de agencia.

¹⁶⁹ Los partícipes pueden entrar y salir al valor liquidativo de cada momento.

empresa con propiedad difusa anticipada por Berle y Means (1932), los accionistas compran liquidez a costa de control¹⁷⁰.

- Bhide (1994): el autor defiende que la regulación existente en los EE.UU. ha conseguido incrementar de manera importante la liquidez existente en el mercado, pero a costa de una estructura de capital difusa que desincentiva la práctica de activismo por parte de los inversores¹⁷¹. La liquidez existente en los mercados permite a los inversores institucionales vender las posiciones no deseadas sin tener que incurrir en costes de control al equipo directivo¹⁷².
- ✓ Complementariedad entre la liquidez de mercado y el activismo de los accionistas. Los autores principales dentro de esta corriente son los siguientes:
 - Maug (1998): el autor, al contrario de las teorías anteriores, sugiere que no existe incompatibilidad alguna entre la liquidez del mercado y el desarrollo de prácticas de control al equipo directivo. El autor indica, rompiendo las tesis anteriores, que actualmente coexisten una liquidez cada vez mayor en los mercados, junto a la existencia de un número también cada vez mayor de inversores institucionales embarcándose en prácticas de activismo. El autor, en el desarrollo de su modelo, llega a la conclusión de que una mayor liquidez en el mercado incentiva a los inversores institucionales a embarcarse en prácticas de activismo. El modelo establece que el inversor institucional presenta las siguientes dos fuentes de rentabilidad:

¹⁷⁰ “...the famous generalization of Berle and Means that...public corporation produced the separation of ownership and control can be translated...public shareholders...purchased liquidity at the cost of control (Coffee, 1991:252)”.

¹⁷¹ “Instead of yielding long-term shareholders who concentrate their holdings in a few companies, where they provide informed oversight and counsel, the laws promote diffused, arm’s-length stockholding. (Bhide, 1994:131)”

¹⁷² “But a liquid market allows investors to sell out quickly – at under a nickel a share in commissions! In economist Albert Hirschman’s terms, investors prefer a cheap “exit” to an expensive “voice”. (Bhide, 1994:132)”

- *Trading* a costa de los pequeños inversores, menos informados que el inversor institucional.
- Ganancias de capital de su posición inicial.

El modelo establece que, en equilibrio, el incentivo de los inversores institucionales para embarcarse en prácticas de activismo, viene de la posibilidad de obtener un beneficio adicional comprando más acciones a un precio que todavía no haya reflejado las mejoras provenientes de un mayor control al equipo directivo por parte de dichos inversores. Lógicamente, cuanto más líquido sea el mercado, mayor será la posibilidad de beneficiarse mediante el *trading* de acciones.

- Kahn y Winton (1998): los autores, en línea con los postulados de Maug (1998), establecen también que el incentivo de los inversores institucionales a intervenir en el control al equipo directivo proviene del potencial beneficio a obtener tanto mediante el *trading* con nuevas acciones como por el incremento de valor de la posición accionarial mantenida. Al igual que en el modelo anterior, en éste la liquidez también se encuentra asociada con un mayor desarrollo de prácticas de activismo. En ese sentido, cuanto mayor sea la liquidez de mercado, mayor será el potencial beneficio a obtener de una intervención en el control al equipo directivo de la empresa.

A nivel empírico, varios estudios han sido realizados en torno a las prácticas de activismo de los inversores institucionales. Dichos estudios, prácticamente en su totalidad se encuentran basados en EE.UU.

Smith (1996) analiza la actividad desarrollada por uno de los inversores institucionales más activos en estas prácticas en el mundo, CalPERS¹⁷³. En su estudio, el autor analiza el efecto de las propuestas lanzadas por el citado inversor a las empresas participadas. El autor establece que el 72% de las empresas afectadas o bien adoptan las

¹⁷³ *California Public Employees' Retirement System*

propuestas lanzadas por el inversor o bien llegan a un determinado acuerdo con el mismo, resultando todo ello en una positiva evolución bursátil del valor. De la misma manera, en caso contrario, es decir, de rechazo a las propuestas lanzadas por el inversor, la evolución bursátil resulta negativa. En cambio, el autor no encuentra evidencia estadística sobre una posible mejoría en el rendimiento operativo de las empresas afectadas.

Wahal (1996) realiza un estudio similar pero incluyendo mayor número de inversores institucionales. El autor, en su trabajo, analiza las prácticas de activismo de nueve de los inversores más activos en los EE.UU.¹⁷⁴. Al igual que en el caso de Smith (1996), los resultados obtenidos indican que una parte importante de las empresas objeto de prácticas de activismo por parte de los citados inversores institucionales adoptan las propuestas sugeridas por dichos inversores. El autor, en cambio, no encuentra evidencia estadística sobre un superior comportamiento bursátil de dichas compañías. Respecto al rendimiento operativo de las empresas afectadas, al igual que Smith (1996), tampoco encuentra evidencia estadística que demuestre una sustancial mejoría como consecuencia de los cambios adoptados en respuesta a las propuestas lanzadas por dichos inversores. Esto es, el autor cuestiona la eficacia del activismo realizado por los planes de pensiones.

Del Guercio y Hawkins (1999) analizan también las prácticas de activismo de los planes de pensiones en los EE.UU. En este caso, los autores se centran en cinco de los principales fondos estadounidenses¹⁷⁵. Los resultados obtenidos son muy similares a los de Wahal (1996)¹⁷⁶. Los autores confirman que las empresas objeto de prácticas de

¹⁷⁴ *California Public Employees' Retirement System, California State Teachers Retirement System, Colorado Public Employee Retirement System, New York City Pension System, Pennsylvania Public School Employee Retirement System, Wisconsin Investment Board, College Retirement Equities Fund, Florida State Board of Administration y New York State Common Retirement System.*

¹⁷⁵ *California Public Employees' Retirement System, California State Teachers Retirement System, Wisconsin Investment Board, College Retirement Equities Fund y New York State Common Retirement System.*

¹⁷⁶ Aunque la metodología utilizada difiera, el hecho de que ambos trabajos se basen en el mismo período de tiempo, 1987-1993, y de que los inversores analizados por Del Guercio y Hawkins (1999) se encuentren también en la selección analizada por Wahal (1996), podrían explicar la casi plena coincidencia en las conclusiones.

activismo efectivamente alteran su comportamiento en la gran mayoría de los casos, en cambio, ello no implica ni un mejor comportamiento bursátil ni un mayor rendimiento operativo en dichas empresas. Como aspecto novedoso, y consecuencia de la inclusión, en la parte metodológica del trabajo, de entrevistas a responsables de dichos planes de pensiones, los autores sugieren que la maximización de valor es el único objetivo que empuja a dichos inversores a embarcarse en prácticas de activismo.

Woidtke (2002), en cambio, difiere sobremanera de dicha última conclusión lanzada por Del Guercio y Hawkins (1999). El autor, en su estudio sobre el efecto de las prácticas de activismo de los planes de pensiones estadounidenses, encuentra diferencias importantes entre aquellos de carácter privado y aquellos de carácter público. Los primeros, actúan efectivamente por la motivación de la maximización de valor de la empresa objeto de su actividad. Los segundos, en cambio, se mueven principalmente por razones políticas y sociales, existiendo, por lo tanto, una relación negativa entre la presencia accionarial de estos inversores y el valor de la empresa participada medida por el ratio Q de Tobin.

En un estudio más general en cuanto a los inversores analizados, Gillan y Starks (2000), en su trabajo sobre el rol de los inversores institucionales en las prácticas de activismo, encuentran diferencias en el efecto de las propuestas lanzadas por dicho tipo de inversores y aquellos individuales. Los autores, en línea con las conclusiones obtenidas por Wahal (1996) y Del Guercio y Hawkins (1999), establecen que las propuestas originadas por los inversores institucionales presentan una amplia aceptación, pero sin implicar, como consecuencia de ello, un mejor comportamiento bursátil de las empresas afectadas.

Campbell et al (2012), por otra parte, analizan la influencia de los accionistas en la composición del consejo de administración, dentro de un enfoque teórico de primacía del “stakeholder”¹⁷⁷ frente al clásico enfoque de agencia donde el accionista desempeña el papel único de principal. Según los autores, el activismo en la citada designación de consejeros presenta un efecto positivo en el valor de aquellas empresas con una propiedad difusa.

¹⁷⁷ “*Director primacy model*”, véase Lan y Heracleous (2010) para más detalle.

Agrawal y Mandelker (1992) enfocan su estudio en el caso concreto de las cláusulas anti OPA existentes en las empresas. Según la literatura existente, dichas cláusulas son establecidas por el equipo directivo para defenderse ante posibles OPAs futuras, siendo, por ese lado, negativas para los accionistas existentes. Los autores encuentran evidencia estadística en la relación positiva existente entre la presencia accionarial de inversores institucionales y el positivo comportamiento bursátil tras la aprobación de una enmienda a dicha cláusula anti OPA.

Ruiz-Mallorquí y Santana-Martín (2009) realizan un estudio similar al anterior aplicado a empresas españolas. Las conclusiones obtenidas difieren sobremanera a las obtenidas por Agrawal y Mandelker (1992). Los autores separan a los inversores institucionales según la clasificación realizada por Brickley et al (1988) y establecen que, la banca, dentro del grupo de inversores susceptibles a la presión por parte del equipo directivo, favorece la adopción de medidas anti OPA en las empresas que participa. Dicha relación disminuye con el incremento de la concentración de propiedad. El aspecto más interesante del estudio radica en que la presencia accionarial de los fondos de inversión, pertenecientes al grupo de inversores resistentes a la presión, también se asocia de manera positiva con la probabilidad de adopción de medidas defensivas por parte del equipo directivo.

Continuando con los estudios fuera de los EE.UU., Nordén y Strand (2011), en su estudio basado en empresas suecas, defienden que los inversores institucionales realizan prácticas de activismo en beneficio propio, no tanto con el objetivo de mejorar el rendimiento de las empresas objeto de prácticas de activismo. Los resultados obtenidos se encuentran en dicha línea, relacionando las prácticas de activismo, no con empresas con escaso rendimiento, sino con grandes empresas con amplia presencia en los medios de comunicación.

Por último, dentro de los estudios empíricos en torno al activismo de los inversores institucionales, Bobillo et al (2009) establecen un modelo donde analizan los efectos de las prácticas de activismo de dichos inversores en las políticas de inversión de las empresas. Dichas políticas son relacionadas con dos tipos de variables distintos, por un lado las variables financieras (flujo de caja y ratio de liquidez) y por otro las

variables de mercado (concentración de propiedad e índice de generación de valor¹⁷⁸). El análisis empírico es realizado sobre una muestra de empresas de los principales países europeos¹⁷⁹ durante el período 1995-2004. Los resultados empíricos muestran que el activismo de los inversores afectan de manera importante las políticas de inversión del equipo directivo.

El siguiente cuadro muestra los aspectos técnicos más relevantes de los trabajos presentados anteriormente.

Cuadro 6: estudios empíricos en torno al activismo de los inversores institucionales.

| Autor | Muestra | Técnica estadística | Resultados |
|------------------------------|---|-----------------------|---|
| Smith (1996) | 51 empresas americanas afectadas por la actuación del plan de pensiones CalPERS en el período 1987-1993 | Diferencia de medias | Las prácticas de activismo se realizan sobre empresas con una pobre evolución bursátil y elevada participación accionarial de la inversión institucional. Los resultados de dichas prácticas dependen de los objetivos marcados y no se puede rechazar la hipótesis nula de efecto negativo en el rendimiento contable. |
| Wahal (1996) | 356 actuaciones realizadas por los nueve mayores planes de pensiones americanos en 146 empresas a lo largo del período 1987-1993 | Regresión lineal OLS | Los resultados obtenidos no muestran un rendimiento extraordinario (bursátil o contable) en las empresas analizadas ni en el período de prácticas de activismo ni en períodos posteriores. |
| Del Guercio y Hawkins (1999) | 266 actuaciones realizadas por cinco de los mayores planes de pensiones americanos en 125 empresas a lo largo del período 1987-1993 | Diferencia de medias | Las prácticas de activismo se encuentran relacionadas con mayores actividades de gobierno corporativo. No se encuentra evidencia empírica sobre impacto positivo ni en el rendimiento bursátil ni en el contable. Las prácticas de activismo de dichos planes de pensiones son consistentes con un objetivo de maximización de valor. |
| Woidtke (2002) | 359 empresas pertenecientes a la base de datos Fortune 500. Período de estudio 1989-1993 | Regresión lineal 2SLS | El efecto de la participación accionarial de los planes de pensiones en el valor de las empresas analizadas difiere de su carácter público / privado. Así, la actividad de los planes públicos gira en torno a otros objetivos distintos al de la maximización de valor de las empresas participadas. |

¹⁷⁸ “Value creation index (VCI)” en palabras de los autores. $VCI_{it} = \frac{M_{it} / B_{it}}{ROE_{it} / k_{it}}$, donde el denominador es el cociente entre la capitalización y el valor en libros del capital, mientras que el numerador es el cociente entre el ROE y el coste de capital de la empresa.

¹⁷⁹ Reino Unido, Alemania, Francia, Dinamarca y España.

Continúa el cuadro 6:

| | | | |
|--|---|---|---|
| Ruiz-Mallorquí y Santana-Martín (2009) | 108 empresas españolas, período de estudio 1996-2006 | Regresión lineal en dos fases, <i>probit</i> y <i>poisson</i> | Los autores analizan los mecanismos de defensa ante potencial actividad corporativa. La participación accionarial de la banca y de los inversores institucionales incrementa el nivel de defensa, aunque en el caso de estos últimos, la relación no es lineal. |
| Bobillo et al (2009) | 3.535 empresas europeas, período de estudio 1995-2004 | Panel de datos, modelo GMM | La práctica de activismo afecta a las decisiones de inversión de las empresas analizadas. Dicha inversión se analiza desde el lado del comportamiento del equipo directivo hacia el flujo de caja o la información asimétrica y desde el lado de factores de mercado como la creación de valor. |
| Nordén y Strand (2011) | 386 empresas suecas, período de estudio 2004-2005 | Regresión lineal, modelo <i>probit</i> | Los inversores institucionales enfocan sus prácticas de activismo desde el lado del beneficio propio (presencia en los medios, por ejemplo). |

Fuente: elaboración propia.

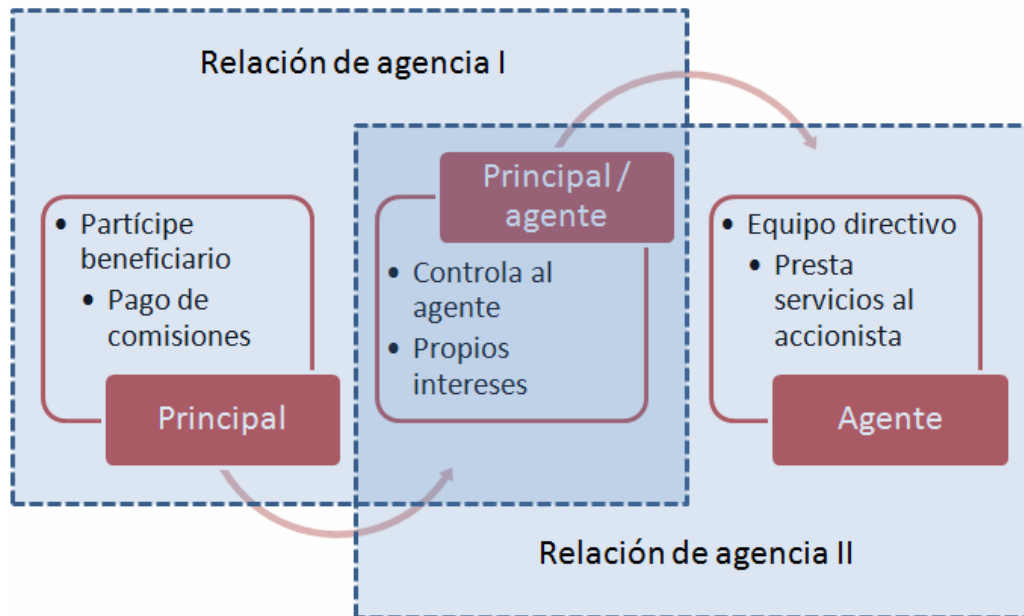
2.2.3.4 Lealtad con el equipo directivo

Gillan y Starks (2003) establecen también, tal como se ha comentado previamente, una tercera opción para aquellos accionistas descontentos con la labor del equipo directivo, la de no hacer nada, o dicho de otra manera, mantenerse fiel a la dirección de la empresa. Esta opción se aleja del carácter de inversor especializado del inversor institucional que se ha defendido hasta el momento¹⁸⁰. Schneider (2000), partiendo del carácter fiduciario inherente a la inversión institucional, establece un modelo específico de relación de agencia para los inversores institucionales¹⁸¹ que bien podría explicar la opción de lealtad al equipo directivo comentada anteriormente. La siguiente figura ilustra de manera gráfica el citado modelo:

¹⁸⁰ Véase por ejemplo los objetivos que fijan para los inversores institucionales Álvarez y Mendiáldea (2010).

¹⁸¹ Denominado como “*Nexus Agency Model*” por la autora.

Figura 16: modelo de agencia de los inversores institucionales (Schneider, 2000).



Fuente: elaboración propia.

El modelo establece una doble relación de agencia en torno a los inversores institucionales. En primer lugar, se encontraría la relación de agencia que se ha tratado a lo largo de este trabajo, es decir, aquél derivado de la condición de accionista del inversor institucional (Relación de agencia II en la figura anterior). En segundo lugar, se encontraría la relación de agencia inherente al carácter fiduciario del inversor institucional (Relación de agencia I en la figura anterior). La autora sugiere en su modelo que el uso de intermediarios¹⁸² introduce una fuente adicional de costes de agencia. Ingley y Van der Walt (2004) analizan también los conflictos de interés que subyacen de dicha doble relación de agencia, reseñando las dificultades de la inversión institucional para cumplir con su papel de mecanismo eficiente de control al equipo directivo. En esta línea, Black (1992) concluye que la introducción de inversores institucionales supone situar a un agente controlando a otro agente¹⁸³. Al igual que

¹⁸² Se puede calificar al inversor institucional como un intermediario entre el inversor particular y la empresa necesitada de financiación (capital en este caso).

¹⁸³ “Agents watching agents” en palabras del autor.

Schneider (2000) establece dos relaciones de agencia, Black (1992) establece dos tipos de agentes, agente de primer orden que se dedica a gestionar el patrimonio de los inversores finales (agente de la relación I del modelo de Schneider, 2000), y agente de segundo orden que se dedica a gestionar las empresas en las cuales participan los inversores institucionales (agente de la relación II del modelo de Schneider, 2000)¹⁸⁴. La mayor complejidad que añade la inversión institucional en el marco del gobierno corporativo de las empresas es analizada también por Gorton y Kahl (1999). Estos autores sugieren que los inversores institucionales son agentes imperfectos de control al equipo directivo por sus propios conflictos de interés. A pesar de ello, debido a la escasez de inversores libres de propios costes de agencia¹⁸⁵, admiten la importancia de la presencia de los inversores institucionales que, a pesar de su imperfección, se encuentran capacitados para llevar a cabo el control al equipo directivo.

Retomando el modelo de doble relación de agencia de Schneider (2000), el intento de solventar los problemas de agencia de la relación I (conflictos de interés internos del propio inversor institucional) podría llevar a condicionar de manera importante la labor de principal del inversor institucional en la relación II (aquella derivada de la condición de accionista), poniendo en duda la capacidad y eficiencia comentada previamente¹⁸⁶. Los costes de agencia de la relación I se podrían minorar de las siguientes vías:

- ✓ Política retributiva de los gestores dentro de los inversores institucionales. Las prácticas habituales de alinear los intereses en la relación de agencia dentro de los inversores institucionales consisten en ligar parte de la retribución salarial a la rentabilidad obtenida por el vehículo gestionado, bien en términos absolutos, bien en términos relativos frente a un determinado

¹⁸⁴ “*Institutional voice involves principals (whom I will call "investors" or "beneficiaries") hiring a first-tier set of agents (money managers) to watch a second-tier set of agents (corporate managers)*”. Black (1992:850)

¹⁸⁵ “*If these rich investors do not have enough such “agency cost-free” capital to control all corporations, then agency cost-free capital is a scarce resource*”. Gorton y Kahl (1999:1)

¹⁸⁶ Especialmente en el apartado dedicado a las prácticas de activismo por parte de los inversores institucionales.

índice de referencia¹⁸⁷. Esta política retributiva podría servir, efectivamente, para alinear los intereses entre beneficiarios finales y gestores dentro de la relación de agencia propia de la inversión institucional, en cambio, podría exacerbar los costes de agencia de la relación II en el modelo de Schneider (2000). Rose (2007) sugiere que la principal consecuencia de ello es la miopía del inversor institucional en su papel de principal/accionista, aspecto tratado también por Graves y Waddock (1990). Las consecuencias de la visión cortoplacista de los inversores institucionales en el equipo directivo de las empresas participadas ha sido tratada previamente en este trabajo¹⁸⁸.

- ✓ Regulación: el carácter fiduciario inherente al inversor institucional ha generado un desarrollo importante de la regulación existente con el objeto de proteger los intereses del inversor/beneficiario final. La reducción de costes de agencia dentro del propio inversor institucional obtenida a través de esta vía, genera en cambio limitaciones para el papel de principal del citado inversor en las empresas participadas. Bhide (1994), tal como se ha comentado previamente, establece que la regulación desempeña en el inversor institucional un papel desincentivador para el desarrollo de prácticas de control al equipo directivo. Ryan y Schneider (2002) incluyen también la regulación como uno de los factores que explican la propensión de un determinado inversor institucional a embarcarse en prácticas de activismo¹⁸⁹. La diversificación exigida a la mayoría de los inversores institucionales¹⁹⁰ es otro factor que dificulta la labor de principal de estos inversores.

- ✓ Fijación de las políticas de inversión al inversor institucional: el objetivo de seguimiento a un determinado índice es una alternativa habitual de alinear

¹⁸⁷ El índice Ibex35, por ejemplo, en un fondo de renta variable española.

¹⁸⁸ Véase el desarrollo de la opción de venta de acciones (Gillan y Starks, 2003).

¹⁸⁹ Las prácticas de activismo se sitúan dentro del papel de principal en la relación de agencia II del modelo de Schneider (2000).

¹⁹⁰ La regulación española de las Instituciones de Inversión colectiva por ejemplo limita al 5% del patrimonio de la IIC la exposición máxima a un determinado valor, límite ampliable al 10% en caso de que la suma de todas aquellas partidas que superen el 5% no supere el 40% del patrimonio.

los intereses de los beneficiarios finales con los gestores del vehículo de inversión. En cambio, ello podría afectar negativamente a la relación de agencia II del modelo de Schneider (2000). En este escenario, el inversor institucional, asumiendo la eficiencia del mercado y, en consecuencia, las bondades de estar invertido en él a través de un índice representativo, carecería de incentivo alguno para embarcarse en prácticas de control al equipo directivo que pudieran reducir los costes de agencia derivados de dicha relación (Rose, 2007).

2.2.3.5 Trabajos empíricos

En este apartado, se abordarán diversos trabajos empíricos que se han desarrollado en torno a la inversión institucional y su efecto sobre diferentes variables de la empresa, completando la revisión de estudios empíricos presentada anteriormente en el caso concreto del efecto de las prácticas de activismo. Dichos trabajos se pueden clasificar en dos grupos principales, uno que aglutinaría aquellos trabajos que analizan la relación entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y su efecto en diversas medidas del rendimiento de la empresa, y otro que englobaría aquellos trabajos que enfocan su análisis en la relación entre la citada presencia accionarial de los inversores institucionales y la política retributiva de las empresas. Todos los artículos analizados se pueden situar dentro de un marco general que respondería a la teoría de control eficiente de Pound (1988), por lo que, el objetivo general de todos ellos sería el de buscar evidencia empírica, cada artículo siguiendo una determinada metodología, que respalde la potencial capacidad de los inversores institucionales para controlar al equipo directivo. Agrawal y Knoeber (1996), en efecto, consideran, tal como se ha comentado previamente, a los inversores institucionales como uno de los potenciales mecanismos de control al equipo directivo. En cambio, los autores no encuentran evidencia empírica para apoyar una relación positiva entre la presencia accionarial de dichos inversores y el rendimiento de la empresa medido a través de la Q de Tobin.

Chaganti y Damanpour (1991)¹⁹¹, en línea con el marco general que se ha citado anteriormente, plantean la hipótesis de efecto positivo en el rendimiento de la empresa

¹⁹¹ En el lado teórico, estos autores también realizan una interesante aportación. Chaganti y Damanpour (1991) aplican la teoría de las dos dimensiones de propiedad de Mintzberg (1983). Según este autor, las

de la presencia accionarial de los inversores institucionales. En este caso, los autores sí encuentran evidencia empírica en la relación positiva entre dicha participación accionarial y el ROE de las empresas estadounidenses analizadas durante el período 1983-85.

Clay (2002), en su trabajo basado también en empresas estadounidenses, encuentran también evidencia empírica sobre la hipótesis planteada de relación positiva entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el valor de la empresa medida por el ratio Q de Tobin¹⁹². El período de análisis va de 1988 a 1999 en este caso.

Cornett et al (2007), dentro del grupo de artículos enfocados en la relación entre inversores institucionales y el rendimiento de la empresa, utilizan el rendimiento operativo como variable independiente. Los autores calculan el rendimiento operativo como la rentabilidad del flujo de caja operativo sobre los activos de la empresa¹⁹³. Esta forma de cálculo elimina el efecto del endeudamiento. De todas formas, el aspecto destacable radica en el ajuste que realizan en dicho rendimiento operativo, comparándolo con la media del sector. De esta manera, se elimina todo efecto que pudiera provenir de la pertenencia a un determinado sector. Otro de los aspectos destacables del trabajo se encuentra en la distinción que realizan los autores entre inversores sensibles a la presión del equipo directivo y aquellos resistentes a dicha presión, tal como se ha mencionado al inicio del presente capítulo. La evidencia empírica confirma el planteamiento de los autores de una relación positiva entre la participación accionarial. Esta distinción se traslada al modelo empírico a estimar desde el lado de las siguientes variables dependientes a utilizar:

- ✓ Participación accionarial total de los inversores institucionales.

dos dimensiones que explican la propiedad son el grado de implicación y el nivel de concentración de la propiedad. Combinando ambas dimensiones, Chaganti y Damanpour (1991) distinguen los siguientes cuatro tipos de propiedad: disperso – no implicado, concentrado – no implicado, disperso – implicado, concentrado – implicado.

¹⁹² Se realiza una aproximación de su cálculo, dividiendo la suma del valor contable del activo más la capitalización de la empresa menos la suma del valor contable del capital y los impuestos a pagar entre el valor contable del activo.

¹⁹³ EBITDA / Total activos, donde EBITDA = *Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*.

- ✓ Número de inversores institucionales resistentes a la presión del equipo directivo.
- ✓ Número de inversores institucionales susceptibles de presión por parte del equipo directivo.

La evidencia empírica confirma la hipótesis planteada de relación positiva entre participación accionarial de los inversores institucionales y rendimiento operativo de la empresa. Por el lado del número de inversores, únicamente presenta validez estadística la relación positiva entre número de inversores resistentes a la presión del equipo directivo y el rendimiento operativo de las empresas analizadas. Al igual que los análisis anteriores, este trabajo también se realiza sobre empresas estadounidenses. El período analizado va desde 1993 hasta el año 2000.

Yuan et al (2008), comparten con Cornett et al (2007) el uso del rendimiento operativo como variable dependiente¹⁹⁴, así como el ajuste por sector de dicha variable, eliminado de esta manera cualquier efecto que pudiera venir por la mera pertenencia de una determinada empresa a un determinado sector de actividad. Los autores, dentro del abanico de inversores institucionales existente, centran su atención en los fondos de inversión, planteando la hipótesis de efecto positivo de su presencia accionarial en el rendimiento de las empresas analizadas, en línea con los planteamientos comentados en los trabajos anteriores. Los autores encuentran evidencia empírica suficiente para apoyar la hipótesis planteada, añadiendo un trabajo más al grupo de “defensa” del destacado papel de la inversión institucional en el gobierno corporativo de las empresas. El análisis de estos autores se basa en empresas chinas, siendo el período objeto de estudio el comprendido entre el 2001 y el 2005. El ámbito geográfico es un aspecto a destacar en este artículo, principalmente por dos factores, uno, por la importancia cada vez mayor de la economía y de los mercados financieros chinos en el ámbito global, y dos, por la escasa presencia de artículos basados en empresas no estadounidenses.

Continuando con los artículos basados fuera de los EE.UU., Thomsen y Pedersen (2000)¹⁹⁵, en su interesante trabajo de análisis de la propiedad tanto desde el

¹⁹⁴ En este caso, completado por el uso también de la Q de Tobin.

¹⁹⁵ Artículo ya citado en varios apartados de este trabajo.

lado de la propiedad como desde el lado de la identidad del accionista principal, plantean la hipótesis de que, entre los diversos tipos de accionistas analizados¹⁹⁶, el inversor institucional es el que presenta una mayor relación positiva con la creación de valor¹⁹⁷ en la empresa participada. La evidencia empírica, en cambio, muestra que la presencia accionarial de la banca tiene un mayor efecto positivo en ambas medidas de valor comentadas. Este resultado no se encuentra en línea con los hallazgos de Cornett et al (2007), donde destacaron la superioridad de los inversores resistentes a la presión del equipo directivo frente a aquellos, como la banca, susceptibles de dicha presión. Las empresas analizadas pertenecen a los principales países europeos¹⁹⁸, siendo el período de análisis el comprendido entre 1990 y 1995.

Battacharya y Graham (2007) también enfocan su trabajo en empresas europeas, en concreto, empresas finlandesas. El aspecto novedoso de su trabajo radica en el análisis de causalidad que realizan entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el ratio Q de Tobin como medidor del rendimiento de las empresas analizadas. Dicho análisis es realizado mediante la técnica estadística de 3SLS¹⁹⁹. Los principales resultados alcanzados son los siguientes:

- ✓ Existe una relación negativa entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el ratio Q de Tobin de las empresas analizadas. Los autores concluyen que el conjunto de los inversores institucionales podrían catalogarse dentro del grupo de inversores susceptibles a la presión del equipo directivo, en el sentido de la ineficacia de su presencia accionarial desde el lado del gobierno corporativo de la empresa.
- ✓ El rendimiento de las empresas tampoco es un buen indicador de la presencia accionarial de los inversores institucionales, existiendo también una relación

¹⁹⁶ Banca, familia, Estado, inversor institucional y empresa no financiera.

¹⁹⁷ Medida a través del ROA (rendimiento operativo) y del ratio de capitalización sobre valor en libros del capital.

¹⁹⁸ Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Reino Unido, Italia, Holanda, Noruega, España y Suecia.

¹⁹⁹ *3 stages least square*.

negativa entre ambas variables, si bien, dicha relación es inferior a la comentada previamente.

Continuando con los artículos “europeos”, Rose (2007) enfoca su trabajo en el análisis del efecto de los inversores institucionales en el rendimiento de las empresas danesas medido a través del ratio Q de Tobin. Para ello, analiza una muestra de empresas cotizadas a lo largo del período 1998-2001. Al igual que Battacharya y Graham (2007), este autor utiliza también en su análisis empírico la técnica estadística de 3SLS. El autor alcanza interesantes resultados, destacando los siguientes:

- ✓ A nivel agregado, la presencia accionarial de los inversores institucionales no tiene efecto alguno en el rendimiento de las empresas participadas. En este aspecto, se aleja de las conclusiones obtenidas por los artículos “estadounidenses” y por Yuan et al (2008), y se sitúa más en línea con Thomsen y Pedersen (2000) y, especialmente, Battacharya y Graham (2007).
- ✓ En un segundo paso, segmentando el análisis por tipo de inversor, el autor concluye que el efecto de los dos principales inversores institucionales daneses es especialmente negativo en el rendimiento de las empresas en las que participan. En cambio, la presencia de la banca, y en menor medida de las compañías aseguradoras, sí es un factor positivo en cuanto al rendimiento de las empresas participadas se refiere. Dicha conclusión se aleja de la segmentación realizada por Brickley et al (1988), pero se encuentra totalmente en línea con los resultados obtenidos por Thomsen y Pedersen (2000).

El siguiente cuadro resume los aspectos técnicos más relevantes de los trabajos presentados previamente.

Cuadro 7: estudios empíricos acerca de la relación entre la inversión institucional y diversas medidas de las empresas participadas.

| Autor | Muestra | Técnica estadística | Resultados |
|-----------------------------|--|--------------------------------------|--|
| Cornett et al (2007) | Conjunto de empresas pertenecientes al índice S&P100, período de estudio 1993-2000 | Regresión lineal OLS | Relación lineal positiva entre la presencia accionarial de la inversión institucional (resistente a la presión) y el beneficio operativo de las empresas analizadas. Se trata la posible endogeneidad mediante el uso de variables instrumentales. |
| Yuan et al (2008) | Conjunto de empresas chinas cotizadas (excluyendo financieras), período de estudio 2001-2005 | Panel de datos, modelo efectos fijos | Relación lineal positiva entre la presencia accionarial de los fondos de inversión y el rendimiento operativo de las empresas analizadas. Estudio similar al de Cornett et al (2007). |
| Thomsen y Pedersen (2000) | 435 empresas europeas, período de estudio 1990-1995 | OLS ajustado por autoregresión | Se analiza la estructura de propiedad tanto desde el lado de concentración de propiedad como identidad del máximo accionista. El inversor institucional presenta los mejores resultados entre el conjunto de tipos de accionistas analizados. |
| Battacharya y Graham (2008) | Empresas finlandesas cotizadas pertenecientes a la base de datos <i>Thomson Financial</i> | Regresión lineal 3SLS | Relación negativa entre la presencia accionarial de inversores institucionales susceptibles a la presión del equipo directivo y el valor de las empresas analizadas. |
| Rose (2007) | 434 compañías cotizadas danesas | Regresión lineal 3SLS | Interesante análisis de la heterogeneidad del inversor institucional. Los resultados obtenidos no son relevantes a nivel general. En cuanto a los principales inversores institucionales, la relación con el valor de las empresas resulta negativa. |

Fuente: elaboración propia.

Dejando de lado los trabajos empíricos relacionados con el efecto de la presencia accionarial de la inversión institucional en las diversas medidas de rendimiento en las empresas analizadas, a continuación se presentarán aquellos trabajos englobados en el segundo grupo principal de artículos comentado previamente, es decir, aquellos artículos que relacionan la presencia accionarial del inversor institucional con la política retributiva llevada a cabo por las empresas participadas.

David et al (1998), en su trabajo sobre las políticas retributivas de una muestra de empresas estadounidenses durante el período 1990-1994, utilizan también la segmentación establecida por Brickley et al (1988). Los autores establecen la hipótesis

de que la presencia accionarial de inversores institucionales del tipo resistentes a la presión del equipo directivo afecta a la retribución de éstos en las siguientes dos vías:

- ✓ Disminuye el nivel salarial del CEO²⁰⁰ (Director General).
- ✓ Incrementa el peso de los incentivos a largo plazo en la compensación total del CEO.

Los resultados empíricos obtenidos corroboran el primer punto, apoyando la tesis de control eficiente del inversor institucional lanzada por Pound (1988). En cambio, los resultados obtenidos para el caso del incentivo a largo plazo no son estadísticamente significativos.

Almazan et al (2005), se encuentran muy en línea a nivel de conclusiones con las obtenidas por los autores anteriores, aunque difieren sustancialmente en el tipo de análisis realizado. Estos autores establecen, en primer lugar, un modelo que ilustra la relación entre la estructura retributiva del equipo directivo y la participación accionarial de los inversores institucionales, para, a continuación, buscar evidencia empírica de lo planteado teóricamente. A nivel de inversores institucionales, los autores, en línea con la segmentación de Brickley et al (1988), establecen los siguientes dos tipos de inversores:

- ✓ Inversores activos²⁰¹: aquellos inversores con mayor cualificación, capacidad de obtener información y menor relación de negocio con las empresas. Los autores sitúan en este grupo a los inversores institucionales.
- ✓ Inversores pasivos²⁰²: en este grupo se encuentran aquellos inversores que, por su potencial relación de negocio con las empresas participadas, carecen de incentivo para controlar al equipo directivo. Los autores sitúan en este grupo a la banca y a las compañías aseguradoras.

²⁰⁰ *Chief Executive Officer*

²⁰¹ Inversores resistentes a la presión del equipo directivo dentro de la clasificación de Brickley et al (1988).

²⁰² Inversores susceptibles a la presión del equipo directivo dentro de la clasificación de Brickley et al (1988).

Los autores establecen que dichos inversores tienen posibilidad de controlar al equipo directivo pero soportando un coste por ello que se encuentra en función del tipo de inversor. En lo que respecta a la política retributiva, los autores se centran en el peso de la retribución variable²⁰³ dentro de la compensación total. El modelo establece que dicha retribución variable se incrementa con la presencia accionarial de los inversores activos y disminuye con el coste de control al equipo directivo. La evidencia empírica corrobora los planteamientos del modelo, es decir, aquellos inversores considerados como activos muestran un mayor efecto positivo con el peso de la retribución variable sobre la compensación total, de la misma manera que muestran una relación más negativa con dicha compensación total que aquellos inversores considerados como pasivos. El análisis empírico se ha realizado sobre una muestra de 1.914 compañías estadounidenses a lo largo del período 1992-1997.

Hartzell y Starks (2003), en un trabajo previo al de Almazan et al (2005)²⁰⁴ y sobre la misma muestra de empresas, analizan el efecto de la concentración de los inversores institucionales sobre la política retributiva de las empresas analizadas. Los autores unen las potenciales bondades de la concentración de propiedad y de los inversores institucionales²⁰⁵ para el control al equipo directivo y alinear los intereses de éstos con los accionistas de la empresa. Consecuencia de ello, plantean la hipótesis de que una mayor concentración de propiedad desde el lado de los inversores institucionales se encuentra relacionada con un mayor peso de la retribución variable en la compensación total y en un menor nivel de ésta. La evidencia empírica obtenida efectivamente corrobora lo planteado a nivel teórico.

Por último, cabe destacar que varios autores, algunos de ellos ya comentados, han basado sus trabajos en la segmentación realizada por Brickley et al (1988), señalando en la mayoría de los casos las bondades de aquellos inversores resistentes a la

²⁰³ “*Pay for performance sensitivity*” en palabras del autor.

²⁰⁴ Almazan, Hartzell y Starks (2005)

²⁰⁵ Ambos aspectos son considerados, por ejemplo, por Agrawal y Knoeber (1996) como posibles mecanismos de control al equipo directivo. La combinación de dichos dos ejes de la propiedad se encuentra en línea también con el trabajo realizado sobre empresas europeas por Thomsen y Pedersen (2000).

presión. En esta línea, por ejemplo, Ryan y Schneider (2002), en su modelo sobre la potencial práctica de activismo por parte de los inversores institucionales, sugieren que aquellos inversores resistentes a la presión del equipo directivo tenderán a incurrir de manera más activa en prácticas de control a la actuación de los directivos. En línea con ello, David et al (1998) establecen que, efectivamente, este tipo de inversores ejercen de manera efectiva su papel de control reduciendo los excesivos salarios de los directivos y estableciendo objetivos a largo plazo a los mismos (similares conclusiones han sido obtenidas por Almazan et al, 2005, comentado previamente). En otro tipo de análisis, Chen et al (2007) avalan también las bondades de este tipo de inversores. En su caso, los autores asocian a los “inversores resistentes” con mejores decisiones en los procesos de adquisición analizados. Los autores únicamente encuentran en este tipo de inversores una relación positiva entre el rendimiento tras la adquisición y la presencia accionarial. Por otra parte, Kochhar y David (1996), continuando con las bondades de este tipo de inversores, en su estudio sobre la relación entre la participación accionarial de los inversores institucionales y la capacidad innovadora de las empresas estadounidenses, encuentran una mayor relación positiva en aquellos inversores resistentes a la presión del equipo directivo. Por último, Ruiz-Mallorquí y Santana-Martín (2009), en su estudio basado en empresas españolas, establecen que aquellos inversores susceptibles a la presión del equipo directivo (banca principalmente) tenderán a favorecer el establecimiento de medidas defensivas para los directivos como las cláusulas anti OPA.

2.2.4 Inversores institucionales y otros mecanismos de control

En el presente apartado, se abordará la relación de la inversión institucional con otros mecanismos de control al equipo directivo. Dicho análisis se realizará desde la óptica del gobierno corporativo y de los costes de agencia derivados de la falta de alineación de intereses entre los agentes participantes en la empresa. Del conjunto de mecanismos existentes, y analizados en el capítulo anterior, se analizarán especialmente la relación de los inversores institucionales con la concentración de propiedad, con el endeudamiento, con la política de dividendos y con el mercado de control corporativo.

2.2.4.1 Inversores institucionales y concentración de propiedad

A lo largo de este trabajo se han analizado ambos mecanismos de manera individual. En el caso de la concentración de propiedad, las principales teorías

existentes en la literatura plantean un doble enfoque. Por un lado, el enfoque positivo de plantear una propiedad concentrada como una manera eficaz de alinear los intereses entre accionistas y equipo directivo, y por otro lado, el enfoque negativo de la potencial expropiación del accionista mayoritario sobre aquellos minoritarios.

En cuanto a la inversión institucional, a lo largo de este apartado se han abordado los diversos puntos de vista existentes en la literatura en torno a este tipo de inversores.

El análisis conjunto de ambos mecanismos de control presenta un doble aspecto. Por un lado, se puede entender dicha relación desde la óptica del propio inversor institucional concentrando propiedad, mientras que, por otro lado, se puede entender desde el enfoque del inversor institucional participando en el accionariado de empresas con una estructura de propiedad concentrada.

En cuanto al primero de los enfoques de dicho análisis conjunto de ambos mecanismos, éste pivota principalmente en torno a los siguientes ejes:

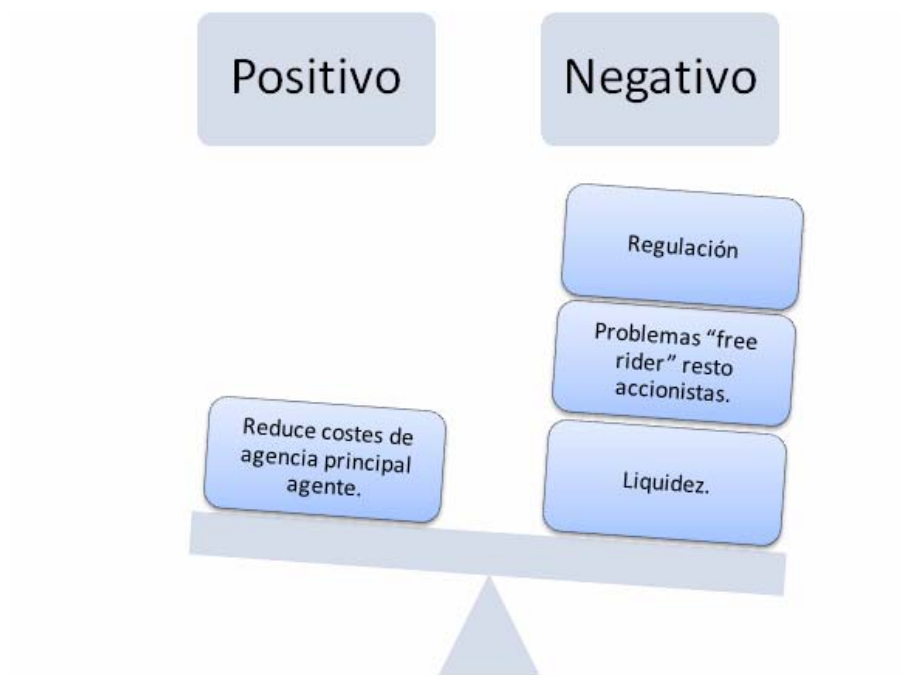
- ✓ **Liquidez:** como es obvio, un mayor grado de concentración de propiedad significa una menor liquidez para el conjunto de los accionistas, especialmente para aquellos con una mayor participación accionarial. Gran parte de los argumentos utilizados en el apartado anterior a la hora de analizar el efecto de la liquidez en las prácticas de activismo por parte de los inversores institucionales sirven también para este caso. Retomando las ideas de Coffee (1991), éste sugiere que la pérdida de liquidez es un coste inasumible para los inversores institucionales, por lo que, existiría una relación negativa entre la concentración de propiedad y la presencia de este tipo de accionistas (tanto a nivel de accionista principal como a nivel de minoritario) (Hartzell y Starks, 2003).
- ✓ **“Free rider”:** Hartzell y Starks (2003) establecen también los posibles problemas de “free rider” (Grossman y Hart, 1980) con otros accionistas como un coste derivado de una mayor concentración de propiedad. En este sentido, los inversores institucionales, reacios a incurrir en la totalidad de los costes de control al equipo directivo para beneficiarse únicamente de su parte

de participación accionarial, evitarían ser parte activa en el incremento del grado de concentración de la propiedad.

- ✓ Regulación: Bhide (1994) establece, para el caso del mercado americano, que la regulación existente ha provocado una mayor liquidez en el mercado pero a costa de una propiedad más difusa. Semejante comentario cabe realizarse para el mercado español, donde la regulación existente impone criterios de diversificación a la mayoría de los inversores institucionales²⁰⁶, aspecto que dificulta la concentración de propiedad por parte de dichos inversores.

La siguiente figura trata de ilustrar lo comentado anteriormente.

Figura 17: inversión institucional y concentración de propiedad



Fuente: elaboración propia.

A nivel empírico, existen pocos trabajos que desarrollen la concentración de propiedad desde el lado de la inversión institucional. En uno de tales trabajos, Thomsen y Pedersen (2000), analizando el efecto de diferentes tipos de accionistas en empresas

²⁰⁶ Fondos de inversión y planes de pensiones.

europas, plantea que el valor de una empresa irá incrementándose junto a la concentración de propiedad, si esta viene de la inversión institucional, destacando la supremacía de este tipo de inversores frente al resto.

Eakins (1995), por otra parte, en su trabajo sobre la capacidad de control de los inversores institucionales al equipo directivo, analiza si dichos inversores responden con un mayor grado de concentración de propiedad a los costes de agencia. En dicho análisis, el autor tiene en cuenta los siguientes aspectos:

- ✓ Existencia de mecanismos alternativos de control: el autor sugiere que la presencia de inversores institucionales no supondrá un beneficio añadido si existen también otros mecanismos de control.
- ✓ Dificultad de control: el autor sugiere que aquellas empresas que compiten en un mercado estable, a nivel de precios y tecnología, no requieren de especial control al equipo directivo. Este criterio es medido a través del error estándar de los residuos en el modelo²⁰⁷, es decir, a mayor error mayor será la volatilidad de los resultados de la empresa, mayor será, en consecuencia, la dificultad de controlar al equipo directivo.

La evidencia empírica apoya las hipótesis planteadas por el autor, es decir, el inversor institucional tiende a concentrar la propiedad únicamente en el caso de la no existencia de mecanismos adicionales de control (la presencia de otro accionista relevante en la empresa, por ejemplo) y en aquellas empresas que compitan en mercados altamente inestables. Este enfoque, tal como se verá posteriormente, se analizará en la primera de las hipótesis planteadas.

En cuanto al segundo de los enfoques, cabe reseñar que en la literatura existente apenas hay trabajos relacionando la participación accionarial del inversor institucional y la propia concentración de propiedad, ambos aspectos desde el enfoque de mecanismo de control al equipo directivo. Este segundo enfoque será analizado en esta tesis en la cuarta de la hipótesis planteada.

²⁰⁷ El modelo trata de ajustar los resultados de la empresa mediante variables de mercado. En consecuencia, el error estándar de los residuos significa la parte de los resultados que no viene explicado por el modelo.

2.2.4.2 Inversores institucionales y endeudamiento

Al igual que en el caso anterior, en éste también cabe citar que a lo largo del trabajo se han analizado ambos mecanismos de manera separada. En el caso del endeudamiento, en el correspondiente apartado del capítulo anterior se han detallado los costes y beneficios del endeudamiento desde la perspectiva de la teoría de agencia, así como los principales postulados existentes²⁰⁸. Así, se ha determinado que el endeudamiento puede ser un mecanismo eficaz de control al equipo directivo, especialmente en un escenario de ausencia de oportunidades de crecimiento para la empresa (Jensen, 1986). Agrawal y Knoeber (1996), consideran también al endeudamiento como uno de los mecanismos de control al equipo directivo existentes. Respecto a los inversores institucionales, tal como se ha comentado al inicio del apartado anterior, previamente en este capítulo se han ido detallando los principales aspectos que atañen a su papel como mecanismos de control al equipo directivo.

En cambio, el análisis conjunto de ambos mecanismos es poco habitual en la literatura existente, tanto desde el ámbito teórico como desde el lado de los trabajos empíricos. No obstante, la comentada igualdad de funciones que la literatura atribuye a ambos mecanismos hace interesante dicho análisis. El enfoque habitual en la literatura plantea la siguiente doble relación posible:

- ✓ Relación positiva entre ambos mecanismos de control: los inversores institucionales invierten en aquellas empresas con elevado endeudamiento. Este enfoque se basa en la idea comentada anteriormente de Jensen (1986) e implícitamente sugiere que el inversor institucional no es tanto un eficaz mecanismo de control al equipo directivo sino más bien un buen inversor que identifica aquellas empresas donde los costes de agencia sean menores, principalmente por la supuesta eficacia de la deuda como mecanismo de control al equipo directivo.
- ✓ Relación negativa entre ambos mecanismos de control: la inversión institucional y el endeudamiento son mecanismos alternativos de control. Este enfoque, al contrario que el anterior, sugiere una relación negativa entre

²⁰⁸ Véanse las figuras 11 y 12 para una mejor ilustración.

ambas. Ross (1977), tal como se ha comentado previamente, sugiere que el endeudamiento es utilizado por el equipo directivo para lanzar una señal positiva al mercado. Añadiendo a este punto el hecho de que se presupone al inversor institucional potencial capacidad para controlar al equipo directivo, se llega a la conclusión de que, ante la presencia accionarial de un inversor institucional, el equipo directivo de la empresa participada considerará innecesaria la emisión de deuda (Grier y Zychowicz, 1994). La propia presencia accionarial del inversor institucional será señal suficiente para el resto de inversores acerca de la ausencia de costes de agencia, por lo que, no sería necesario el uso de la deuda.

La siguiente figura trata de ilustrar lo comentado anteriormente.

Figura 18: inversión institucional y endeudamiento.



Fuente: elaboración propia.

A nivel empírico, Grier y Zychowicz (1994), en su análisis sobre empresas estadounidenses, plantean en manera de hipótesis los dos enfoques detallados anteriormente. Los resultados empíricos alcanzados determinan una relación negativa entre la participación accionarial de los inversores institucionales y el endeudamiento de las empresas participadas, validando el enfoque de mecanismos alternativos de control al equipo directivo lanzado previamente.

Ambos enfoques deberían ser completados por el análisis de las oportunidades de crecimiento, aspecto relevante en el entorno de la deuda (Andrés Alonso et al, 2005; McConnell y Servaes, 1995), tal como se ha comentado previamente. En un entorno con escasas oportunidades, cabría esperar una relación negativa entre el endeudamiento y la participación accionarial de los inversores institucionales. En este entorno, la presencia de la deuda sería un aspecto a priori positivo para la empresa (Jensen, 1986), por lo que, la presencia de la inversión institucional no añadiría valor desde la óptica de las relaciones de agencia. En cambio, y bajo un enfoque sustitutivo entre mecanismos de control, la presencia de los inversores institucionales sí sería fuente de valor en ausencia de la deuda como mecanismo de control.

En el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, la posible relación entre el endeudamiento y la inversión institucional no es del todo clara. Tal como se ha visto anteriormente, la presencia de la deuda es un aspecto negativo para el valor empresarial en este entorno (Myers, 1977), lo que sugeriría en dicho caso la presencia de la inversión institucional como mecanismo de control al equipo directivo. Por el contrario, la ausencia de la deuda sí es un aspecto positivo desde el lado de que no provoca el efecto infrainversión comentado por Myers (1977). En cambio, no es posible plantear, desde el lado de las relaciones de agencia, la ausencia de la inversión institucional como algo deseable en ese escenario, ya que, algún mecanismo de control hacia el equipo directivo sería deseable.

Por último, a pesar de su enfoque ligeramente distinto, cabe destacar el trabajo de Sánchez-Ballesta y García-Meca (2011) sobre la relación entre la estructura de propiedad y el coste de la deuda en una muestra de empresas españolas. Una de las hipótesis plantea la relación entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el coste de la deuda, relación que empíricamente no presenta significancia estadística. Únicamente la propiedad interna, la banca y el Estado parecen afectar a la deuda.

2.2.4.3 Inversores institucionales y política de dividendos

La política de dividendos, tal como se ha comentado en el correspondiente apartado del capítulo anterior, guarda una estrecha relación con el endeudamiento desde la óptica de los costes de agencia. Así, en dicho apartado se ha determinado cómo la

política de dividendos podría utilizarse por un lado, como una señal de solvencia al mercado (siguiendo la línea argumental de Ross, 1977), y por otro lado, como vía para reducir el potencial exceso de flujo de caja libre en manos del equipo directivo y evitar una potencial fuente de generación de costes de agencia²⁰⁹ (siguiendo la línea argumental de Jensen, 1986).

En esta línea, la relación entre la inversión institucional y la política de dividendos llevada a cabo por las empresas participadas cabe enfocarla desde el mismo doble eje utilizado para el endeudamiento. Los dos ejes de análisis serían los siguientes:

- ✓ La inversión institucional se centra en aquellas empresas con elevado dividendo. Este enfoque teórico sigue la línea marcada por Jensen (1986). Los dividendos, tal como se ha comentado anteriormente, disminuirán la cuantía de flujo de caja libre a disposición del equipo directivo, disminuyendo la posibilidad de destrucción de valor como consecuencia de decisiones contrarias al interés de los accionistas por parte del equipo directivo. Este aspecto es especialmente importante en aquellas empresas con ausencia de oportunidades de crecimiento. Zeckhauser y Pound (1990)²¹⁰ sugieren también una relación positiva entre la inversión institucional y el reparto de dividendos. Estos autores defienden que el reparto de dividendos fuerza al equipo directivo a captar capital externo, lo que provocaría un mayor control de dichos nuevos inversores, reduciendo los costes de agencia existentes.
- ✓ La inversión institucional y la política retributiva al accionista son mecanismos alternativos de control al equipo directivo. Al igual que en el caso del endeudamiento, el equipo directivo, en el caso de presencia accionarial significativa de la inversión institucional, puede considerar innecesario el uso de la política de dividendos para lanzar señales al resto de inversores sobre solidez de la empresa. La presencia de la inversión institucional sería suficiente para señalar al mercado la potencial ausencia de

²⁰⁹ Relevante en caso de empresas con escasas oportunidades de crecimiento.

²¹⁰ Citado en Short, Zhang y Keasey (2002).

costes de agencia en la empresa participada como consecuencia de la eficacia de dichos inversores en el control al equipo directivo.

La siguiente figura trata de ilustrar lo comentado previamente.

Figura 19: inversión institucional y política de dividendos.



Fuente: elaboración propia.

Al igual que en el caso del endeudamiento, dichos planteamientos deberían ser completados mediante la incorporación de las oportunidades de crecimiento al análisis. Así, en un entorno con elevadas oportunidades de crecimiento, cabría esperar una relación positiva entre ambos mecanismos, siempre desde el punto de vista de la consideración de mecanismos alternativos. Siguiendo la línea argumental utilizada en el caso de la deuda, en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento, los dividendos desempeñan de manera eficaz el papel de mecanismo de control al equipo directivo, por lo que la presencia de la inversión institucional no aportaría valor en estos casos, siendo esperable, por lo tanto, una relación negativa entre ambos mecanismos.

Por otra parte, en un entorno de elevadas oportunidades de crecimiento, el reparto de dividendos no cumpliría la función de mecanismo de control antes señalada, por lo que, la presencia de la inversión institucional podría aportar valor a estas empresas. En cambio, en el caso de no dividendos, también podría seguir siendo

positiva la presencia de los inversores institucionales para el valor de dichas empresas, ya que, desde el lado de las relaciones de agencia, dichas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento necesitarían también algún mecanismo de control al equipo directivo para minimizar costes de agencia.

A nivel empírico, existe muy poca literatura que analice la relación de ambos mecanismos desde un enfoque de relación de agencia. El grueso de las publicaciones centra el análisis desde el lado de los impuestos²¹¹. Entre los escasos trabajos existentes, destacan los siguientes:

- ✓ Short, Zhang y Keasey (2002): en su trabajo basado en empresas del Reino Unido, estos autores encuentran una relación positiva entre la presencia de los inversores institucionales y los dividendos repartidos en las empresas participadas. Dicha relación es analizada a través de cuatro modelos explicativos de la política de dividendos.
- ✓ Kim et al (2010): estos autores basan su análisis empírico en una muestra de empresas coreanas. Los autores analizan el efecto de la presencia de inversores institucionales extranjeros en la política de dividendos de dichas empresas, encontrando una relación positiva entre ambas variables. La evidencia empírica apoya el planteamiento teórico de los dividendos como mecanismo de control al equipo directivo, apoyando, a su vez, el primer enfoque teórico comentado anteriormente.

2.2.4.4 Inversores institucionales y el mercado de control corporativo

Desde el punto de vista de los costes de agencia, el mercado de control corporativo se ha considerado como el mecanismo de último resorte para solventar las

²¹¹ Allen et al (2000), por ejemplo, en su modelo basado en el entorno estadounidense, sugieren que el régimen impositivo de los inversores institucionales es un factor clave a la hora de explicar la positiva relación entre la presencia accionarial de dichos inversores y la política de dividendos. Grinstein y Michaely (2005), por otra parte, pivotan también sobre el régimen fiscal en su análisis sobre la relación entre la inversión institucional y los dividendos. Estos autores sugieren que los inversores institucionales sí demandan de las empresas cierto pago de dividendos, en cambio, no encuentran relación alguna entre un incremento en el nivel de dividendo y el cambio en la participación accionarial de dichos inversores. Tong y Ning (2004), basándose en lo anterior, plantean la hipótesis de una relación negativa entre la rentabilidad por dividendo y la participación accionarial de los inversores institucionales. Los resultados empíricos obtenidos apoyan claramente dicha hipótesis.

deficiencias en la gestión del equipo directivo (Fama, 1980; Denis y McConnell, 2003). Tal como se ha ilustrado en el capítulo anterior a través de la figura 11, el mercado de control corporativo actúa ante las señales de deficiencia en la gestión por parte del equipo directivo emitidas por la negativa evolución del precio de la acción²¹², mediante la compra de la empresa y sustitución de los directivos. Tal como se ha comentado en el mismo apartado, el desarrollo de los mercados financieros facilita sobremanera la actividad de control corporativo. Este aspecto, el desarrollo de los mercados financieros, es el nexo común entre los mecanismos de mercado de control corporativo e inversión institucional en el sentido de que ambos mecanismos necesitan sistemas financieros avanzados para su pleno desarrollo. Todo lo anterior explica, principalmente, la diferencia existente entre los países anglosajones y Europa Continental respecto a la presencia de ambos mecanismos de control.

Retomando el comentado proceso ilustrado en la figura 9 del capítulo anterior, aparte del equipo directivo, existen dos participantes principales en dicho proceso. Por un lado se encuentra el inversor que pretende adquirir la compañía y sustituir al equipo directivo, y por otro lado se encuentran los accionistas de la empresa objeto que deben decidir su actuación ante la oferta recibida. La inversión institucional desempeña un papel determinante en ambos casos.

Respecto a la actividad de “comprador”, la inversión institucional ha jugado un papel determinante en muchos casos, especialmente a través de las entidades de capital riesgo²¹³. En estos casos, el principal objetivo de estas operaciones es la de alinear los intereses del equipo directivo con el de los accionistas, objetivo alcanzado en la mayoría de las ocasiones mediante la sustitución del equipo directivo. La reducción de costes de agencia obtenida como consecuencia de dicha alineación de intereses debería repercutir positivamente sobre el valor de la empresa.

Por otra parte, en cuanto a la actividad de “vendedor”, la cada vez mayor presencia de la inversión institucional en el accionariado de las empresas otorga una

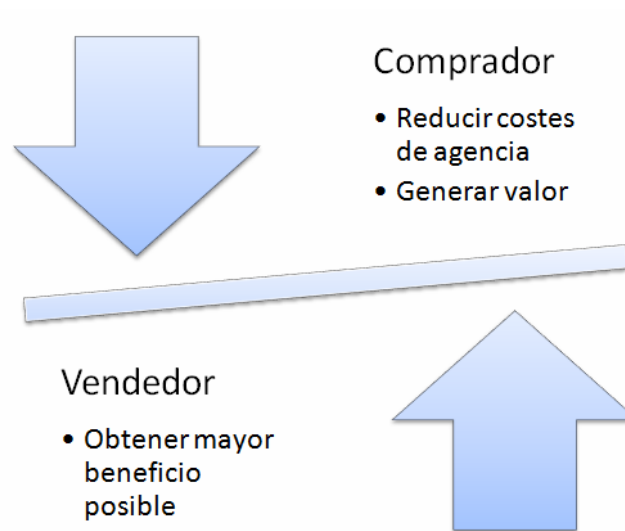
²¹² Dicha negativa evolución señalaría la existencia de elevados costes de agencia, derivados de una toma de decisiones por parte del equipo directivo alejada de la maximización de valor para el accionista.

²¹³ Véase el apartado correspondiente a los tipos de inversores institucionales para un mayor detalle.

mayor importancia a la misma, especialmente en los países anglosajones. En este sentido, los inversores institucionales han sido criticados en numerosas ocasiones por facilitar en exceso la actividad corporativa, evidenciando una visión cortoplacista del negocio de la empresa (Jensen, 1988).

La siguiente figura trata de ilustrar lo comentado anteriormente.

Figura 20: inversión institucional y mercado de control corporativo



Fuente: elaboración propia.

Por último, al igual que en el caso anterior de la relación entre la inversión institucional y la política de dividendos, apenas existe literatura sobre la relación entre la inversión institucional y el mercado de control corporativo desde el enfoque de mecanismos de control al equipo directivo. Dentro del papel “vendedor” del inversor institucional, se pueden citar los siguientes artículos que tratan sobre las cláusulas anti OPA que trata de establecer el equipo directivo. Agrawal y Mandelker (1992)²¹⁴, en su estudio basado en empresas estadounidenses, encuentra una positiva relación entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y la eliminación de las cláusulas anti OPA establecidas por el equipo directivo. Este hallazgo se encuentra en línea con lo comentado previamente del inversor institucional como facilitador de los procesos de actividad corporativa. Ruiz-Mallorquí y Santana-Martí (2009), en su estudio basado en

²¹⁴ Artículo citado previamente en el apartado de prácticas de activismo en este mismo capítulo.

empresas españolas, llegan a conclusiones totalmente distintas. Estos autores encuentran una positiva relación entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el uso de medidas de defensa ante operaciones corporativas. Dentro de la inversión institucional, los autores distinguen entre la banca y los fondos de inversión. Aunque la relación es positiva en ambos casos, es en forma de U en el caso de los fondos de inversión. La diferencia en los resultados obtenidos entre ambos estudios se podría explicar por la diferencia entre el entorno anglosajón y el continental europeo. En este segundo entorno, donde se ha basado el trabajo de Ruiz-Mallorquí y Santana-Martí (2009), la concentración de propiedad existente parece condicionar la eficacia de la inversión institucional en su tarea de control al equipo directivo.

Por último, en el siguiente cuadro se resumen las relaciones comentadas previamente entre la inversión institucional y el resto de mecanismos de control.

Cuadro 8: resumen relación inversión institucional y resto de mecanismos de control.

| Relación mecanismos | Principales características |
|---|---|
| Inversor institucional y concentración de propiedad | <ul style="list-style-type: none"> • Doble enfoque: inversor institucional concentra propiedad / relación entre inversor institucional y concentración de propiedad. • Tres aspectos principales a analizar: <ul style="list-style-type: none"> ○ Liquidez: la inversión institucional prioriza la liquidez frente a las potenciales ventajas de una mayor concentración (Coffee, 1991). ○ Regulación: impulsa una propiedad más difusa, al menos a nivel de inversor institucional (Bhide, 1994). ○ “Free rider”: la inversión institucional sería reacia a concentrar la propiedad y asumir todo el coste de control al equipo directivo (Hartzell y Starks, 2003). |
| Inversor institucional y endeudamiento | <ul style="list-style-type: none"> • Importancia de las oportunidades de crecimiento en el análisis de esta relación: <ul style="list-style-type: none"> ○ Escasas oportunidades de crecimiento: relación negativa entre ambos mecanismos. La presencia de la deuda sería señal suficiente para el mercado, por lo que, la presencia del inversor institucional no añadiría valor, y viceversa. ○ Elevadas oportunidades de crecimiento: no existe una clara relación entre ambos mecanismos. |
| Inversor institucional y dividendos | <ul style="list-style-type: none"> • Importancia también de las oportunidades de crecimiento. • Las relaciones planteadas son idénticas a las planteadas previamente para el caso de la deuda. |
| Inversor institucional y mercado de control corporativo | <ul style="list-style-type: none"> • Desarrollo de los mercados financieros es el nexo común entre ambos mecanismos. • Doble papel del inversor institucional en la actividad de control corporativo: <ul style="list-style-type: none"> ○ Comprador: habitualmente a través de entidades de capital riesgo. Generación de valor por reducción de costes de agencia, alineando el interés de los accionistas con el equipo directivo. ○ Vendedor (presencia en el accionariado de las empresas afectadas por la actividad corporativa): inversión institucional criticada por su visión cortoplacista (Jensen, 1988). |

Fuente: elaboración propia.

2.3 Valor de las empresas

Tal como se ha comentado en la parte introductoria de esta tesis, el eje central de la misma gira en torno a los inversores institucionales y el valor en las empresas analizadas. El conjunto de los modelos planteados en la parte empírica relacionan ambas variables en contextos distintos, siendo necesario, por lo tanto, cierto análisis del concepto de valor empresarial.

En este apartado no se pretende realizar un análisis exhaustivo de los diversos métodos de valoración existentes, simplemente se pretende incorporar al análisis las diferentes variantes que se han utilizado en la literatura para medir el valor de una empresa, y siempre dentro de un contexto similar al que se aborda en este apartado.

En líneas generales, en la literatura existen dos corrientes principales en cuanto a la manera de abordar el valor de una empresa. Por un lado, aquellos autores que utilizan información meramente contable para medir el valor de la empresa, y por otro lado, aquellos autores que basan sus cálculos en información obtenida desde los mercados bursátiles. A continuación se detallarán las características principales de cada uno de los grupos, para, finalmente, decantarse por aquellas variables que, tal como se verá en la parte de metodología, se utilizarán en los modelos definidos para realizar el análisis empírico de las hipótesis planteadas.

Las características de los dos grupos principales son las siguientes:

- ✓ Grupo contable: las variables englobadas en este grupo utilizan información contable para medir el valor de una empresa. En estos casos, la rentabilidad de la empresa se considera equivalente al valor de la misma. Dos medidas principales son utilizadas en la literatura:

- ROE²¹⁵: mide la rentabilidad del capital social de la empresa. Dicha rentabilidad se calcula de la siguiente manera:

$$ROE_t = \frac{\text{Beneficio}_t - \text{Neto}_t}{\text{Capital}_t - \text{Social}_{t-1}}, \text{ siendo el beneficio}$$

neto aquel obtenido una vez descontados todos los gastos, incluyendo

²¹⁵ “Return on Equity”

los intereses y los impuestos. Respecto al Capital social, éste debería reflejar el nivel de partida del ejercicio en cuestión. Cabe destacar la importancia de la estructura de capital en el nivel final de dicho ratio, lo que puede provocar ciertas dificultades a la hora de comparar empresas con estructuras distintas. Demsetz y Lehn (1985) utilizan esta variable en su trabajo donde relacionan el valor de la empresa con la concentración de propiedad. Brown y Caylor (2004) utilizan también esta variable entre otras para medir el efecto del gobierno corporativo en el valor de las empresas. Por último, Tong y Ning (2004), en un enfoque distinto, utilizan también el ROE en su análisis sobre el proceso de toma de decisión de los inversores institucionales.

- ROA²¹⁶: mide la rentabilidad de los activos de la empresa, es decir, la rentabilidad operativa de la misma. Se calcula de la siguiente manera:

$$ROA_t = \frac{[Beneficio_Neto_t + Intereses * (1 - t)]}{Total_activos_{t-1}} \quad \text{En}$$

este caso, se añade al beneficio neto la parte del gasto de intereses, excluyendo, de esta manera, el efecto de la estructura de capital del análisis y centrando el cálculo, en consecuencia, en la parte operativa de la empresa. Thomsen y Pedersen (2000) utilizan esta medida en su trabajo sobre el efecto de la estructura de propiedad en el valor de las empresas. Gedajlovic y Shapiro (1998) también enfocan de esta manera la medición del valor de la empresa en su análisis de comparativa internacional entre la concentración de propiedad y el valor de las empresas analizadas. Friend y Lang (1988), en un enfoque algo distinto al de los autores anteriores, también trabajan en esta línea en su análisis sobre el efecto de la propiedad de los directivos en la estructura de capital de las empresas americanas. Por último, Yuan et al (2008) y Cornett et al (2007) utilizan una variante del rendimiento operativo calculado de la manera anterior. Estos

²¹⁶ "Return on Assets"

autores utilizan el flujo de caja operativo²¹⁷ como aproximación al beneficio operativo calculado anteriormente. En el caso del primero, se ajusta además el ratio de cada empresa con la media del sector al que pertenece dicha empresa.

- ✓ Grupo mercados bursátiles: las variables pertenecientes a este grupo se caracterizan por el uso de la cotización bursátil, es decir, del valor que los mercados bursátiles asignan a la empresa, como herramienta principal de cálculo del valor de las empresas analizadas. Las siguientes variables son principalmente utilizadas en la literatura:
 - Q de Tobin: este ratio, desarrollado por Tobin (1969), compara el valor asignado por el mercado a los activos de una empresa y el coste de reposición de dichos activos. Tobin y Brainard (1977) destacan la importancia de este ratio al vincular los mercados financieros (valor que los mercados bursátiles asignan a la empresa) con los mercados de bienes y servicios (coste actual de funcionamiento del negocio de la empresa). Cuanto mayor sea el ratio, mayor será el valor asignado por los inversores al negocio de la empresa, anticipando una evolución futura superior de su negocio. La dificultad de cálculo del ratio original planteado por James Tobin (tanto desde el lado del valor de mercado del capital y de la deuda como desde el lado del coste de reposición de los activos), ha llevado a la comunidad académica a desarrollar diversas aproximaciones a la misma. Los siguientes dos enfoques son los principalmente utilizados en la literatura:
 - Aproximación de Lindenberg y Ross (1981): estos autores establecen una metodología de cálculo para el ratio Q^{218} que, en líneas generales, se calcularía de la siguiente manera:

²¹⁷ El flujo de caja operativo excluye los gastos derivados de la amortización del activo, ya que estos gastos son un simple reflejo contable del teórico deterioro que sufre el activo de la empresa pero no suponen ninguna variación en el flujo de caja.

²¹⁸ Para más detalles véase Lindenberg y Ross (1981: 10-17).

$$Q_t = \frac{V_{\text{mercado}}(\text{Capital} + \text{Pr eferentes} + \text{Deuda})}{\text{Coste}_{\text{reposición}}}$$

A pesar del avance dado por los autores en el cálculo del ratio, el mismo sigue presentando una elevada complejidad. Por el lado del valor de mercado, especialmente difícil es el cálculo del valor de mercado de la deuda, debido, principalmente, a la falta de información de las características de cada una de las emisiones o préstamos en balance. Todavía más compleja es la aproximación del coste de reposición, donde factores analizados por los autores como el avance tecnológico, por ejemplo, son difícilmente estimables. A pesar de la dificultad de cálculo, esta metodología ha sido utilizada en varios trabajos, especialmente en los EE.UU. Morck et al (1988) y McConnell y Servaes (1990), en sus trabajos sobre el efecto de la propiedad de los directivos en el valor de la empresa, utilizan esta medida para el cálculo del citado valor empresarial. Morck, Nakamura y Shivdasani (2000) en un estudio similar, pero enfocada a empresas japonesas, siguen también la misma línea en cuanto a la medición del valor de la empresa. McConnell y Servaes (1995), en su trabajo sobre el efecto del endeudamiento en el valor de las empresas, siguen también esta metodología de cálculo. Por último, Woidtke (2002), además de seguir esta metodología, calcula el ratio ajustado respecto a la media sectorial con el fin de evitar el efecto pertenencia a un determinado sector.

- Aproximación de Chung y Pruitt (1994): estos autores simplifican de manera importante la metodología de cálculo del ratio Q de Tobin. Su cálculo queda de la siguiente manera:

$$Q_t = \frac{V_{\text{mercado}} - \text{Capital} + \text{Pr eferentes} + \text{Deuda}}{\text{Total}_{\text{activos}}}$$

En esta forma de cálculo, se asume que el valor de mercado, tanto de la deuda como de las emisiones preferentes, es el

valor en libros que presentan. De la misma manera, el valor de reposición del negocio se asume que es igual al valor en libros del total de activos de la compañía. Según el estudio realizado por los autores, esta aproximación del ratio Q explica el 96,60% de la variabilidad del ratio calculado de la forma anterior. La facilidad de cálculo de esta metodología ha permitido que el ratio Q de Tobin sea la medida más habitual de valor en la literatura. Entre los trabajos que siguen esta línea se encuentran: Agrawal y Knoeber (1996), Yuan et al (2008), Rose (2007), Welch (2003), La Porta et al (2002), Miguel et al (2004), Himmelberg et al (1999), Demsetz y Villalonga (2001) y Brown y Caylor (2004).

- Capitalización sobre valor en libros del capital social: esta medida es muy similar a la aproximación de la Q de Tobin desarrollada por Chung y Pruitt (1994). La forma de cálculo es la siguiente:

$$P/B_t = \frac{\text{Capitalización}}{\text{Valor_libros_Capital_Social}}$$
 Comparado con la aproximación anterior, se excluye del cálculo el endeudamiento tanto desde el denominador como desde el numerador del ratio. El significado del ratio guarda también estrecha relación con la Q de Tobin. Cuanto mayor sea el ratio mayor valor asignan los inversores a la empresa, anticipando una positiva evolución futura de los beneficios de la misma. Comparado con el ratio Q de Tobin, en cualquiera de sus formas de cálculo, el uso de este ratio se encuentra mucho menos extendido en la literatura. Thomsen y Pedersen (2000) lo utilizan en su trabajo sobre el efecto de la estructura de capital en el valor de las empresas, al igual que Andrés-Alonso et al (2005) en su trabajo sobre el efecto del endeudamiento en el valor de las empresas españolas.

- Revalorización bursátil: aunque esta medida no sea en sí misma una medida de valor de la empresa²¹⁹, se incluye debido al uso que se le da en ciertos tipos de estudios. Los estudios que utilizan la revalorización bursátil tratan de medir el efecto de determinados anuncios o acciones en el comportamiento de la empresa. Como ejemplo de ello se pueden citar los estudios en torno a la efectividad de las políticas de activismo de los inversores institucionales (Del Guercio y Hawkins, 1999) o en torno a la respuesta de los inversores frente a cambios en la política de dividendos (Borokhovich et al, 2005). Dentro del grupo de autores que utilizan esta medida, especial atención merece el trabajo de Kirchmaier y Grant (2005). En su estudio sobre el efecto de la estructura de propiedad en el rendimiento de empresas europeas, utilizan el comportamiento bursátil como medida del rendimiento de las empresas, con la particularidad de que dicho rendimiento bursátil es ajustado mediante la aplicación del filtro Hodrick-Prescott²²⁰, ampliamente utilizado en estudios macroeconómicos pero raramente utilizado en estudios microeconómicos del estilo de los que se han analizado en este trabajo.

Demsetz y Villalonga (2001) defienden la irrelevancia de la elección sobre la variable a utilizar en la medición del valor de la empresa. Según los autores, que realizan una comparativa entre la Q de Tobin y el rendimiento contable, la correlación entre ambas medidas es del 0,60. La relación entre ambas variables es más clara cuando el ratio Q de Tobin es calculado mediante la aproximación de Chung y Pruitt (1994).

A pesar del enfoque defendido por estos autores, en este trabajo se opta por el uso de variables pertenecientes a ambos grupos. El uso de varias variables permite incrementar la consistencia del análisis, posibilitando la comparativa de resultados y

²¹⁹ Se podría defender una relación indirecta con el valor de las empresas, en el sentido de que a mayor revalorización bursátil, mayores serán también los ratios que se han comentado anteriormente.

²²⁰ Este ajuste que se aplica a series temporales, permite separar la tendencia (estructural) de los movimientos cíclicos (coyunturales).

solventando, de esta manera, los posibles sesgos que puedan presentar cada una de ellas. En este sentido, se sigue la línea establecida por Thomsen y Pedersen (2000), Yuan et al (2008), Tong y Ning (2004), Welch (2003) y Brown y Caylor (2004) que optan por el uso de distintas variables como medición del valor de una empresa. La mayoría de estos autores utilizan una variable de cada grupo definido anteriormente. Yuan et al (2008) ofrece una interesante argumentación sobre los motivos para incorporar también variables de rendimiento contable para la medición del valor de una empresa. Según los autores, basándose en un trabajo previo de Cornett et al (2007), el rendimiento contable (en este caso medido como la rentabilidad del flujo de caja operativo) presenta las siguientes ventajas respecto al ratio Q de Tobin:

- ✓ El rendimiento operativo refleja de manera más adecuada el rendimiento de la empresa en cada momento, al no estar afectada por cambios en las cotizaciones asociados a movimientos corporativos.
- ✓ El ratio Q de Tobin (al igual que el resto de variables que incorporan la cotización bursátil en su cálculo) podría ser más susceptible a problemas de endogeneidad²²¹ debido a que los inversores pueden querer invertir en aquellos valores con mejor comportamiento bursátil.

Tal como se verá en la parte de metodología, las dos variables que se utilizarán en este trabajo para la medición del valor de las empresas españolas son las siguientes:

- ✓ ROA: tal como se ha comentado previamente, el rendimiento operativo excluye la estructura de capital de su cálculo, reflejando de una manera más adecuada el rendimiento del negocio de la empresa.
- ✓ Q de Tobin: se utilizará la aproximación de Chung y Pruitt (1994) para el cálculo del mismo. Tal como se ha visto anteriormente, esta aproximación es utilizada de manera generalizada en la literatura existente relacionada con esta tesis.

²²¹ Véase apartado de estadística en el capítulo metodológico.

3 MARCO CONCEPTUAL E HIPÓTESIS DE TRABAJO

La problemática derivada de la separación entre la propiedad y el control de las empresas ha sido una constante a lo largo de la historia empresarial, tal como se ha visto en el marco teórico. Adam Smith, por ejemplo, hace ya más de 200 años mostraba sus dudas sobre la actuación de los directivos en aquellas empresas con propiedad compartida. Más recientemente, en esta misma línea, Berle y Means (1932), en su trabajo principal sobre la empresa americana, volvieron a poner sobre la mesa la problemática de la separación entre propiedad y control de la empresa (problema de relación de agencia). Según los autores, en el marco de dispersión de la propiedad en el que se encontraban las empresas americanas, la divergencia de intereses entre los accionistas y los directivos de las empresas traería consecuencias negativas para las mismas. Dichas consecuencias negativas caben considerarse como costes de agencia, aspecto que Jensen y Meckling (1976) lo asocian a la dificultad que el propietario tiene de verificar que el agente está actuando correctamente. Todo ello se agrava si se tiene en cuenta que en toda relación de agencia subyace también un problema de información asimétrica, léase, el agente tiene habitualmente mayor información que el principal (Eisenhardt, 1989, Maher y Andersson, 2000). Teniendo en cuenta que todo lo anterior es inherente a la existencia de la propia empresa (Coase, 1937, Alchian y Demsetz, 1972), se han ido desarrollando diversos mecanismos para minimizar las negativas consecuencias de los costes de agencia generados. El desarrollo de dichos mecanismos, conocido como gobierno corporativo, ha estado influenciado principalmente por el entorno legal establecido (La Porta et al, 1998). El gobierno corporativo se puede definir como el conjunto de mecanismos que inducen al directivo de una empresa (movido por intereses propios) a la toma de decisiones según criterios de maximización de valor para el accionista (Denis y McConnell, 2003). En este sentido, Rahman (2009) entiende el gobierno corporativo como un sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas. Dichos mecanismos se han clasificado habitualmente en dos grupos según su origen interno o externo a la empresa. Dentro de los de origen interno destacan el consejo de administración y la estructura de propiedad, esta última desde sus

dos vertientes de concentración e identidad del máximo accionista, mientras que dentro de los de origen externo destacan el mercado de control corporativo, especialmente en el mundo anglosajón, y el endeudamiento y la política de dividendos.

Dentro de este marco de actuación, esta tesis se centra en la inversión institucional como mecanismo central de control al equipo directivo. En este sentido, y tal como se ha presentado previamente, el **objetivo general** que trata de cubrir el presente trabajo se puede definir como el análisis, dentro del gobierno corporativo español, de la inversión institucional como mecanismo de control eficiente y su efecto positivo en la generación de valor en las empresas españolas participadas a lo largo del período 2000-2010.

En el presente trabajo, se asume la condición de inversor especializado de los inversores institucionales (Tong y Ning, 2004), su capacidad para solventar los potenciales problemas de *free-rider*, con un claro objetivo de empujar al equipo directivo a actuar bajo el único objetivo de la maximización de valor al accionista (Álvarez y Mendialdea, 2010; Gillan y Satrks, 2003). Esta influencia del inversor institucional en el valor de las empresas participadas es analizada de forma amplia en la literatura existente. Chaganti y Damanpour (1991), Clay (2002), Cornett et al (2007) y Yuan et al (2008), por ejemplo, encuentran evidencia empírica suficiente para apoyar la relación positiva entre la citada presencia accionarial de la inversión institucional y el valor de las empresas participadas. Los dos primeros estudios, basados en una muestra de empresas estadounidenses, difieren desde el lado de la variable utilizada como medidor del valor de las empresas participadas. Los primeros utilizan el ratio ROE, mientras que los segundos se decantan por el ratio de valor bursátil Q de Tobin. Cornett et al (2007) destacan por la segmentación realizada de los inversores institucionales según Brickley et al (1988). Los autores encuentran únicamente una relación positiva entre la presencia accionarial de aquellos inversores resistentes a la presión y el rendimiento operativo de las empresas participadas. Yuan et al (2008), utilizando asimismo el rendimiento operativo como variable dependiente, encuentran también evidencia empírica suficiente para confirmar la planteada positiva relación entre la presencia accionarial de los fondos de inversión en la muestra de empresas chinas analizada y la variable anteriormente citada.

La primera de las hipótesis, basada en lo comentado previamente, presenta un doble enfoque. En primer lugar, se analiza la bondad de la mera presencia accionarial del inversor institucional, mientras que, en un segundo lugar, se enfoca el análisis desde el grado de participación de dicha presencia accionarial. Así, la primera hipótesis recoge el siguiente doble planteamiento:

H1a: Existe una relación positiva entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el valor (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo) de las empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010.

H1b: Existe una relación positiva entre el grado de participación accionarial de los inversores institucionales y el valor (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo) de las empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010.

Dicho doble planteamiento es totalmente inusual en la literatura existente, especialmente desde el lado del análisis de la mera participación accionarial del inversor institucional. Este nuevo enfoque completa el tradicional análisis del vínculo entre determinado grado de participación accionarial y el valor de las empresas analizadas.

El análisis empírico de esta hipótesis, nos llevará al cumplimiento del segundo de los objetivos específicos, aquél que busca explicar el patrón existente dentro del gobierno corporativo español en la relación entre la presencia accionarial de la inversión institucional y el valor generado en dichas empresas participadas.

Por otra parte, cabe destacar que dicha función de control al equipo directivo que se atribuye en esta tesis al inversor institucional, es atribuido también a otros mecanismos en la literatura, tal como se ha ido viendo a lo largo del presente trabajo. En el caso del gobierno corporativo español, la deuda y la concentración de propiedad son dos mecanismos cuya presencia resulta destacable. Además del análisis individual de cada uno de ellos, resulta de interés también analizar la interrelación entre ellos, especialmente si se tiene en cuenta que dichos análisis conjuntos son más bien escasos en la literatura existente.

En el caso de la deuda, tal como se ha visto en el marco teórico, dentro del contexto de las relaciones de agencia, el primer aspecto relevante del endeudamiento es

la incorporación de un segundo agente a la ecuación. Es decir, además del propietario y del equipo directivo, los acreedores desempeñan también un papel destacado en el funcionamiento de la empresa. Por un lado, son fuente de nuevos costes de agencia, al tener objetivos no coincidentes con el resto (Jensen y Meckling, 1976), pero, por otro lado, actúan también de mecanismo de control al equipo directivo (Jensen, 1986). En este segundo aspecto, la literatura existente destaca el papel de la banca en calidad de acreedora de la empresa, controlando al equipo directivo y limitando la discrecionalidad del mismo sobre el excedente de flujo de caja generado (Cuervo et al, 2002).

Por otra parte, en el caso del endeudamiento como mecanismo de control, las oportunidades de crecimiento desempeñan también un papel determinante desde el punto de vista de los costes de agencia. Así, en el caso de las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, Myers (1977) sugiere que un excesivo endeudamiento podría acarrear decisiones futuras que supongan una disminución en el valor de la empresa al tener que abandonar proyectos a priori interesantes para la misma. En cambio, en lo que respecta a empresas con escasas oportunidades de crecimiento, Jensen (1986), en un contexto de generación de flujo de caja libre, sugiere que el endeudamiento es una eficaz herramienta para reducir la discrecionalidad del equipo directivo sobre dicha caja, planteando una relación positiva entre el endeudamiento y el valor de la empresa. Varios estudios avalan esta doble relación, destacando entre ellos McConnell y Servaes (1995), estudio basado en EE.UU., y Andrés Alonso et al (2005), estudio basado en España.

De la anterior doble relación, cabe destacar que desde el punto de vista de los costes de agencia, la deuda actúa como mecanismo de control únicamente en el caso de un entorno con escasas oportunidades de crecimiento. Este aspecto es relevante a la hora de abordar la interrelación existente entre la deuda y la inversión institucional, ambos en concepto de mecanismos de control al equipo directivo. Dicha interrelación se analizará principalmente para el caso de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, siguiendo la línea marcada por Ross (1977) y Grier y Zychowicz (1994). En este punto, cabe reseñar que se sitúa al valor de la empresa como nexo común en la interrelación de ambos mecanismos, analizando el impacto en el valor de las empresas analizadas de la interrelación entre ambos mecanismos de control, aspecto

escasamente analizado en la literatura. Así, uniendo la teoría de señales de Ross (1977)²²², con la capacidad del inversor institucional para controlar al equipo directivo (Tong y Ning, 2004), se llega a la conclusión de que, ante la presencia accionarial de un inversor institucional, la existencia de deuda no aportaría mayor valor a la empresa participada (Grier y Zychowicz, 1994). La propia presencia accionarial del inversor institucional será señal suficiente para el resto de inversores acerca de la ausencia de costes de agencia. En este sentido, cabe destacar la relación conjunta inversor institucional / deuda con el valor de las empresas estudiadas que se analiza, planteado la siguiente hipótesis:

H2: En aquellas empresas cotizadas españolas con escasas oportunidades de crecimiento en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye de forma negativa en la importancia de la deuda como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Por otra parte, y aunque en un primer momento no se haya incorporado al análisis, dada la similitud existente, dentro del marco de las relaciones de agencia, entre la deuda y la política de dividendos (Borokhovich, 2005; Jensen, 1988), resulta de interés también el analizar si, dentro del gobierno corporativo español, se mantiene también en el caso de los dividendos la misma interrelación existente entre la deuda y la inversión institucional. En este sentido, se podría mimetizar lo comentado para el caso del endeudamiento, es decir, la política de dividendos actúa como mecanismo de control al equipo directivo únicamente en el caso de un entorno con escasas oportunidades de crecimiento. Así, continuando con la línea establecida anteriormente en la parte del endeudamiento, la consideración de ambos mecanismos como alternativos implica la no necesidad de una mayor rentabilidad por dividendo en el caso de presencia accionarial de la inversión institucional, planteándose la siguiente hipótesis:

H3: En aquellas empresas cotizadas españolas con escasas oportunidades de crecimiento en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales

²²² La deuda es utilizada por el equipo directivo para lanzar una señal positiva al mercado.

en el capital de las empresas influye de forma negativa en la importancia de los dividendos como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Pasando al caso de la concentración de propiedad, antes de analizar su interrelación con la inversión institucional, cabe destacar, en primer lugar, que las principales teorías existentes en la literatura plantean una relación positiva pero no lineal entre dicha concentración de propiedad y el valor de las empresas analizadas. En este sentido, la concentración de propiedad ayuda a alinear los intereses entre accionistas y equipo directivo, acercando, en cierta forma, la propiedad al control de la compañía, permitiendo, al mismo tiempo, superar el problema de “free rider” habitualmente existente en la propiedad difusa (Grossman y Hart, 1980; Shleifer y Vishny, 1986). En cambio, a partir de cierto nivel de concentración de propiedad²²³, el accionista principal tiene fuertes incentivos para expropiar a aquellos minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997). Denis y McConnell (2003) sugieren también que el control de la compañía lleva asociado un cierto beneficio privado, obtenido a costa de los accionistas minoritarios. Thomsen y Pedersen (2000) y Miguel et al (2004), por ejemplo, encuentran evidencia empírica en torno a dicha relación curvilínea. Thomsen y Pedersen (2010) incluyen en el análisis la identidad del máximo accionista, enfocándolo desde el lado de la inversión institucional. Dichos autores sitúan a los citados inversores en el plano del inversor especializado comentado previamente. En esa línea, a pesar de que dichos inversores presentan también ciertas restricciones que dificultan su potencial impacto en el equipo directivo, especialmente de tipo legal (Bhide, 1994) y de preferencia por la liquidez (Coffee, 1991), Thomsen y Pedersen (2000) sugieren que, dado un cierto nivel de concentración de propiedad, cabría esperar un impacto positivo de la presencia accionarial de la inversión institucional, planteando cierta supremacía sobre el resto de inversores, en línea con el carácter de inversor especializado comentado previamente y superando la relación curvilínea comentada previamente. En esta tesis, en cambio, se plantean ambos mecanismos de control, inversor institucional y concentración de propiedad, como alternativos, siguiendo la línea planteada

²²³ 87% en el caso del trabajo de Miguel et al (2004).

previamente con la deuda y los dividendos. Este planteamiento encaja en el segundo de los enfoques citados previamente en la parte teórica en la relación entre la inversión institucional y la concentración de propiedad. Así, la presencia del inversor institucional sería señal suficiente para el resto de inversores, no siendo necesario para ellos concentrar la propiedad para minorar los costes de agencia existentes. En este punto, cabe reseñar nuevamente la importancia del efecto sobre el valor en el planteamiento de la hipótesis, aspecto novedoso atendiendo a la literatura existente al respecto. En esta línea, se plantea la siguiente hipótesis:

H4: En aquellas empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye, en general, de forma negativa en la importancia de la concentración de propiedad como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

El conjunto de estas últimas hipótesis de interrelación completa el análisis de la inversión institucional como mecanismo eficaz de control al equipo directivo, dando una imagen más global de dicho inversor, permitiendo cumplir, a su vez, con el tercero de los objetivos específicos planteados en esta tesis.

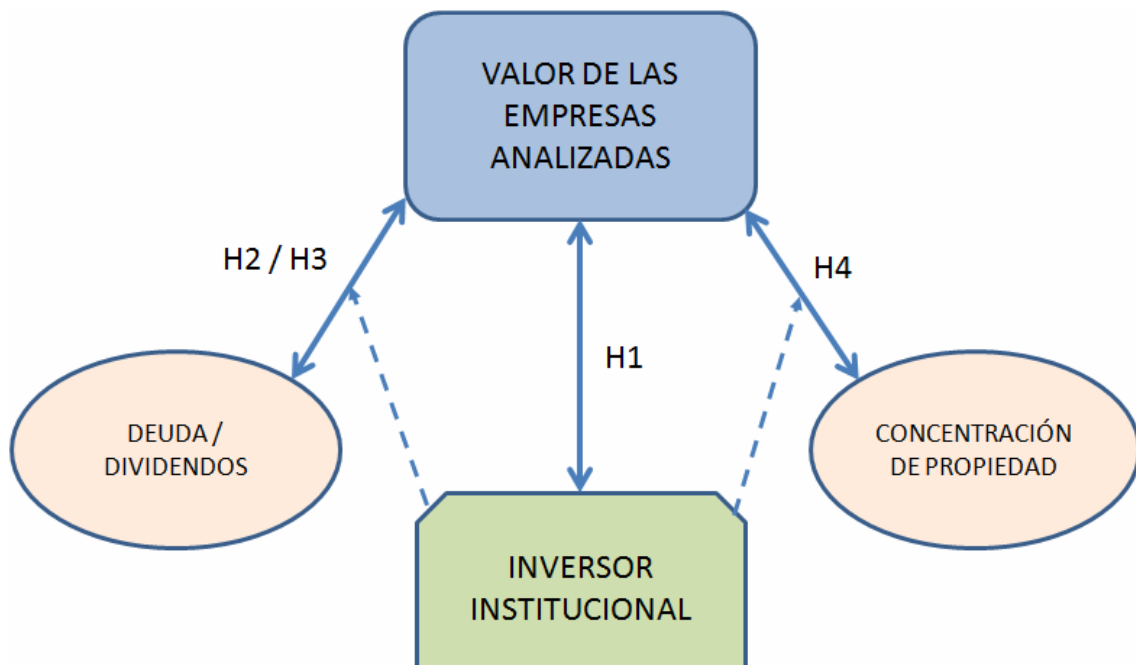
Por último, el siguiente cuadro resume lo planteado en este capítulo, seguido por un diagrama que ilustra lo planteado hasta el momento en el presente capítulo.

Cuadro 9: planteamiento hipótesis.

| Objetivos planteados | Hipótesis planteadas | Descripción |
|---|----------------------|--|
| Objetivo específico 2: modelo relación inversor institucional / valor empresa | Hipótesis 1 | Relación positiva entre la presencia / participación accionarial del inversor institucional y el valor de las empresas analizadas. |
| | Hipótesis 2 | Relación conjunta entre la deuda y el inversor institucional con el valor de las empresas analizadas. |
| Objetivo específico 3: interrelación mecanismos de control | Hipótesis 3 | Relación conjunta entre los dividendos y el inversor institucional con el valor de las empresas analizadas. |
| | Hipótesis 4 | Relación conjunta entre la concentración de propiedad y el inversor institucional con el valor de las empresas analizadas. |

Fuente: elaboración propia.

Figura 21: diagrama de las vinculaciones propuestas en las hipótesis.



Fuente: elaboración propia.

4 GOBIERNO CORPORATIVO ESPAÑA

4.1 Introducción

En el apartado correspondiente al gobierno corporativo, se ha definido al mismo como aquel conjunto de principios y normas que regulan las relaciones de agencia con el fin de minimizar los costes generados de ello. Tradicionalmente, tal como se ha visto en el apartado correspondiente, se han considerado dos tipos de modelos de gobierno corporativo. Por un lado, se encuentra el modelo de mercado, habitual en los países anglosajones, donde, como su propio nombre indica, los mercados financieros juegan un papel determinante en la vida de las empresas, tanto desde el lado de la financiación como de la superación de los costes de agencia (desarrollo del mercado de control corporativo). Por otro lado, se encuentra el modelo interno (habitual en la Europa Continental), donde la empresa gira en torno a la banca, y donde mecanismos internos como la concentración de propiedad son los habituales a la hora de afrontar los costes de agencia generados²²⁴.

La literatura reciente sitúa el gobierno corporativo español en un punto intermedio entre ambos modelos, mostrando una evolución desde el modelo interno hacia el modelo anglosajón (Aguilera, 2005; Tribo et al, 2007). En concreto, Aguilera (2005), en su trabajo sobre la relación entre el gobierno corporativo de un determinado país y el desarrollo del mercado laboral en el mismo, destaca el carácter único del gobierno corporativo español, que evoluciona hacia un modelo híbrido, adoptando prácticas de diversos modelos, especialmente del anglosajón²²⁵. En esta línea, el conocido como informe Aldama²²⁶ destaca el proceso de transición en la que España se encuentra inmersa hacia un modelo centrado en los mercados de valores.

²²⁴ Véase el cuadro 2 para más detalle.

²²⁵ Como ejemplo de ello se puede citar el código Olivencia, que recoge las recomendaciones establecidas para las sociedades cotizadas por la comisión especial creada a tal efecto por el Consejo de Ministros en su reunión de 28 de febrero de 1997. Dicho código Olivencia guarda especial relación con el “*Cadbury report, 1992*” de la legislación inglesa (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004).

²²⁶ “Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas” (8 de enero de 2003)

En una línea similar, Tribo et al (2007) destacan tres aspectos que hacen peculiar el gobierno corporativo español:

- ✓ Bajo desarrollo de los mercados de capitales en comparación a los países anglosajones, pero superior al de países como Alemania y Japón, considerados como estandartes del modelo interno de gobierno corporativo. Así, según datos del Banco Mundial²²⁷, en el año 2011 el ratio de capitalización sobre PIB se situaba en el 69,80%, mientras que en el Reino Unido alcanzaba niveles de 118,70% y en Alemania, en cambio, se quedaba en el 32,90%.
- ✓ Bajo nivel de protección de los inversores, aspecto también destacado por La Porta et al (1998). Así, en el informe *DoingBusiness* del Banco Mundial (junio 2012)²²⁸, España se situaba en el puesto 24 de 31 dentro del conjunto de países pertenecientes a la OCDE, aspecto destacado también por Cortijo-Gallego y Yezegel (2008) haciendo referencia al informe del año 2007.
- ✓ Elevada concentración de propiedad en respuesta a dicha menor protección de los inversores, pero inferior a la encontrada en países como Alemania y Francia, países situados de manera similar en el ranking del Banco Mundial comentado en el punto anterior.

El siguiente cuadro pone en perspectiva la situación española frente a los países más representativos de los dos modelos de gobierno corporativo principales.

²²⁷ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (último acceso 8/3/2013).

²²⁸ <http://www.doingbusiness.org/rankings> (último acceso 8/3/2013).

Cuadro 10: comparativa gobierno corporativo español.

| | Modelo interno (Alemania y Japón) | Modelo externo (EE.UU. y Reino Unido) | España |
|-------------------------------------|---|---------------------------------------|---|
| Tipo de control | Propiedad interna | Mercados de capitales | Propiedad interna / incremento importancia mercados |
| Propiedad de deuda y capital | Concentrada | Dispersa | Concentrada |
| Orientación inversores | Control | Inversión | Control |
| Conflicto de agencia | Accionista mayoritario y minoritario | Accionista y directivo | Mixto |
| Control corporativo | Muy limitado | Importante | Muy limitado |
| Consejo de Admón. | Separación entre las funciones de gestión y supervisión | Mecanismo de control | Falta de separación entre gestión y supervisión |
| Origen legal | Derecho civil alemán | Derecho común | Derecho civil francés |
| Protección inversores | Medio (Japón) / Bajo (Alemania) | Alto | Bajo |
| Protección acreedores | Bajo (Japón) / Medio (Alemania) | Bajo | Bajo |

Fuente: elaboración propia a través de Tribo et al (2007).

A lo largo de este apartado se desarrollarán las características principales y la evolución en los últimos años del gobierno corporativo en España. Así, en el siguiente punto se analizarán los avances realizados en forma de recomendaciones de mejora del gobierno corporativo²²⁹, desde el inicial código Olivencia, al último código unificado de buen gobierno (conocido también como código Conthe), pasando por el informe Aldama²³⁰. En el último punto, por otra parte, se analizará el desarrollo en España de los diversos mecanismos de control explicados a lo largo del presente trabajo.

4.2 Recomendaciones de buen gobierno corporativo

El debate en torno al gobierno corporativo en España surgió, al igual que en el resto de los países, en torno a la problemática derivada de la separación entre la propiedad y la gestión, aspecto ampliamente analizado a lo largo de este trabajo. Dicha separación, junto a la consecuente asimetría de información entre ambas partes, tal como constata el informe Olivencia, es algo inherente al conjunto de las empresas que

²²⁹ Tal como señala Cuervo et al (2002), los países europeos han tratado de solventar los problemas de gobierno corporativo existentes mediante el desarrollo de códigos de buen gobierno.

²³⁰ El conjunto de dichos códigos toma como nombre el de la persona que presidió los trabajos de los comités establecidos para ello.

apelan a los mercados de capitales. El conjunto de los códigos de buen gobierno publicados en España a lo largo de los últimos años han impulsado la máxima transparencia posible en la información generada por parte del equipo directivo hacia los accionistas de la compañía. Dichos códigos se han materializado en la práctica no por vía legislativa sino por vía de conjunto de recomendaciones, siguiendo los principios de voluntariedad y de “cumplir o explicar”²³¹ (Velayos, 2006). Dicho principio de autorregulación persigue el objetivo de que los mercados financieros premien a aquellas empresas que mejor desarrollen su propio gobierno corporativo. Ello es impulsado a través de la búsqueda de una mayor transparencia en la actividad directiva y en la necesidad de tener que explicar el motivo del no cumplimiento de las recomendaciones recogidas en los diversos códigos de gobierno.

En los siguientes puntos se analizarán los diversos códigos aprobados en los últimos años:

- ✓ Informe sobre el consejo de administración y el código de buen gobierno (en adelante el código Olivencia).
- ✓ Informe para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (en adelante el informe Aldama).
- ✓ Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (en adelante código Conthe).

4.2.1 Informe sobre el consejo de administración y el código de buen gobierno (código Olivencia)

El código Olivencia surge de la constatación de la problemática derivada de la separación entre la propiedad y la gestión de las empresas, problemática mostrada especialmente en las empresas cotizadas. Tal como señala el propio informe, es necesario evitar o corregir los males provenientes del citado conflicto de agencia, impulsando la transparencia del equipo de gestión, personalizado en el consejo de administración²³². En esta línea, el informe versa, casi exclusivamente, en torno al

²³¹ “Comply or explain”

²³² “Esta comisión estima que la función general de supervisión es la más genuina del Consejo de las sociedades cotizadas y, dentro de ella, desglosa tres responsabilidades fundamentales: orientar la política

funcionamiento del citado consejo, proponiendo criterios y medidas tendentes a mejorar el buen gobierno de las empresas. Los puntos principales del código son los siguientes:

- ✓ Objetivo del consejo: el código recomienda establecer la creación de valor para el accionista como objetivo de actuación del consejo. Dicha creación de valor debe entenderse en el sentido amplio, considerando al conjunto de grupos implicados en la empresa²³³.
- ✓ Composición del consejo: las recomendaciones del código giran en torno a los siguientes dos puntos:
 - Clases de consejeros: recomienda la presencia en el consejo de los siguientes tres tipos de consejeros:
 - Ejecutivo: aquellos consejeros que forman parte del equipo de gestión. Su incorporación se considera adecuada para que el consejo se encuentre informado de la gestión de la compañía, aunque en clara posición minoritaria frente al resto de consejeros.
 - Dominical: aquellos consejeros que representan a las participaciones accionariales significativas²³⁴.
 - Independiente: representan los intereses de los accionistas minoritarios. El código recomienda que la proporción entre éstos y aquellos dominicales se ajuste a la proporción

de la compañía, controlar las instancias de gestión, y servir de enlace con los accionistas.” (Código Olivencia, pp. 17)

²³³ “...esto no significa...hayan de perseguir los intereses de los accionistas a cualquier precio...proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse respetando...el derecho...las obligaciones contractuales explícitas e implícitas...” (Código Olivencia, pp. 19)

²³⁴ “...titulares o representar a los titulares de paquetes accionariales de la compañía con capacidad de influir por sí solos, o por acuerdos con otros, en el control de la sociedad.” (Código Olivencia, pp. 22)

existente entre las participaciones significativas y aquellas minoritarias²³⁵.

- Tamaño del consejo: el código incide sobre los aspectos negativos de un consejo sobredimensionado²³⁶, aunque reconociendo la necesidad de un tamaño mínimo. La conclusión final, en forma de recomendación, establece entre cinco y quince el número óptimo de consejeros.
- ✓ Estructura del consejo: el análisis realizado en el informe gira principalmente en torno a la figura del presidente y a las diversas comisiones u órganos delegados que el consejo puede o debe utilizar para la mejora de su funcionamiento.
 - Presidente: el debate principal se sitúa en la conveniencia de aglutinar en su figura también la de primer ejecutivo de la compañía. A pesar del tono reticente del informe, no hay una postura clara al respecto, recomendando únicamente la necesidad de adoptar medidas de cautela en el caso de apostar por la concentración de poder en torno a la figura del presidente.
 - Comisiones delegadas: el código recomienda el funcionamiento de las siguientes comisiones:
 - Comisión ejecutiva: siendo necesario el mantenimiento del mismo equilibrio existente en el seno del consejo en torno a los distintos tipos de consejeros.

²³⁵ El informe, al recomendar la presencia de consejeros independientes, sigue la línea académica de otorgar a dichos consejeros superior diligencia para llevar a cabo tareas de control al equipo ejecutivo. (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983a)

²³⁶ En línea con el consenso existente a nivel académico respecto a la relación negativa entre el tamaño del consejo de administración y el valor de las empresas analizadas (Andres et al, 2005; Hermalin y Weisbach, 2003; Gispert y Ortín, 2002, Yermack, 1996).

- Comisión de auditoría: información y control contable, formada exclusivamente por consejeros externos (dominicales e independientes).
 - Comisión de nombramientos: selección de consejeros independientes y altos directivos. También formada exclusivamente por consejeros externos.
 - Comisión de retribuciones: determinación y revisión de la política retributiva. Al igual que los dos casos anteriores, formada exclusivamente por consejeros externos.
- ✓ Relación del consejo con los accionistas: el informe reflexiona en torno a la problemática de “free rider”²³⁷ inherente a estructuras dispersas y a la ineficacia de las juntas generales de accionistas como órgano representativo del conjunto de los accionistas²³⁸. El informe propone mejorar en la transparencia de las delegaciones de voto, incidiendo especialmente en aquellos casos donde el consejo esté incurriendo en conflicto de intereses²³⁹. Otro de los aspectos que el informe recomienda es la adopción de políticas de comunicación con los inversores instituciones.
- ✓ Relación del consejo con los mercados: tal como indica el informe, las sociedades cotizadas deben tener especial cuidado en la transmisión de información a los inversores. Aunque en la mayoría de los casos, dicha información se encuentra regulada, el informe recomienda al consejo de administración especial cuidado en informar aquellos hechos que afecten a la estructura de propiedad de la sociedad, que modifiquen las reglas de

²³⁷ “apatía racional” en palabras del comité.

²³⁸ “Nada tiene de extraño, por ello, que la Junta haya quedado reducida en muchas ocasiones a una reunión protocolaria o simplemente rutinaria.” (Código Olivencia, pp. 51)

²³⁹ “Es evidente, por ejemplo, que en el caso de que se incluya una propuesta de introducir una medida defensiva frente a ofertas de adquisición hostiles, deberá indicarse que el Consejo de Administración está en una situación de conflicto.” (Código Olivencia, pp. 52)

gobierno, que versen sobre operaciones vinculadas entre sociedades del grupo o que se refieran a los fondos propios de la sociedad.

Por último, cabe realizar un análisis sobre la encuesta realizada por la CNMV sobre el grado de asunción del presente código relativo al ejercicio 2001. Velayos (2006) destaca los siguientes aspectos:

- ✓ Las recomendaciones seguidas alcanzan, de media, el 19,6%.
- ✓ Únicamente ocho sociedades siguen de manera completa las recomendaciones del presente código²⁴⁰.
- ✓ El carácter voluntario del código conlleva a interpretaciones muy distintas por parte de las sociedades, especialmente en aquellas recomendaciones más críticas como el del consejero independiente, los conflictos de intereses o las operaciones vinculadas.
- ✓ El presente código se encuentra orientada a empresas con propiedad difusa, aspecto no habitual dentro de las sociedades cotizadas españolas²⁴¹. Tal como reseña McKean (2004)²⁴², la concentración de propiedad existente en España ha podido dificultar la exitosa implementación del código Olivencia a través de la autorregulación que propugna.

4.2.2 Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (informe Aldama)

Los meses previos a la decisión del gobierno (reunión del Consejo de Ministros del 19 de julio de 2002) de constituir una comisión especial con el fin de incrementar la

²⁴⁰ Tal como se ha comentado anteriormente, el código Olivencia guarda cierta similitud con el “*Cadbury report*” inglés, en cambio, existen todavía claras diferencias entre las realidades empresariales de España y Reino Unido. García Lara et al (2007) achacan el escaso éxito en la implementación del código Olivencia a dicho intento de aplicar principios anglosajones en un país con régimen legal de derecho civil.

²⁴¹ En este punto cabe destacar la crítica realizada por Aguilera y Cuervo-Cazurra (2004) al presente código por su excesivo parecido al “*Cadbury Report*” del Reino Unido, donde la preponderancia de la propiedad difusa sí es una realidad de la estructura de propiedad de las empresas cotizadas.

²⁴² Citado en Cortijo-Gallego y Yezegel (2008).

transparencia en los mercados financieros fueron especialmente convulsos, con varios escándalos corporativos, especialmente en los EE.UU., donde destacaron por su importancia aquellos referentes a Enron, Tyco y Worldcom. La respuesta legislativa dada por los EE.UU.²⁴³ marcó la pauta para el resto de los países, entre ellos España²⁴⁴. En esta tesitura, la principal tarea de la citada comisión especial será el análisis del grado de asunción del código Olivencia y el establecimiento de pautas de actuación a las sociedades cotizadas con el fin último de, tal como se ha comentado previamente, incrementar la transparencia en los mercados y, en consecuencia, la seguridad para los inversores. Al igual que el código Olivencia, este informe se materializa principalmente en base a un conjunto de recomendaciones que las sociedades cotizadas pueden adoptar de manera voluntaria, teniendo que explicar en caso contrario²⁴⁵. En cambio, tal como reseña Velayos (2006), el informe Aldama expresa también la conveniencia de avanzar en el desarrollo legislativo de ciertas recomendaciones²⁴⁶. Los puntos principales del informe Aldama son los siguientes:

- ✓ El principio de transparencia y el deber de informar: el informe presta especial atención a la información que las sociedades cotizadas deben proporcionar a los mercados²⁴⁷, incidiendo no solamente en la transmisión de la información contable, sino también de aspectos cualitativos como el gobierno corporativo. En estos aspectos, los puntos a informar que destaca el informe son los siguientes:

²⁴³ *Sarbanes-Oxley Act of 2002* (<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/content-detail.html>, último acceso 16/3/2012)

²⁴⁴ Además de ello, España se encontraba en pleno proceso tanto de armonización Europea como de integración con las economías globales, enfrentándose, por ello, los mercados de capitales a retos importantes. (Cortijo-Gallego y Yezegel, 2008)

²⁴⁵ Principio de “cumplir o explicar” comentado en la parte introductoria.

²⁴⁶ Tal como destaca Velayos (2006), la Ley de Transparencia (Ley 26/2003, de 17 de julio de 2003) responde, en cierta forma, a la necesidad legislativa expresada en el informe Aldama. Dicha ley establece dos requerimientos principales a las sociedades cotizadas. Por un lado, elaborar y publicar un informe de gobierno corporativo y, por otro lado, establecer en la página web un lugar para los accionistas, actualizándolo con toda la información relevante para los mismos.

²⁴⁷ “En los mercados financieros, la información es la piedra angular sobre la que descansa todo el sistema para que los precios se formen adecuadamente y se pueda tutelar la posición de quienes en ellos actúan.” (Informe Aldama, pp. 13)

- Estructura de propiedad de la sociedad.
 - Estructura de la administración de la sociedad.
 - Operaciones vinculadas e intragrupo.
 - Sistemas de control de riesgo.
 - Funcionamiento de la Junta General.
- ✓ El principio de seguridad: directamente ligado al principio anterior, el informe, al igual que el código Olivencia, pivota el concepto de seguridad sobre los ejes de transparencia (comentado previamente) y deber de lealtad de los administradores y accionistas significativos. En este último punto, el informe Aldama se desmarca de su predecesor, mostrando la conveniencia de cierto desarrollo legislativo en este ámbito.
- ✓ Junta General de Accionistas: dada la importancia de este órgano de gobierno²⁴⁸, el informe recomienda a las sociedades que faciliten la participación en la misma al conjunto de accionistas, facilitando también los procesos de representación y delegación de voto.
- ✓ Consejo de Administración: al igual que el código Olivencia, este informe incide especialmente en diversos aspectos del mismo.
- Consejeros: se ha mantenido la distinción de consejeros realizada por el código Olivencia, y que también es utilizada por códigos o leyes de otros países²⁴⁹, siendo los siguientes:
 - Ejecutivos: aquellos que poseen funciones directivas en la sociedad.

²⁴⁸ “...órgano social soberano a través del cual se articula el derecho del accionista a intervenir en la toma de decisiones esenciales de la sociedad,...” (Informe Aldama, pp. 29)

²⁴⁹ *Sarbanes-Oxley Act* por ejemplo (Cortijo-Gallego y Yezegel, 2008)

- Externos dominicales: consejeros que representan a participaciones accionariales significativas y estables en la sociedad.
 - Externos independientes: representan a los accionistas minoritarios, por lo que, deben destacar por su imparcialidad y objetividad de criterio.
- Composición del consejo: el informe mantiene el criterio establecido por el código Olivencia de recomendar una posición minoritaria de consejeros ejecutivos y de mantener entre los externos una proporción que se ajuste a la existente entre el capital representado por los consejeros dominicales y el capital flotante.
 - Comisiones del Consejo de Administración: el informe siguen en líneas generales las pautas marcadas por el código Olivencia, destacando las siguientes comisiones dentro del funcionamiento del consejo:
 - Comisión ejecutiva: al igual que en el código Olivencia, ésta sería la única comisión con capacidad para adoptar acuerdos vinculantes, recomendando el informe Aldama el mantenimiento en su seno de la misma proporcionalidad existente en el consejo de administración.
 - Comisión de auditoría y control: el informe, en línea con su predecesor, recomienda que dicha comisión esté participada únicamente por consejeros externos y presidida por uno independiente.
 - Comisión de nombramientos y retribuciones: el informe Aldama agrupa en una las dos comisiones que establecía el código Olivencia en este aspecto. En las recomendaciones sujetas a esta comisión, sigue la línea establecida por el

anterior código, impulsando la presencia de únicamente consejeros independientes en el seno de esta comisión.

- Comisión de estrategia e inversiones: designada para proponer o informar al consejo sobre decisiones estratégicas relevantes para la sociedad.

4.2.3 Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (código Conthe)

El código unificado da respuesta a lo establecido en la orden ECO/3722/2003 sobre el requerimiento a la CNMV de elaborar un documento recogiendo las recomendaciones de gobierno corporativo existentes. Para ello, el Gobierno estableció la creación un grupo especial de asesoramiento a la CNMV²⁵⁰, con el fin de que dicho documento único no se limitara únicamente a refundar las recomendaciones ya existentes, sino que adoptara también las recomendaciones formuladas por otros organismos como la OCDE o la Comisión Europea.

Dicho código unificado, al igual que sus precedentes, se materializa también vía recomendaciones de cumplimiento voluntario, debiendo explicar en caso de no cumplimiento. No obstante, tal como reseñan Velayos (2006) y Cortijo-Gallego y Yezegel (2008), el denominado código Conthe es mucho más detallado que los anteriores²⁵¹, situándose en determinados aspectos más cerca de un criterio reglamentario que de uno de autorregulación. En esta línea, el código unificado introduce un apartado de definiciones vinculante, es decir, cada una de las sociedades, aún siendo libre de adoptar o no determinada recomendación, deberá respetar el significado que el código establece de los conceptos recogidos en dichas recomendaciones²⁵².

²⁵⁰ Acuerdo adoptado el 29 de julio de 2005.

²⁵¹ 74 recomendaciones, en contraste, por ejemplo, con las 23 del código Olivencia.

²⁵² “...las sociedades podrán optar libremente por seguir o no la Recomendación número 13 sobre consejeros independientes, pero no podrán calificar como “independiente”...a un consejero que no reúna las condiciones mínimas establecidas en el epígrafe 5 del apartado III de definiciones de este Código.” (Código Conthe, pp. 11)

Las principales recomendaciones del código unificado son las siguientes:

- ✓ Limitaciones estatutarias: aspecto novedoso en comparación con los códigos precedentes. Con el fin de eliminar obstáculos al desarrollo del mercado de control corporativo, el código recomienda la eliminación de los límites de voto existentes en los Estatutos de varias sociedades, al igual que otras restricciones que pudieran dificultar la toma de control de la sociedad.
- ✓ Junta General de Accionistas: al igual que en el informe Aldama, las recomendaciones en este código persiguen también el facilitar al conjunto de accionistas su participación en la misma. Tres recomendaciones son especialmente relevantes:
 - Conocimiento del detalle de los acuerdos a adoptar en el mismo momento de la publicación del anuncio de la Junta.
 - Votación separada de asuntos, especialmente en lo referente al nombramiento o ratificación de consejeros y a la modificación de determinados artículos de los Estatutos.
 - Fraccionamiento de voto, a fin de que los intermediarios financieros que actúen como fiduciarios puedan emitir sus votos acorde a las instrucciones recibidas por cada uno de los clientes.
- ✓ Consejo de Administración: en líneas generales se sigue con la filosofía establecida en los códigos anteriores, aunque con un desarrollo mucho más detallado de las recomendaciones. Las principales recogidas en torno a este punto son las siguientes:
 - Objetivo: el código Conthe entiende que el objetivo final del consejo debe ser el maximizar el valor económico de la empresa. Ello no es óbice, en cambio, para que se respete la legalidad vigente y se cumpla con las obligaciones contractuales concertadas, así como con los principios de responsabilidad social establecidos.

- Tamaño: al igual que el código Olivencia, establece entre cinco y quince consejeros el tamaño óptimo para el consejo.
- Composición del consejo: el código Conthe mantiene los tres tipos de consejeros establecidos en los códigos precedentes, añadiendo una precisa definición para el caso de los consejeros externos. Las principales recomendaciones recogidas son las siguientes:
 - Presencia de un tercio de consejeros independientes, recomendando la no pertenencia de éstos durante un período continuado superior a los doce años.
 - Presencia mayoritaria de consejeros externos a fin de cumplir con la función de supervisión inherente al consejo de administración.
 - Proporcionalidad entre los consejeros externos acorde a la existente entre la participación accionarial que representan los consejeros dominicales y el capital flotante existente.
 - Diversidad de género: el código pretende impulsar la participación femenina en los consejos de administración, recomendando al consejo, en caso de presencia escasa de consejeras, que explique los motivos de dicha ausencia, y a la comisión de nombramientos que facilite la presencia de mujeres en los procesos de selección.
- Presidente: al igual que el código Olivencia, el debate principal gira en torno a la conveniencia de aglutinar en la misma persona las figuras de presidente y de primer ejecutivo de la compañía. El código Conthe no se pronuncia sobre la mejor alternativa, pero recomienda habilitar a uno de los consejeros independientes ciertas funciones de “contrapoder”²⁵³.

²⁵³ “Que, cuando el Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, se faculte a uno de los consejeros independientes para solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos

- Comisiones: el presente código sigue las pautas establecidas por el código Olivencia, eliminando la comisión de estrategia recogida por el informe Aldama. El código Conthe entiende que la función de estrategia es algo inherente al propio consejo, no siendo necesaria la creación de ninguna comisión para dicha función. Las comisiones recogidas en el presente código son las siguientes:
 - Comisión delegada o ejecutiva: al igual que en los códigos anteriores, este código también recomienda el mantenimiento en esta comisión de la misma proporcionalidad mantenida en el consejo de administración en cuanto a tipos de consejeros.
 - Comisiones de supervisión y control: el código incluye una serie de recomendaciones generales para las comisiones incluidas dentro de este grupo. La principal es que el presidente sea consejero independiente y que la comisión este compuesta exclusivamente por consejeros externos, con un mínimo de tres. Las comisiones establecidas son las siguientes:
 - Comisión de auditoría: el código recomienda a esta comisión ocuparse de aspectos de auditoría interna y de gestión de riesgos.
 - Comisión de nombramientos: en línea con los códigos precedentes, éste recomienda también que los consejeros independientes sean propuestos por esta comisión, mientras que la designación del resto de consejeros sea al menos informada a dicha comisión.
 - Comisión de retribuciones: en línea con los códigos anteriores, el código Conthe recomienda que esta

comisión defina la política de retribución de los consejeros y altos ejecutivos.

4.3 Mecanismos de control

En el presente apartado se analizará el gobierno corporativo de España desde la óptica de los mecanismos de control al equipo directivo. Al igual que lo realizado en el apartado correspondiente, dichos mecanismos de control se separan entre internos y externos, analizándose la situación actual en cada uno de ellos, además de mostrar los principales trabajos académicos existentes. En el caso español es evidente la importancia o mayor desarrollo de los mecanismos internos, especialmente el uso de la estructura de propiedad como mecanismo de reducción de los potenciales costes de agencia existentes. En cuanto a los mecanismos externos, el desarrollo de los mismos ha sido más bien escaso, siendo posiblemente el origen legal la principal razón para ello.

4.3.1 Mecanismos internos de control

4.3.1.1 Consejo de Administración

La literatura existente es bastante escasa acerca del papel del consejo de administración como mecanismo de control en la realidad empresarial española. Tal como se ha explicado anteriormente, el desarrollo normativo que se ha realizado en los últimos años se ha basado en el principio de autorregulación, no existiendo obligatoriedad de cumplimiento en los diversos códigos planteados, aunque debiendo explicar los motivos del no cumplimiento. En el origen de los códigos se encuentra una clara tendencia de importar aspectos anglosajones de gobierno corporativo, práctica ésta altamente criticada en el mundo académico. El distinto origen legal (La Porta et al, 1999) y las diferencias de gobierno corporativo existentes (Tribo et al, 2007) han generado dudas acerca del éxito en la implementación de los diversos códigos publicados. En este sentido, García Osma y Gill de Albornoz (2007) sugieren, basándose en los resultados obtenidos en su trabajo sobre los efectos de la composición del consejo de administración, que la mera importación de códigos de buen gobierno anglosajones no parece ser una salida para la mejoría del gobierno corporativo español. En los resultados obtenidos por dichos autores destaca la ausencia de efecto positivo de los consejeros independientes en el conservadurismo de la publicación de resultados.

García Lara et al (2007) muestran también similar preocupación ante el seguidismo de prácticas anglosajonas. Según los autores, las diferencias existentes entre la realidad española y la anglosajona dificultarán la implementación práctica de los códigos de buen gobierno establecidos, siendo más adecuada la búsqueda el desarrollo de prácticas acordes a las características españolas. En este sentido cabe entender el desarrollo del código Conthe en varios aspectos, especialmente en lo referente a la definición del consejero independiente, acotando de manera importante los criterios para el cumplimiento de dicha función.

En resumen, los diversos códigos de buen gobierno tratan de incrementar la presencia de consejeros independientes y de reducir el tamaño de los consejos²⁵⁴, pero la implementación práctica de las mismas dista mucho todavía de ser la óptima.

4.3.1.2 Estructura de propiedad

En línea con la realidad empresarial existente a lo largo de la Europa Continental, la concentración de propiedad es la estructura predominante en la economía española²⁵⁵. La siguiente tabla muestra los datos recogidos en el año 2006 por Garmendia y del Orden (2008) en relación a la concentración de propiedad en la economía española, desglosando los datos por tipo de accionista principal.

²⁵⁴ En línea con los resultados obtenidos en los trabajos empíricos basados en el mundo anglosajón.

²⁵⁵ Véase tabla 2 para una comparativa de estructuras de propiedad en los principales países mundiales.

Tabla 4: Concentración de propiedad y tipo de accionista en la economía española (año 2006).

| Accionista mayoritario | Concentración de propiedad | Empresas controladas s/total de participadas | Empresas controladas s/total de empresas |
|------------------------------------|-----------------------------------|---|---|
| Entidades financieras | 93,9 | 47,3 | 0,4 |
| Individuos y familias | 95,6 | 65,9 | 45,4 |
| Empresas no financieras nacionales | 92,5 | 64,8 | 18,6 |
| Empresas extranjeras | 95,9 | 82,5 | 3,8 |
| Sector público | 91,9 | 67,8 | 0,4 |
| Inst. financieras no bancarias | 91,6 | 43,5 | 0,7 |
| Otros | 91,1 | 22,6 | 0,1 |
| Dos tipos al 50% | 50 | – | 10,2 |
| Nadie tiene más del 50% | 32,8 | – | 20,4 |
| Total | 77,5 | 69,4 | 100 |

Fuente: elaboración propia a través de Garmendia y del Orden (2008).

La última columna de la tabla muestra la comentada concentración de propiedad existente en la economía española, con solo un 20,40% de empresas con propiedad difusa. Dicha realidad, aunque en menor medida, se encuentra también en las empresas cotizadas. La siguiente tabla recoge la participación accionarial media en una muestra de empresas cotizadas por tipo de accionista. Dichas participaciones se calculan a través del registro de participaciones significativas de la CNMV, asumiendo únicamente dichos datos como relevantes para el cálculo de la concentración de propiedad²⁵⁶.

²⁵⁶ Aún pudiendo existir accionistas pertenecientes a alguno de dichos grupos accionariales con participaciones inferiores a la necesaria para comunicar a la CNMV, no se consideran relevantes a efectos de la concentración de propiedad como mecanismo de control.

Tabla 5: concentración de propiedad por tipo de accionista en las empresas cotizadas españolas.

| Año | Participación accionarial por tipo de accionista | | | | | | Total |
|------|--|-------|---------|-----------------------|----------|------------|--------|
| | Inversor institucional | Banca | Familia | Empresa no financiera | Gobierno | Directivos | |
| 2005 | 6,72% | 5,57% | 20,76% | 7,17% | 0,37% | 2,24% | 42,82% |
| 2006 | 5,86% | 5,57% | 23,84% | 8,16% | 0,51% | 2,48% | 46,42% |
| 2007 | 4,56% | 5,57% | 24,68% | 8,85% | 0,61% | 2,26% | 46,53% |
| 2008 | 5,24% | 6,94% | 26,69% | 11,71% | 0,61% | 2,79% | 53,97% |
| 2009 | 5,05% | 7,29% | 28,68% | 12,23% | 0,64% | 3,22% | 57,11% |
| 2010 | 6,08% | 7,70% | 26,79% | 11,33% | 0,73% | 3,86% | 56,48% |

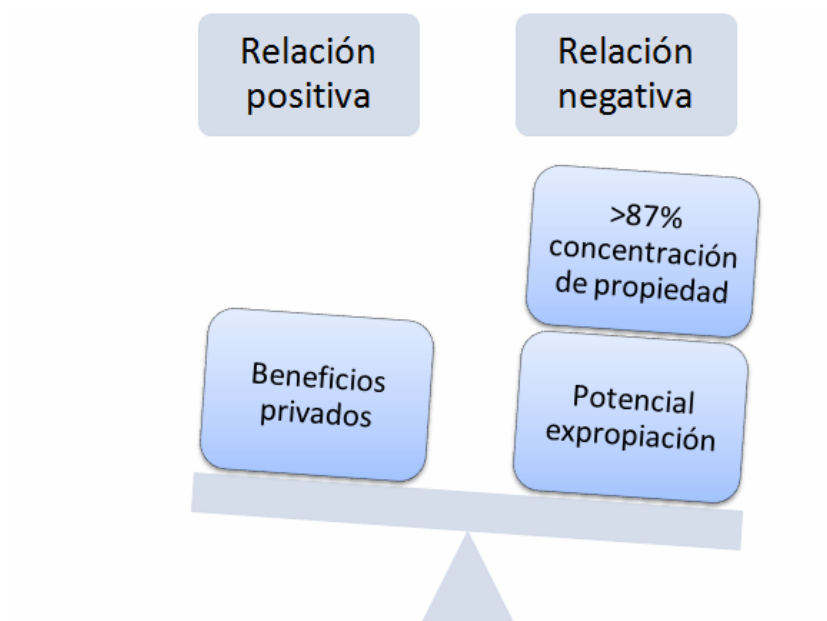
Fuente: elaboración propia a partir de la CNMV.

La situación de las empresas cotizadas, aunque con una menor concentración de propiedad es similar a sus homólogas no cotizadas. La concentración de propiedad continúa siendo relevante, destacando de la misma manera la preponderancia de la propiedad familiar dentro de los diversos tipos de accionistas existentes. Tal como señalan López de Foronda et al (2007), la concentración de propiedad resulta necesaria en aquellas economías donde la protección legal de los inversores se presenta débil, como es el caso de la economía española. En esta línea, Alonso-Bonis y Andrés-Alonso (2007) encuentran una relación positiva entre la concentración de propiedad y el valor de las empresas españolas analizadas, medido a través del ratio Q de Tobin.

La literatura existente en el ámbito español, en cambio, en línea con lo mostrado en el apartado correspondiente de estructura de propiedad, refleja también los aspectos negativos provenientes de la concentración de propiedad. Miguel et al (2004), por ejemplo, encuentran una relación no lineal entre la concentración de propiedad y el valor de las empresas analizadas. Dicha relación, inicialmente positiva, se torna negativa a partir de determinado nivel de concentración de propiedad²⁵⁷. A partir de dicho nivel, el efecto negativo de la potencial expropiación supera al efecto positivo de la alineación de intereses producida por la concentración de propiedad, tal como se ilustra en la siguiente figura.

²⁵⁷ A partir del 87% de concentración de propiedad, según evidencia empírica de los autores.

Figura 22: relación no lineal entre concentración de propiedad y valor de la empresa (Miguel et al, 2004).



Fuente: elaboración propia.

Continuando con los efectos negativos de la concentración de propiedad, Delgado-García et al (2010) encuentran un efecto negativo entre la concentración de propiedad y la reputación empresarial medida a través del ranking MERCO²⁵⁸. Dicho efecto negativo es mayor en el caso de la inversión institucional como principal accionista²⁵⁹.

Por último, la identidad del máximo accionista ha sido tratado también por Tribo et al (2007) en su trabajo sobre el efecto de la presencia de bloques accionariales en la política de inversión de las empresas analizadas. Según los autores, la presencia de la banca como principal accionista tiene un efecto negativo en las inversiones de I+D de las empresas participadas, mientras que, en el lado positivo, se sitúan las empresas no financieras.

²⁵⁸ 100 mejores empresas en cuanto a reputación empresarial, obtenidas a través de diversas encuestas a directivos.

²⁵⁹ Tal como reseñan los propios autores, este resultado difiere de los obtenidos en los países anglosajones (derecho común), donde habitualmente se encuentra evidencia empírica sobre una relación positiva entre la inversión institucional y la reputación empresarial.

4.3.2 Mecanismos externos de control

4.3.2.1 Mercado de control corporativo

Al igual que en el resto de Europa, la actividad de control corporativo ha sido escaso en España, especialmente en comparación con los países anglosajones. Cuervo (2002), tal como se ha comentado en el apartado correspondiente, esgrime tres razones principales para dicho menor desarrollo de la actividad corporativa. En primer lugar, razones socio-culturales que convierten a las operaciones de control corporativo como negativas y contrarias al orden lógico empresarial. En segundo lugar, la estructura de propiedad dominante, destacando una elevada concentración de propiedad, alcanzada en la mayoría de las ocasiones mediante complejas estructuras de propiedad. Por último, el autor sitúa la defensa estatutaria que los directivos utilizan²⁶⁰ como defensa ante posibles operaciones de control corporativo. En el caso español, podrían citarse dos razones principales para el escaso desarrollo del mercado de control corporativo, especialmente en comparación con los países anglosajones, tal como se ha comentado previamente. En primer lugar, el insuficiente desarrollo de los mercados financieros, tal como se aprecia en la siguiente tabla.

Tabla 6: indicadores de desarrollo de los mercados financieros.

| | Capitalización empresas cotizadas s/PIB | Volumen contratación s/ PIB |
|-------------|---|-----------------------------------|
| EE.UU. | 104,30% | 205,10% |
| Reino Unido | 118,70% | 121,50% |
| Japón | 60,30% | 70,90% |
| Alemania | 32,90% | 48,80% |
| Francia | 56,60% | 53,20% |
| Italia | 19,70% | 40,40% |
| España | 69,80% | 96,10% |

Fuente: elaboración propia a través de base de datos del Banco Mundial.

²⁶⁰ Como ejemplo de ello, se situaría la limitación de los derechos de voto.

Tal como se ha visto a lo largo de diversos apartados de este trabajo, el origen legal explica de manera importante las diferencias existentes entre diversos países en torno al desarrollo de los mercados financieros (La Porta et al, 1997). En este sentido, la menor protección al inversor existente en países del entorno del derecho civil (España, por ejemplo), dificulta el desarrollo de los mercados financieros y el acceso de las empresas a dicha financiación.

En segundo lugar, la estructura de propiedad comentada en el apartado anterior. La concentración de propiedad existente, junto a la mayoritaria presencia familiar, ha dificultado en los últimos años la proliferación de operaciones de control corporativo. Las limitaciones de voto, ya derogadas, que han existido también han sido un factor relevante a la hora de persuadir cualquier intento corporativo.

4.3.2.2 Endeudamiento

El endeudamiento de las empresas españolas no es un aspecto relevante entre los posibles mecanismos de control existentes. Ello se refleja también en el mundo académico, donde apenas existen trabajos que analicen las bondades del endeudamiento como mecanismo de control en la economía española. El artículo de Andrés-Alonso et al (2005), es una notable excepción a dicha ausencia de estudios académicos. Los resultados obtenidos por dichos autores refrendan, tal como se ha comentado previamente, el comentado papel de la deuda en función de las oportunidades de crecimiento existentes. Así, en aquellas empresas analizadas con ausencia de oportunidades de crecimiento, existe una relación positiva entre el endeudamiento y el valor de dichas empresas, corroborando los postulados teóricos de Jensen (1986). Al contrario, en aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, la presencia de la deuda se asocia con un menor valor empresarial, corroborando en este caso los postulados de Myers (1977).

Por último, reseñar que, en los siguientes capítulos se abordará la parte empírica de esta tesis, comenzando con el planteamiento metodológico, pasando posteriormente al análisis de los resultados obtenidos en la estimación de los diversos modelos planteados.

5 ESTUDIO EMPÍRICO: METODOLOGÍA

En este apartado se definirá el diseño de la investigación, analizando en primer lugar el período objeto de estudio, posteriormente la muestra de empresas utilizadas con sus respectivas fuentes de datos, los aspectos relativos a la técnica estadística utilizada y los modelos planteados en el análisis empírico, para terminar con la definición del conjunto de variables utilizadas.

5.1 Período de estudio

El período objeto de estudio comprende los años transcurridos entre 2000 y 2010. En dichos escasos once años, se ha asistido a la explosión de la denominada burbuja “puntocom”, la posterior recuperación bursátil, especialmente en el caso del Ibex 35, y, para finalizar el período, la crisis financiera, con origen en el mercado inmobiliario estadounidense, pero con fuerte impacto en los países periféricos europeos, especialmente en España. Todo ello hace que el período utilizado sea especialmente relevante, al incorporar diferentes ciclos económicos y bursátiles con impacto muy diverso sobre el conjunto de las empresas analizadas.

5.2 Muestra de empresas y fuente de datos

Partiendo de las empresas cotizadas en el mercado continuo español en el año 2000, se han excluido los valores pertenecientes al sector financiero siguiendo la línea marcada en trabajos previos por, Andrés-Alonso et al (2005), Miguel et al (2004), Rose (2007) y Yuan et al (2008) entre otros. Las peculiaridades que presentan las empresas financieras en cuanto a estructura de capital y normativa contable aconsejan excluir las mismas del análisis. Por otra parte, se han excluido también aquellas empresas que no presentan al menos seis años consecutivos de datos, condición necesaria para testar la correlación de segunda orden en la técnica estadística de GMM (Arellano y Bond, 1991). Con todo ello, el resultado es una muestra final de 79 empresas con un panel de datos no equilibrado²⁶¹. En la siguiente tabla se muestra la distribución sectorial de las

²⁶¹ Todas las empresas de la muestra no presentan el mismo número de años.

empresas objeto de estudio, junto a datos relativos al tamaño y la capitalización de las mismas.

Tabla 7: Distribución por sectores y tamaño.

| Sector | Nº empresas | Total activos (mn) | | Capitalización (mn) | |
|---------------------------|----------------|--------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | | Media | Mediana | Media | Mediana |
| Telecomunicaciones | 7 | 14.218,27 | 793,60 | 12.648,38 | 1.092,43 |
| Consumo no cíclico | 18 | 1.224,15 | 230,97 | 980,75 | 318,57 |
| Industrial | 20 | 6.707,74 | 795,36 | 2.336,03 | 689,42 |
| Recursos Básicos | 9 | 744,73 | 267,25 | 564,01 | 168,33 |
| Consumo cíclico | 9 | 1.735,85 | 728,03 | 2.695,50 | 326,44 |
| Construcción | 6 | 1.757,45 | 188,76 | 802,77 | 80,58 |
| Energía | 2 | 27.906,46 | 36.806,00 | 16.759,78 | 18.435,03 |
| Utilities | 6 | 19.705,00 | 7.244,17 | 11.299,01 | 8.198,78 |
| Tecnología | 2 | 843,83 | 506,37 | 1.128,17 | 714,72 |

Fuente: elaboración propia

Las fuentes de datos que se han utilizado han sido la CNMV²⁶² y Bloomberg²⁶³. En el caso de la primera, se ha acudido al registro de participaciones significativas para obtener datos referentes a la estructura accionarial de las empresas objeto de estudio, y al registro de estados financieros periódicos para la parte correspondiente a los datos financieros de dichas empresas. Bloomberg, en cambio, se ha utilizado para obtener la evolución bursátil de los valores analizados²⁶⁴.

5.3 Técnica estadística y modelos a estimar

Los modelos planteados se han estimado mediante la econometría de panel de datos. Dicha técnica permite controlar dos de las principales problemáticas reseñadas en trabajos previos de similares características. Por un lado, la técnica seleccionada permite tratar de manera adecuada el problema de endogeneidad asociada en la literatura a la estructura de propiedad de las empresas (Miguel et al, 2004), mientras que, por otro

²⁶² www.cnmv.es para mayor información.

²⁶³ www.bloomberg.com para mayor información.

²⁶⁴ Se agradece a Kutxabank Gestión, SGIIC su colaboración.

lado, también permite evitar la distorsión estadística proveniente de la heterogeneidad no observable (Himmelberg et al, 1999). En esta línea, tal como resaltan Miguel et al (2004), la heterogeneidad no observable proviene principalmente de las siguientes dos fuentes:

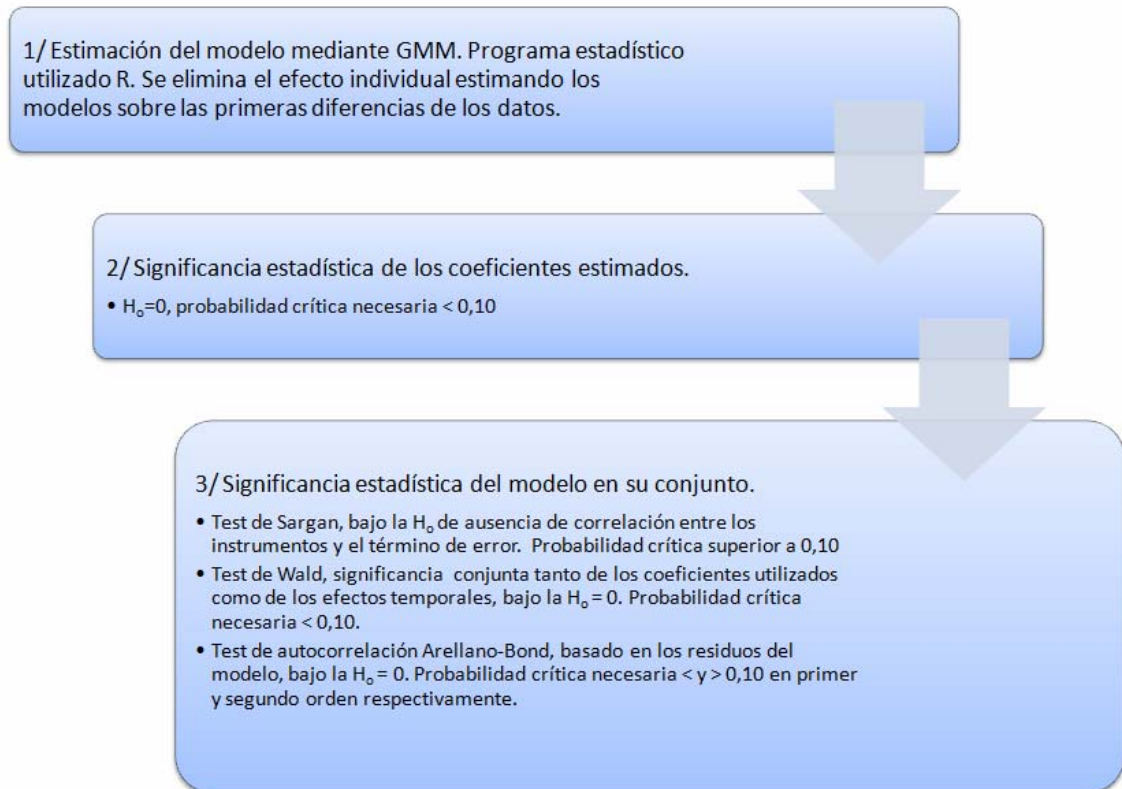
- ✓ El carácter heterogéneo de las empresas, es decir, características propias de cada una de las empresas analizadas, imposibles de incluir en el modelo a través de una variable independiente²⁶⁵. Dicho efecto se controla en el modelo a través del denominado efecto individual incluido en el término de error.
- ✓ Cambios en el entorno macroeconómico a lo largo del tiempo que afectan de manera igual al conjunto de las empresas analizadas. Dicho efecto se controla en el modelo a través del efecto temporal incluido también en el término de error.

Dentro de la econometría de panel de datos, existen varios estimadores posibles, dependiendo de las restricciones aplicadas a los modelos. En este trabajo, y a fin de evitar la problemática descrita, se ha utilizado el método generalizado de los momentos (GMM) como estimador de los modelos que se plantearán a continuación, en línea con lo realizado en trabajos similares (Andrés-Alonso et al, 2005; Miguel et al, 2004). A fin de testar la validez de los modelos planteados, se ha utilizado el test de Sargan que mide la ausencia de correlación entre los instrumentos planteados y el término de error. De la misma manera, se ha analizado también la ausencia de correlación de primer y segundo orden en las primeras diferencias de los residuos, así como los test de Wald que miden la significancia conjunta de las variables presentadas.

El siguiente cuadro ilustra de forma esquemática el proceso estadístico definido previamente:

²⁶⁵ Barontini y Caprio (2006) sugieren que este tipo de heterogeneidad no observable podría ser la principal causa de endogeneidad existente en este tipo de estudios.

Cuadro 11: proceso estadístico.



Fuente: elaboración propia.

En los siguientes apartados se irán presentando los diversos modelos utilizados en cada una de las hipótesis.

5.3.1 Inversor institucional como mecanismo de control (H1)

Esta hipótesis contiene dos partes que se han definido de la siguiente manera:

H1a: Existe una relación positiva entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el valor (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo) de las empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010.

H1b: Existe una relación positiva entre el grado de participación accionarial de los inversores institucionales y el valor (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo) de las empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010.

Los principales modelos a estimar en esta hipótesis son las siguientes:

$$Qajust(roaajust)_{it} = \alpha + \beta_1 piic_{it} + \beta_{k=2}^5 X_{it}^k + v_{it}$$

$$Qajust(roaajust)_{it} = \alpha + \beta_1 IIC_{it} + \beta_{k=2}^5 X_{it}^k + v_{it}$$

Donde,

$Qajust(roaajust)_{it}$: las variables de medida del valor de la empresa se han ajustado con la media del sector al que pertenece la empresa observada. Con ello se pretende evitar el posible efecto sectorial siguiendo la línea establecida por Cornett et al, (2007) y Yuan et al, (2008).

$piic_{it}$ es una variable *dummy* que toma valor de uno en caso de presencia accionarial de un inversor institucional, cero en caso contrario. Atendiendo a la hipótesis planteada, cabe esperar $\hat{\beta}_1 > 0$.

IIC_{it} refleja la participación accionarial de los inversores institucionales en las empresas objeto de estudio a lo largo del período analizado. Tal como se verá en la parte empírica, la inversión institucional se ha desglosado en diferentes tipos de inversores, reflejando el carácter heterogéneo del mismo. En dichos casos, esas nuevas variables (definidas en el apartado anterior) tomarán el sitio de la inversión institucional en el presente modelo. Atendiendo a la hipótesis planteada, al igual que en el caso anterior, cabe esperar $\hat{\beta}_1 > 0$ en cada uno de los modelos planteados.

X_{it}^k refleja los valores de las variables de control del modelo. Las variables utilizadas para ambos casos son las siguientes:

- ✓ Tamaño: tal como se verá posteriormente en la definición de la variable, el tamaño ha sido utilizado por diversos autores como variable de control. En esta tesis, se ha seguido principalmente la línea marcada por Yuan et al (2008).
- ✓ Concentración de propiedad: al igual que en el caso del tamaño, la concentración de propiedad ha sido utilizado también como variable de

control en la literatura (Alonso-Bonis y de Andrés-Alonso, 2007; Thomsen y Pedersen, 2000; Yuan et al, 2008).

- ✓ Endeudamiento: al igual que los dos casos anteriores, la deuda es también una de las variables que habitualmente se utilizan de control en los modelos, tal como se verá en la parte de definición de la variable. Dicha variable se ha ajustado sectorialmente, en línea con lo realizado en las variables dependientes.
- ✓ Revalorización bursátil: siguiendo a Cornett et al, (2007) y Yuan et al, (2008), se ha incluido la evolución en bolsa de la empresa analizada, para controlar la posible inversión de los inversores institucionales en aquellas empresas con buen comportamiento bursátil.

$\nu_{it} = \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{it}$: el término de error refleja los factores de heterogeneidad no observable comentados previamente (efecto temporal λ_t y efecto individual μ_i), además del término de error aleatorio (ε_{it}).

Por último, cabe reseñar que uno de los análisis realizados dentro de H1 incorpora la interacción entre la capitalización de las empresas de la muestra y la participación accionarial de la inversión institucional desglosada por criterios geográficos. Dicha interacción se plantea de la siguiente manera:

$$Q_{ajust}(roa_{ajust})_{it} = \alpha + \beta_1 esp_{it} + \beta_2 int_{it} + small \times (\beta_3 + \beta_4 esp_{it} + \beta_5 int_{it}) + \beta_{k=6}^9 X_{it}^k + \nu_{it}$$

En este modelo, la variable *small* se sustituirá por las variables *mid* y *big* en función del análisis a realizar según la capitalización de las empresas analizadas.

X_{it}^k , a su vez, recoge las mismas variables de control comentadas previamente.

5.3.2 Inversor institucional y deuda (H2)

Esta segunda hipótesis se ha definido de la siguiente manera:

H2: En aquellas empresas cotizadas españolas con escasas oportunidades de crecimiento en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye de forma negativa en la importancia de la deuda como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Los análisis en torno a la tercera de las hipótesis se basan en interacciones, en primer lugar entre la deuda y las oportunidades de crecimiento, y en segundo lugar, se incorporan al modelo anterior la presencia de diversos tipos de inversores, planteando un modelo de triple interacción para medir el impacto de dichos inversores en la relación entre la deuda y el valor de las empresas analizadas.

El primero de los modelos que se plantea mide el efecto de la deuda en el valor de las empresas analizadas, todo ello en función de las oportunidades de crecimiento. El modelo planteado es el siguiente:

$$Q_{ajust}(roa_{ajust})_{it} = \alpha + deuda_{ajust}_{it} * (\beta_1 + \beta_2 menorpbv_{it} + \beta_3 mayorpbv_{it}) + \beta_4 menorpbv_{it} + \beta_5 mayorpbv_{it} + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it}$$

Tal como se aprecia en el modelo, se plantea la interacción entre el endeudamiento (*deudaajust*) y las oportunidades de crecimiento, donde el coeficiente estimado $\hat{\beta}_2$ mide el efecto de la deuda en el valor de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *menorpbv*), mientras que el coeficiente $\hat{\beta}_3$ mide dicho efecto en el caso de aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *mayorpbv*). Atendiendo a lo establecido en la literatura, se espera $\hat{\beta}_2 > 0$ recogiendo el efecto positivo de la deuda en el valor de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, mientras que $\hat{\beta}_3 < 0$ recogiendo, en este caso, el impacto negativo de la deuda en un entorno de elevadas oportunidades de crecimiento.

En el resto de las variables principales (excluyendo las de control), se espera una relación positiva de la deuda con el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_1 > 0$), independientemente de las oportunidades de crecimiento, mientras que en el caso de dichas oportunidades de crecimiento, se espera una relación positiva entre la variable *dummy mayorpbv* y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_5 > 0$), negativa en cambio en el caso de la variable *menorpbv* ($\hat{\beta}_4 < 0$), reflejando una relación directa entre el crecimiento de las empresas y el valor de las mismas. El siguiente cuadro resume las relaciones esperadas comentadas previamente:

Cuadro 12: relaciones esperadas H2.

| Coefficiente estimado | Variable independiente | Relación esperada valor |
|------------------------------|--|--------------------------------|
| β_1 | <i>deudajust</i> | >0 |
| β_2 | interacción <i>deudajust</i> y <i>menorpbv</i> | >0 |
| β_3 | interacción <i>deudajust</i> y <i>mayorpbv</i> | <0 |
| β_4 | <i>menorpbv</i> | <0 |
| β_5 | <i>mayorpbv</i> | >0 |

Fuente: elaboración propia

X_{it}^k , por otra parte, recoge las variables de control del modelo, que en el caso actual son las siguientes:

- ✓ Tamaño (*vta*): en esta tercera hipótesis, se incluye también el tamaño como variable de control, en línea con Andrés Alonso et al (2005) y McConnell y Servaes (1995).
- ✓ Concentración de propiedad (*oc*): al igual que en la segunda hipótesis se ha incorporado el endeudamiento como variable de control, en esta tercera hipótesis, siguiendo el mismo razonamiento, cobra especial sentido el incorporar la concentración de propiedad como variable de control. Andrés Alonso et al (2005) incorporan también la concentración de propiedad como variable de control en su estudio sobre el efecto de la deuda en el valor de las empresas analizadas.

- ✓ Oportunidades de crecimiento (*pbv*): la incorporación de esta variable es consecuencia directa de la metodología utilizada para tratar las oportunidades de crecimiento. Al plantear el impacto de las mismas mediante variables *dummy*, en vez de separar la muestra en dos grupos, se ha decidido incorporar también esta variable como variable de control, completando el análisis vía interacción.
- ✓ Rendimiento (*Qajust / roaajust*): al igual que en H2, se incluye el retardo de un año de la propia variable dependiente para controlar las dinámicas del rendimiento de las empresas, especialmente en lo que respecta a los mercados financieros.

Pasando al término de error, éste, al igual que en las ocasiones anteriores, recoge tanto la parte aleatoria como el efecto temporal e individual de la heterogeneidad no observable.

El segundo de los modelos planteados en esta segunda hipótesis plantea una triple interacción, tal como se ha comentado previamente. El modelo que se plantea es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 Qajust(roaajust)_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 piic_{it} + \\
 & + deudaajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 piic_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 deudaajust_{it})] * piic + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} deudaajust_{it})] * piic + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

En dicho modelo, que plantea el impacto de la presencia del inversor institucional en el efecto de la deuda sobre el valor de las empresas analizadas, se desglosa dicho inversor institucional en diversos tipos de inversores, tal como se ha trabajado en los dos modelos anteriores.

Atendiendo a la hipótesis planteada, el coeficiente estimado principal es aquel relacionado con la variable triple interacción entre la presencia accionarial del inversor institucional (*piic*), el endeudamiento (*deudaajust*) y las escasas oportunidades de crecimiento (*menorpbv*), esperando una relación negativa entre la misma y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_9 < 0$). Esta relación negativa cabe esperar también entre la

doble interacción deuda / inversor institucional y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_7 < 0$). De forma adicional, se incluye también en el modelo la citada triple interacción para el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento. En este caso, y atendiendo a lo comentado a nivel teórico, se espera un signo positivo en el coeficiente estimado de dicha variable ($\hat{\beta}_{11} > 0$).

Por otra parte, cabe mencionar también la relación positiva esperada entre la participación accionarial de los inversores institucionales (*piic*) y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_1 > 0$), en línea con lo planteado en H1. Siguiendo el supuesto de inversor especializado planteado en la teoría para el inversor institucional, se espera también un efecto positivo de la presencia accionarial de este inversor en las relaciones entre las oportunidades de crecimiento con el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_8, \hat{\beta}_{10} > 0$).

En el siguiente cuadro se resumen el conjunto de relaciones esperadas, a excepción de aquellas referentes a las variables de control:

Cuadro 13: relaciones esperadas H2 triple interacción.

| Coeficiente estimado | Variable independiente | Relación esperada valor |
|-----------------------------|--|--------------------------------|
| β_1 | <i>menorpbv</i> | <0 |
| β_2 | <i>mayorpbv</i> | >0 |
| β_3 | <i>piic</i> | >0 |
| β_4 | <i>deudajust</i> | >0 |
| β_5 | interacción <i>deudajust</i> y <i>menorpbv</i> | >0 |
| β_6 | interacción <i>deudajust</i> y <i>mayorpbv</i> | <0 |
| β_7 | interacción <i>deudajust</i> y <i>piic</i> | <0 |
| β_8 | interacción <i>menorpbv</i> y <i>piic</i> | >0 |
| β_9 | interacción <i>menorpbv</i> , <i>deudajust</i> y <i>piic</i> | <0 |
| β_{10} | interacción <i>mayorpbv</i> y <i>piic</i> | >0 |
| β_{11} | interacción <i>mayorpbv</i> , <i>deudajust</i> y <i>piic</i> | >0 |

Fuente: elaboración propia.

X_{it}^k , por otra parte, recoge las mismas variables de control comentadas previamente, al igual que el término de error se define de manera idéntica al realizado en previas ocasiones.

5.3.3 Inversor institucional y dividendos (H3)

Esta tercera hipótesis se ha definido de la siguiente manera:

H3: En aquellas empresas cotizadas españolas con escasas oportunidades de crecimiento en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye de forma negativa en la importancia de los dividendos como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Tal como se ha planteado en la parte teórica y en el marco conceptual, esta cuarta hipótesis se basa en la similitud entre la deuda y los dividendos en el papel de mecanismo de control dentro del marco de las relaciones de agencia. En este sentido, los modelos planteados en la hipótesis anterior son válidos también para ésta (incluyendo la justificación de las relaciones esperadas), sustituyendo la deuda por la política de dividendos de las empresas analizadas. Así los dos modelos, junto a los cuadros resúmenes en torno a las relaciones esperadas, que se utilizan en esta hipótesis son los siguientes:

$$Q_{ajust}(roa_{ajust})_{it} = \alpha + div_{ajust}_{it} * (\beta_1 + \beta_2 menorpbv_{it} + \beta_3 mayorpbv_{it}) + \beta_4 menorpbv_{it} + \beta_5 mayorpbv_{it} + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it}$$

Cuadro 14: relaciones esperadas H3.

| Coefficiente estimado | Variable independiente | Relación esperada valor |
|-----------------------|---|-------------------------|
| β_1 | <i>divajust</i> | >0 |
| β_2 | interacción <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | >0 |
| β_3 | interacción <i>divajust</i> y <i>mayorpbv</i> | <0 |
| β_4 | <i>menorpbv</i> | <0 |
| β_5 | <i>mayorpbv</i> | >0 |

Fuente elaboración propia.

$$\begin{aligned}
Qajust(roajust)_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 piic_{it} + \\
& + divajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 piic_{it}) + \\
& + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 divajust_{it})] * piic + \\
& + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} divajust_{it})] * piic + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}
\end{aligned}$$

Cuadro 15: relaciones esperadas triple interacción H3.

| Coefficiente estimado | Variable independiente | Relación esperada valor |
|-----------------------|---|-------------------------|
| β_1 | <i>menorpbv</i> | <0 |
| β_2 | <i>mayorpbv</i> | >0 |
| β_3 | <i>piic</i> | >0 |
| β_4 | <i>divajust</i> | >0 |
| β_5 | interacción <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | >0 |
| β_6 | interacción <i>divajust</i> y <i>mayorpbv</i> | <0 |
| β_7 | interacción <i>divajust</i> y <i>piic</i> | <0 |
| β_8 | interacción <i>menorpbv</i> y <i>piic</i> | >0 |
| β_9 | interacción <i>menorpbv</i> , <i>divajust</i> y <i>piic</i> | <0 |
| β_{10} | interacción <i>mayorpbv</i> y <i>piic</i> | >0 |
| β_{11} | interacción <i>mayorpbv</i> , <i>divajust</i> y <i>piic</i> | >0 |

Fuente: elaboración propia.

El primero de los modelos plantea una primera relación general entre los dividendos y el valor de las empresas analizadas, en línea con Andrés Alonso et al (2005) y Borokhovich (2005). Posteriormente, y entrando en el análisis de la hipótesis planteada, el segundo de los modelos trata sobre el efecto de la presencia accionarial de la inversión institucional en la relación previamente analizada entre los dividendos y el valor de las empresas analizadas, en todo caso bajo diversos escenarios de oportunidades de crecimiento. Por último, destacar que tanto la metodología como las variables de control utilizadas son las mismas que en la hipótesis anterior.

5.3.4 Inversor institucional y concentración de propiedad (H4)

Esta cuarta hipótesis se ha definido de la siguiente manera:

H4: En aquellas empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye de

forma negativa en la importancia de la concentración de propiedad como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Los dos tipos de modelos a estimar a lo largo de esta segunda hipótesis son idénticos en cuanto a su estructura a los planteados en la primera de las hipótesis. El primer modelo planteado es el siguiente:

$$Q_{ajust}(roa_{ajust})_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc_{it}^2 + \beta_{k=3}^6 X_{it}^k + v_{it}$$

Siguiendo a Miguel et al (2004), se plantea una relación no lineal entre la concentración de propiedad (oc y oc^2) y las dos variables dependientes. Tal como plantean dichos autores, dicha relación cuadrática plantea únicamente un punto de interrupción que puede ser obtenido derivando el valor respecto a la concentración de propiedad. Igualando esta derivada a cero, se obtiene el punto de interrupción que será igual a $oc_1 = -\left(\frac{\hat{\beta}_1}{2\hat{\beta}_2}\right)$. Teniendo en cuenta que necesariamente $oc_1 > 0$, ambos coeficientes estimados deben tener signo opuesto. Por otra parte, la hipótesis plantea que oc_1 sea un máximo, es decir, cabe esperar que $\hat{\beta}_1 > 0$ y $\hat{\beta}_2 < 0$. En cuanto a X_{it}^k , al igual que en la primera hipótesis, recoge las variables de control que se incorporan al presente modelo. Dichas variables son las siguientes:

- ✓ Tamaño (*vta*): esta variable, tal como se ha comentado anteriormente, es una de las que habitualmente se ha incorporado como variable de control en diversos tipos de modelos. En este análisis concreto, se ha incorporado esta variable siguiendo la línea establecida por Miguel et al (2004).
- ✓ Endeudamiento (*deudaajust*): el uso de la deuda como variable de control adquiere pleno sentido en el marco de los costes de agencia. Thomsen y Pedersen (2000) sugieren la incorporación de la deuda como variable de control para recoger su posible papel alternativo a la concentración de propiedad como mecanismo de control al equipo directivo.
- ✓ Activos intangibles (*intact*): tal como se ha comentado en la definición de la variable, varios autores sugieren el uso de los activos intangibles como

variable de control en modelos de este estilo. En esta ocasión, se ha incorporado dicha variable siguiendo la línea establecida por Miguel et al (2004) y Morck et al (1988).

- ✓ Rendimiento ($Qajust / roaajust$): se incluye el retardo de un año de la propia variable dependiente para controlar las dinámicas del rendimiento de las empresas, especialmente en lo que respecta a los mercados financieros.

Por último, el término de error de este modelo recoge, al igual que en los casos anteriores, además del término aleatorio, ambos términos de heterogeneidad no observable.

El segundo tipo de modelo que se plantea, y sobre el cual se realizan varios análisis, es el siguiente:

$$Qajust(roaajust)_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + piic_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it}$$

En dicho modelo, se plantea la interacción entre la presencia del inversor institucional y la concentración de propiedad, a fin de medir el posible impacto diferenciador de este tipo de inversores en la relación que previamente se ha definido entre la concentración de propiedad y el valor de las empresas analizadas. En este caso, $\hat{\beta}_4$ y $\hat{\beta}_5$ cobran especial relevancia, ya que son los coeficientes estimados de la interacción entre la presencia de la inversión institucional ($piic$) y las variables de concentración de propiedad (oc y oc^2). Atendiendo a la hipótesis planteada, cabe esperar $\hat{\beta}_4 < 0$ y $\hat{\beta}_5 > 0$. Respecto a $\hat{\beta}_1$ y $\hat{\beta}_2$, no se espera que la presencia de la inversión institucional altere lo comentado previamente, es decir, cabe esperar que $\hat{\beta}_1 > 0$ y $\hat{\beta}_2 < 0$, tal como se ha comentado previamente. En el caso de la presencia accionarial del inversor institucional, cabe esperar, en línea con lo planteado en la primera de las hipótesis, una relación positiva entre esta variable y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_3 > 0$).

El siguiente cuadro resume lo planteado respecto a las relaciones esperadas:

Cuadro 16: relaciones esperadas H4.

| Coefficiente estimado | Variable independiente | Relación esperada valor |
|------------------------------|--|--------------------------------|
| β_1 | <i>oc</i> | >0 |
| β_2 | <i>oc2</i> | <0 |
| β_3 | <i>piic</i> | >0 |
| β_4 | interacción entre <i>piic</i> y <i>oc</i> | <0 |
| β_5 | interacción entre <i>piic</i> y <i>oc2</i> | >0 |

Fuente: elaboración propia.

X_{it}^k , por otra parte, recoge las mismas variables de control comentadas previamente, al igual que el término de error se define de manera idéntica al realizado en previas ocasiones.

Por último, cabe reseñar, tal como se verá en el apartado de estudio empírico, que la variable *piic* se sustituirá por otras variables que recogen el comentado desglose de la inversión institucional. No obstante, la estructura del modelo no varía con dichos cambios de variable independiente.

5.4 Definición de variables

5.4.1 Rendimiento de la empresa

El ratio Q de Tobin ha sido utilizado de manera general en la literatura como variable dependiente para medir el rendimiento o valor de una determinada empresa (Agrawal y Knoeber, 1996, Battacharya y Graham, 2007, Clay, 2002, Miller et al, 2007, Rose, 2007 y Yuan et al, 2008 en estudios similares). La forma de cálculo de dicho ratio varía según el autor. En este artículo, se ha seguido la aproximación de Chung y Pruitt (1994)²⁶⁶, en línea con lo realizado por Miller et al (2007) y Yuan et al (2008). Dicha aproximación calcula el ratio Q de la siguiente manera:

$$Q = (\text{CAP} + \text{PF} + \text{DEUDA}) / \text{TA}$$

²⁶⁶ Según los autores, dicha aproximación explica al menos un 96,6% de la variabilidad en el ratio calculado mediante el modelo de Linderberg y Ross (1981), considerado más robusto desde el lado teórico.

Donde CAP es igual a la capitalización del valor, PF equivale al valor de mercado de sus acciones preferentes, DEUDA corresponde al valor contable neto de la deuda a corto plazo más el valor contable de la deuda a largo plazo, mientras que TA se refiere al valor contable del total de los activos.

Por otra parte, dado que la pertenencia a un determinado sector puede afectar al rendimiento de una empresa, dicho ratio se ajusta de manera sectorial (Qajust), dividiendo el ratio Q de cada empresa por la media del sector al cual pertenece la misma (Cornett et al, 2007; Woitke, 2002; Yuan et al, 2008).

Se ha utilizado también el ratio ROA como variable dependiente a modo de test de robustez. Siguiendo la línea marcada por Cornett et al (2007) y Yuan et al (2008), se calculará dicho ratio ROA como el ratio entre el beneficio operativo de las empresas y el valor contable del activo de las empresas analizadas. Dicha medida contable presenta la ventaja respecto al ratio Q de Tobin de no verse afectada por los movimientos de mercado en la cotización del valor (Yuan et al, 2008).

De la misma manera que con el ratio Q, el ratio ROA ha sido también ajustado sectorialmente (roajust) siguiendo idéntica metodología.

Por último, cabe destacar que el retardo de un año de ambas variables ha sido utilizado también como variable de control en varios de los modelos planteados, a fin de controlar las dinámicas existentes en el rendimiento de las empresas, especialmente relacionadas con los mercados financieros. Miguel y Pindado (2001) y Pindado et al (2011) han utilizado similar metodología, aunque en contextos distintos.

5.4.2 Inversión institucional (iic)

Dentro de esta variable se recogen las participaciones accionariales de aquellos inversores institucionales que se sitúan bajo la definición establecida en la parte teórica. Retomando la distinción realizada por Brickley et al (1988), se podría afirmar que se tienen en cuenta como inversores institucionales únicamente aquellos catalogados como resistentes a la presión del equipo directivo, siguiendo la línea establecida por Santana-Martín y Aguiar (2007) y Thomsen y Pedersen (2000). Se calculará mediante la suma de las participaciones significativas comunicadas a la CNMV por este tipo de inversores.

A lo largo del análisis empírico se ha tenido en cuenta también la heterogeneidad del inversor institucional (Ryan y Schneider, 2002), aspecto que previamente se ha tratado en detalle en la parte teórica. Dicha heterogeneidad ha sido tratada de diversas maneras en la literatura, destacando el análisis de las diferencias entre inversores institucionales en su efecto sobre diversas variables de valor empresarial (Battacharya y Graham, 2007; Rose, 2007; Woitke, 2002). En este trabajo, se ha desglosado la participación accionarial de los inversores institucionales en distintos grupos, siguiendo la línea establecida por Carmichael y Pomerleano (2002) y Nordén y Strand (2011). Dichos grupos son los fondos de inversión (fondos), los planes de pensiones (plan), las compañías de seguros (seguros) y los fondos soberanos (sov), grupo de inversión, este último, cada vez más frecuente en el mercado español. Cada una de estas nuevas variables se calculará mediante la suma de las participaciones significativas comunicadas a la CNMV por aquellos inversores pertenecientes a estos grupos.

Por último, cabe destacar también, que a lo largo del análisis empírico se ha dado también un paso adicional, separando la variable inversor institucional en dos grupos, atendiendo a criterios geográficos, siguiendo la línea establecida por Rose (2007). Por un lado se han situado los inversores domésticos (esp), mientras que por otro lado se ha situado los extranjeros (int). Estas dos nuevas variables se calcularán también mediante la suma de las participaciones significativas comunicadas a la CNMV por aquellos inversores pertenecientes a uno de estos dos grupos.

5.4.3 Deuda (*deudaajust*)

Esta variable ha sido utilizada de manera generalizada en la literatura (Kim y Sorensen, 1986, McConnell y Servaes, 1995 y Andrés Alonso et al, 2005). Tal como se ha visto a lo largo de esta tesis, el endeudamiento es considerado como uno de los mecanismos de control más habituales al equipo directivo (Denis y McConnell, 2003). Por ese lado, esta variable cobra especial relevancia en el análisis de la tercera de las hipótesis. No obstante, de forma adicional, el endeudamiento ha sido utilizado también como variable de control en diversos análisis (Alonso-Bonis y Andrés-Alonso, 2007; Demsetz y Villalonga, 2001; Ruiz-Mallorquí y Santana-Martí, 2009; Yuan et al, 2008), enfoque que en esta tesis también se ha utilizado. Dicha variable, en ambos casos y en línea con McConnell y Servaes (1995) y Yuan et al (2008) entre otros, se medirá

mediante el cociente entre la deuda total y el total de los activos y se ajustará sectorialmente, tal como se ha comentado anteriormente en el caso de las variables dependientes.

5.4.4 Concentración de propiedad (oc)

La concentración de propiedad cobra especial relevancia en el grupo segundo de hipótesis. Dicha variable ha sido extensamente utilizada en la literatura, siendo además calculada de muy diversas maneras. En este trabajo se ha calculado mediante la participación accionarial del máximo accionista (Alonso-Bonis y de Andrés-Alonso, 2007, Thomsen y Pedersen, 2000). Además de ello, siguiendo a Miguel et al (2004), se ha utilizado también el cuadrado de la variable concentración de propiedad (oc²) a lo largo del análisis empírico, con especial relevancia también en el caso de la hipótesis segunda. La concentración de propiedad (oc) ha sido utilizada también como variable de control a lo largo del análisis empírico (Yuan et al, 2008).

5.4.5 Dividendos (divajust)

La política de dividendos de las empresas ha sido ampliamente utilizada en la literatura, pero especialmente desde el lado de la estructura de capital de las mismas. El enfoque desde el lado de las relaciones de agencia no es tan habitual, no al menos en el caso de las empresas españolas. No obstante, siguiendo la línea marcada por Andrés Alonso et al (2005), se incluye esta variable como explicativa dentro de la cuarta hipótesis. Dicha variable se calcula en forma de rentabilidad por dividendo, es decir, el cociente entre los dividendos y la cotización de la acción. Dicha rentabilidad se ajusta sectorialmente siguiendo la metodología indicada previamente tanto para el caso de la deuda como para las variables dependientes.

5.4.6 Variables de control

Tamaño (vta): esta variable ha sido ampliamente utilizada en la literatura (Morck et al, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Miguel et al, 2004; Yuan et al, 2008). A pesar de que la manera habitual de cálculo ha sido utilizando el logaritmo de los activos, en este trabajo se seguirá la línea de Yuan et al (2008) y se utilizará el logaritmo sobre las ventas, evitando de esta manera una posible falsa relación entre esta variable y la Q de Tobin.

Evolución bursátil (reval): ante la posibilidad de que los inversores institucionales elijan aquellos valores que mejor comportamiento han tenido en los últimos meses (Cornett et al, 2007 y Yuan et al, 2008), se tomará como variable la evolución en el último año de la cotización bursátil. De esta manera, una potencial relación positiva entre la participación accionarial de los inversores institucionales y la Q de Tobin será más probable que refleje un impacto positivo de dichos inversores en la empresa participada que una mera inversión en empresas con elevada valoración bursátil.

Oportunidades de crecimiento (pbv): tal como se ha comentado en la parte teórica, las oportunidades de crecimiento juegan un papel importante en el endeudamiento de las empresas. Atendiendo a Jensen (1986) y Myers (1977), las empresas con escasas oportunidades de crecimiento deberían tener un elevado endeudamiento, siendo lo contrario para aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento. A pesar de que en la literatura, las oportunidades de crecimiento se han medido habitualmente con el ratio PER²⁶⁷ (Andrés Alonso et al, 2005; McConnell y Servaes, 1995), en este trabajo se ha decidido hacer uso del ratio entre la cotización y el valor en libros del capital de una empresa²⁶⁸, evitando de esta manera la distorsión que el ratio PER pudiera ocasionar en aquellos años con pérdidas en las empresas analizadas, en línea con lo realizado por Azofra y López de Foronda (2007).

Activos intangibles (intact): varios autores han utilizado algún tipo de medida de activos intangibles como variable de control en sus modelos (McConnell y Servaes, 1990; Miguel et al, 2004; Morck et al, 1988). En esta tesis se ha seguido la línea marcada por Miguel et al (2004) y se ha calculado esta variable como el ratio entre los activos intangibles y el total de activos de las empresas de la muestra.

Variables dummy: en los diversos análisis, se utilizarán las siguientes variables *dummy*, planteando interacciones en cada una de las hipótesis:

²⁶⁷ *Price to Earnings Ratio*

²⁶⁸ *Price to Book Value*

Menorpbv / mayorpbv: variables dicotómicas que toman valor de uno en caso de que el valor en la variable *pbv* en un determinado año se encuentre en el tercio inferior o superior, respectivamente, de dicho valor en toda la muestra, cero en caso contrario. Esta separación de la muestra se ha realizado siguiendo la línea marcada por Andrés Alonso et al (2005). Esta variable es utilizada en H3 para diferenciar determinado efecto sobre la variable dependiente en función de las oportunidades de crecimiento.

Big, mid, small: estas toman valor de uno o cero en función de la capitalización de las empresas de la muestra en cada observación. Así, en el caso de *big*, toma valor de uno en caso de una capitalización superior a los 1.500 millones de euros, *mid*, en cambio, toma valor de uno en caso de capitalización entre los 500 y los 1.500 millones de euros. En consecuencia, *small* toma valor de uno en caso de capitalización por debajo de los 500 millones de euros. Dichos niveles se han establecido de forma un tanto arbitraria, siguiendo los criterios habitualmente utilizados en los mercados financieros, a falta de apoyo en la literatura académica. Estas variables han sido utilizadas en forma de interacción en el análisis de H1. Barontini y Caprio (2006), en su estudio sobre el efecto de la propiedad familiar en el valor de las empresas europeas, realizan un análisis similar, separando las empresas en función del tamaño del activo.

Piic: esta variable toma valor de uno en aquellos casos donde existe presencia accionarial de la inversión institucional, cero en caso contrario. Esta variable es utilizada en forma de interacción con la deuda y con la concentración de propiedad.

Pfondo, pplan, psov, pseguros: en línea con el desglose de la inversión institucional que se ha realizado en la variable *iic*, se han planteado también variables dicotómicas que recogen la presencia de dichos tipos de inversores en el accionariado de las empresas analizadas. Dichas variables toman valor de uno en caso de presencia de los fondos de inversión, planes de pensiones, fondos soberanos y compañías de seguros respectivamente, cero en caso contrario. Estas variables, al igual que la anterior, son utilizadas en forma de interacción con la deuda y con la concentración de propiedad.

Pesp, pint: tal como se ha comentado en la descripción de la variable *iic*, se desglosa también la inversión institucional en función de criterios geográficos. Siguiendo dicha línea, *pesp* toma valor de uno en aquellos casos de presencia accionarial de inversor institucional doméstico, mientras que, *pint* toma valor de uno en el resto de los casos, es decir, en aquellos donde el inversor institucional presente en el accionariado sea extranjero. Estas variables también son utilizadas en forma de interacción con la deuda y con la concentración de propiedad.

Pbanca: la banca, a pesar de las desinversiones efectuadas en los últimos años (Sacristán y Cabeza, 2008), continúa siendo un accionista de referencia en varias de las empresas de la muestra. Se utiliza esta variable para reflejar los postulados de varios autores acerca de las bondades de este tipo de accionista en su control al equipo directivo (Cuervo et al, 2002; Gorton y Schmid, 2000; Zoido, 1998) en forma de interacción con la concentración de propiedad. Toma valor de uno en caso de presencia accionarial de la banca en las empresas analizadas, cero en caso contrario.

Pfam: los grupos familiares, con amplia presencia en España (Garmendia y del Orden, 2008), se han asociado de manera habitual con el riesgo de expropiación a los accionistas minoritarios, afectando de manera negativa al valor de la empresa (Jara-Bertin et al, 2008). Al igual que la variable anterior, ésta se plantea en forma de interacción con la concentración de propiedad. Toma valor de uno en caso de presencia accionarial de algún grupo familiar en las empresas analizadas, cero en caso contrario.

En el siguiente cuadro se resumen lo comentado hasta el momento respecto a las variables utilizadas.

Cuadro 17: resumen de variables.

| VARIABLE | DEFINICIÓN |
|--|---|
| Rendimiento de la empresa (Qajust / roaajust) | <ul style="list-style-type: none"> • Q de Tobin ajustada sectorialmente <ul style="list-style-type: none"> • $(CAP + PF + DEUDA) / \text{Total Activo (TA)}$ • $ROA = \text{Beneficio perativo} / TA$ |
| Inversión Institucional (iic / piic) | <ul style="list-style-type: none"> • Participación accionarial publicada en la CNMV • Desglose por tipos de inversores: <ul style="list-style-type: none"> • Fondos, planes, soberanos y aseguradoras • Domésticos y extranjeros |
| Deuda (deudaajust) | <ul style="list-style-type: none"> • Deuda total / TA <ul style="list-style-type: none"> • Ratio ajustado sectorialmente |
| Concentración de propiedad (oc y oc2) | <ul style="list-style-type: none"> • Participación accionarial del máximo accionista |
| Dividendos (divajust) | <ul style="list-style-type: none"> • Rentabilidad por dividendo <ul style="list-style-type: none"> • Ratio ajustado sectorialmente |
| Variables de control | <ul style="list-style-type: none"> • Tamaño (vta): logaritmo sobre las ventas • Evolución bursátil (reval): rentabilidad en el último año • Oportunidades de crecimiento (pbv): ratio precio valor en libros de los fondos propios • Activos intangibles (intac): activos intangibles / TA • Variables <i>dummy</i> de participación accionarial |

Fuente: elaboración propia

Por último, las tablas 8 y 9 muestran, respectivamente, los datos estadísticos de las variables descritas anteriormente y las correlaciones existentes entre ellas.

Tabla 8: datos estadísticos de las variables utilizadas.

| | Media | Mediana | Desv. Típica | Mínimo | Máximo |
|-------------------|--------------|----------------|---------------------|---------------|---------------|
| Qajust | 1,00 | 0,61 | 1,40 | -0,11 | 15,24 |
| roaajust | 1,00 | 0,86 | 1,12 | -6,75 | 14,04 |
| deudaajust | 1,00 | 1,00 | 0,59 | 0,00 | 2,91 |
| divajust | 1,00 | 0,54 | 2,03 | 0,00 | 47,67 |
| pbv | 4,45 | 1,96 | 17,59 | -37,85 | 403,61 |
| vta | 12,47 | 12,54 | 2,22 | 0,00 | 17,64 |
| intact | 0,11 | 0,05 | 0,13 | 0,00 | 0,80 |
| oc | 0,29 | 0,23 | 0,20 | 0,00 | 0,96 |
| oc2 | 0,12 | 0,05 | 0,16 | 0,00 | 0,92 |
| reval | 0,12 | 0,07 | 0,51 | -0,91 | 3,90 |
| iic | 0,04 | 0,00 | 0,10 | 0,00 | 0,94 |
| fondo | 0,03 | 0,00 | 0,06 | 0,00 | 0,83 |
| plan | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,11 |
| sov | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,12 |
| seguros | 0,01 | 0,00 | 0,07 | 0,00 | 0,94 |
| esp | 0,03 | 0,00 | 0,09 | 0,00 | 0,94 |
| int | 0,02 | 0,00 | 0,06 | 0,00 | 0,83 |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 9: correlaciones de Pearson entre las variables.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--|
| 1 Cajust | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 roajust | 0,28 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 deudaajust | -0,25 | -0,29 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 4 divajust | 0,00 | 0,15 | -0,09 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | |
| 5 pbv | 0,39 | 0,09 | -0,02 | -0,02 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | |
| 6 vta | -0,11 | 0,08 | 0,16 | 0,13 | -0,08 | 1,00 | | | | | | | | | | | | |
| 7 intact | 0,04 | 0,00 | 0,16 | -0,03 | -0,02 | 0,18 | 1,00 | | | | | | | | | | | |
| 8 oc | 0,12 | 0,15 | 0,00 | -0,01 | -0,02 | -0,03 | 0,06 | 1,00 | | | | | | | | | | |
| 9 oc2 | 0,12 | 0,15 | 0,00 | 0,00 | -0,01 | -0,05 | 0,08 | 0,96 | 1,00 | | | | | | | | | |
| 10 reval | 0,24 | 0,11 | -0,13 | -0,06 | 0,06 | -0,05 | -0,13 | 0,00 | -0,02 | 1,00 | | | | | | | | |
| 11 iic | -0,07 | 0,04 | -0,08 | -0,01 | -0,04 | -0,19 | -0,05 | 0,08 | 0,12 | 0,00 | 1,00 | | | | | | | |
| 12 fondo | -0,08 | -0,05 | -0,08 | -0,06 | -0,04 | -0,08 | 0,04 | -0,03 | -0,04 | 0,01 | 0,68 | 1,00 | | | | | | |
| 13 plan | -0,03 | 0,22 | 0,05 | 0,03 | -0,01 | 0,01 | -0,08 | -0,04 | -0,05 | 0,02 | 0,12 | -0,01 | 1,00 | | | | | |
| 14 sov | -0,04 | 0,05 | 0,01 | 0,02 | -0,02 | 0,02 | -0,09 | -0,06 | -0,08 | 0,00 | 0,22 | 0,13 | 0,20 | 1,00 | | | | |
| 15 seguros | -0,01 | 0,05 | -0,04 | 0,03 | -0,02 | -0,19 | -0,08 | 0,16 | 0,22 | -0,01 | 0,71 | 0,00 | -0,02 | -0,03 | 1,00 | | | |
| 16 esp | -0,09 | 0,00 | -0,03 | -0,01 | -0,05 | -0,25 | -0,12 | 0,07 | 0,10 | -0,01 | 0,68 | 0,17 | -0,03 | -0,03 | 0,81 | 1,00 | | |
| 17 int | -0,04 | 0,04 | -0,04 | -0,04 | -0,02 | -0,04 | 0,04 | 0,01 | -0,01 | 0,00 | 0,58 | 0,79 | 0,20 | 0,35 | -0,02 | -0,01 | 1,00 | |

Fuente: elaboración propia.

6 ESTUDIO EMPÍRICO: RESULTADOS

En este capítulo se mostrarán los resultados de las distintas hipótesis planteadas. Dichos resultados han sido obtenidos siguiendo la metodología descrita anteriormente, solventando los diversos modelos planteados mediante la técnica estadística de GMM de panel de datos.

6.1 Hipótesis 1 – Inversor institucional como mecanismo de control

La primera hipótesis se ha planteado desde el siguiente doble enfoque:

H1a: Existe una relación positiva entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el valor (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo) de las empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010.

H1b: Existe una relación positiva entre el grado de participación accionarial de los inversores institucionales y el valor (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo) de las empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010.

Respecto al análisis de H1a, en las tablas 10 y 11 se muestran los resultados correspondientes a la estimación del modelo planteado con la Q de Tobin y con el rendimiento operativo como variables dependientes respectivamente.

Los resultados obtenidos son totalmente distintos. En el caso de la Q de Tobin como variable dependiente se aprecia una relación negativa entre la presencia accionarial de la inversión institucional y el valor de las empresas analizadas, atendiendo al valor negativo de $\hat{\beta}_1$, sugiriendo que la mera presencia del inversor institucional no es suficiente para reducir los costes de agencia inherentes a toda empresa. En cambio, analizando los resultados obtenidos en la tabla 11, la citada relación sí es positiva ($\hat{\beta}_1 > 0$), sugiriendo en este caso que la mera presencia del inversor institucional mejora el control hacia el equipo directivo redundando en una mayor rentabilidad operativa (ratio ROA ajustado sectorialmente). Esta divergencia de resultados dificulta sobremanera llegar a conclusiones acertadas, requiriendo mayor análisis al respecto, lo que nos conduce a H1b. Los resultados conjuntos de ambas

subhipótesis permitirán realizar una mejor evaluación de las bondades del inversor institucional en su papel de mecanismo de control al equipo directivo.

Tabla 10: resultados H1a, ratio Q de Tobin ajustado (Qajust) como variable dependiente.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 piic_{it} + \beta_{k=2}^5 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------|-----------|------------|----------|---------------|
| β_1 piic | -0.197277 | 0.021312 | -9.2568 | < 2.2e-16 *** |
| β_2 oc | 0.614639 | 0.086087 | 7.1397 | 9.353e-13 *** |
| β_3 vta | -0.158603 | 0.015410 | -10.2922 | < 2.2e-16 *** |
| β_4 deudaaajust | -0.116922 | 0.025044 | -4.6687 | 3.031e-06 *** |
| β_5 lag(reval, 1) | 0.176878 | 0.014101 | 12.5435 | < 2.2e-16 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(59) = 66.50812 (p.value=0.23433)

Autocorrelation test (1): normal = -1.742414 (p.value=0.040718)

Autocorrelation test (2): normal = -1.154115 (p.value=0.12423)

Wald test for coefficients: chisq(5) = 914.5311 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 2045.294 (p.value=< 2.22e-16)

Tabla 11: resultados H1a, ratio ROA ajustado (roaajust) como variable dependiente.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 piic_{it} + \beta_{k=2}^5 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------|-----------|------------|----------|---------------|
| β_1 piic | 0.030050 | 0.015788 | 1.9033 | 0.0569988 . |
| β_2 oc | 0.133952 | 0.036791 | 3.6409 | 0.0002717 *** |
| β_3 vta | 0.142041 | 0.008965 | 15.8439 | < 2.2e-16 *** |
| β_4 deudaaajust | -0.428513 | 0.015419 | -27.7910 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 lag(reval, 1) | 0.178236 | 0.011261 | 15.8282 | < 2.2e-16 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(59) = 62.73989 (p.value=0.34518)

Autocorrelation test (1): normal = -1.556997 (p.value=0.059736)

Autocorrelation test (2): normal = -0.2471664 (p.value=0.40239)

Wald test for coefficients: chisq(5) = 1084.301 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1908.025 (p.value=< 2.22e-16)

Pasando al análisis de H1b, en la tabla 12 se presentan los resultados obtenidos de la estimación del modelo planteado para la subhipótesis 1b con la variable Q de Tobin como dependiente. En la misma se aprecia que, al contrario de lo planteado en dicha subhipótesis, la participación accionarial de la inversión institucional, una vez controlada por las diversas variables de control utilizadas, presenta una relación negativa con el valor de la empresa participada ($\hat{\beta}_1 < 0$). Estos resultados se encuentran en línea con los obtenidos en H1a, confirmando la relación negativa encontrada entre la mera presencia accionarial del inversor institucional y el valor de las empresas

analizadas. Los resultados obtenidos en las dos subhipótesis sugieren que la inversión institucional no es un mecanismo adecuado de control dentro del gobierno corporativo español. Dichos resultados se encuentran en cierto modo en línea con los obtenidos en otros países europeos como Finlandia (Battacharya y Graham, 2007) o Dinamarca (Rose, 2007). De la misma manera, estos resultados, tal como señalan también Battacharya y Graham (2007), podrían considerarse alineados con los obtenidos por Thomsen y Pedersen (2006), aunque su análisis se enfoca desde el lado de las participaciones significativas o de control²⁶⁹, sugiriendo un comportamiento similar entre dichas posiciones de control y los inversores institucionales.

La escasa liquidez del mercado bursátil español puede ser uno de los factores que expliquen la ineficacia de la inversión institucional como mecanismo de control. Dicha iliquidez²⁷⁰, explicada por el menor desarrollo del mercado bursátil español y por la mayor concentración de propiedad existente, podría estar condicionando la actuación de los inversores institucionales. Asumiendo la incompatibilidad marcada por Coffee (1991) entre la liquidez y el activismo, la iliquidez del mercado bursátil español podría estar desincentivando una presencia más activa de los citados inversores.

²⁶⁹ *Blockholder* en palabras de los autores.

²⁷⁰ A pesar de que en términos de volumen contratado en relación al PIB, la bolsa española no presenta malos números (96,71% en el año 2011, véase <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS/countries>, último acceso 8/3/2013), es debido a la presencia de BBVA y Banco Santander, dos de los valores europeos más líquidos. En lo que se refiere a la muestra objeto de estudio en este artículo, sí se puede afirmar que la iliquidez es una de las notas características de dichos valores.

Tabla 12: resultados H1b, ratio Q de Tobin ajustado (Qajust) como variable dependiente.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 iic_{it} + \beta_{k=2}^5 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------|-----------|------------|---------|---------------|
| β_1 iic | -2.291346 | 0.069214 | -33.105 | < 2.2e-16 *** |
| β_2 oc | 0.919212 | 0.084729 | 10.849 | < 2.2e-16 *** |
| β_3 vta | -0.216485 | 0.011193 | -19.342 | < 2.2e-16 *** |
| β_4 deudaaajust | -0.106975 | 0.024446 | -4.376 | 1.209e-05 *** |
| β_5 lag(reval, 1) | 0.191180 | 0.011954 | 15.993 | < 2.2e-16 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(47) = 55.75714 (p.value=0.17869)

Autocorrelation test (1): normal = -1.675811 (p.value=0.046888)

Autocorrelation test (2): normal = -1.005438 (p.value=0.15734)

Wald test for coefficients: chisq(5) = 4558.501 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 2117.502 (p.value=< 2.22e-16)

El modelo de Schneider (2000) presentado previamente, cobra también especial valor a la hora de explicar los resultados obtenidos. La manera de solventar el problema de agencia propio del inversor institucional podría explicar la ineficacia del mismo como mecanismo de control en la empresa participada. Tres son las vías habituales utilizadas para hacer frente a los costes de agencia propios del inversor institucional, vías que posiblemente desincentivan al inversor institucional en su tarea de control al equipo directivo:

1. Política retributiva del gestor de inversiones: la práctica habitual consiste en ligar parte del salario al rendimiento obtenido en años naturales por el

vehículo gestionado. Ello, sin embargo, incentiva a mantener una visión cortoplacista negativa para las empresas invertidas (Rose, 2007).

2. Regulación: el carácter fiduciario inherente al inversor institucional ha generado un desarrollo importante de la regulación existente con el objeto de proteger los intereses del inversor/beneficiario final (criterios de diversificación por ejemplo²⁷¹). La reducción de costes de agencia dentro del propio inversor institucional obtenida a través de esta vía, genera en cambio limitaciones para el papel de principal del citado inversor en las empresas participadas. Bhide (1994), por ejemplo, establece que la regulación juega en el inversor institucional un papel desincentivador para el desarrollo de prácticas de control al equipo directivo. Ryan y Schneider (2002) incluyen también la regulación como uno de los factores que explican la propensión de un determinado inversor institucional a embarcarse en prácticas de activismo.
3. Fijación de las políticas de inversión al inversor institucional: el establecimiento de un índice de referencia es otra de las prácticas habituales para minorar los posibles conflictos existentes dentro del inversor institucional. Ello, en cambio, podría desincentivar cualquier práctica de mecanismo de control al equipo directivo, ya que la política de inversión establece como prioritario el mero seguimiento del índice de referencia (Rose, 2007).

En cuanto a las variables de control, destaca el efecto positivo de la concentración de propiedad, en línea con estudios anteriores (Miguel et al, 2004), tal como se ha destacado en la parte teórica, y el efecto negativo del tamaño en el valor de las empresas analizadas.

Analizando, la tabla 13, donde, en un análisis de robustez, se plantea el ratio ROA (rendimiento operativo) como variable dependiente, los resultados son similares.

²⁷¹ La regulación española de las Instituciones de Inversión colectiva por ejemplo limita al 5% del patrimonio de la IIC la exposición máxima a un determinado valor, límite ampliable al 10% en caso de que la suma de todas aquellas partidas que superen el 5% no supere el 40% del patrimonio.

En este caso, existe también una relación negativa entre la participación accionarial de los inversores institucionales y el rendimiento operativo, ajustado sectorialmente, de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_1 < 0$). Dicha presencia de la inversión institucional presenta un efecto negativo en el valor de las empresas analizadas, volviendo a sugerir cierta ineficacia de dicho inversor en su desempeño del papel de mecanismo de control al equipo directivo. En cuanto a las variables de control utilizadas, existen ligeras diferencias entre ambos modelos, especialmente desde el lado del tamaño y de la concentración de propiedad. En cuanto al tamaño, la relación varía de negativa a positiva según sea el ratio Q o ROA la variable dependiente, mientras que por el lado de la concentración de propiedad, en el segundo caso, el efecto de dicha variable no es estadísticamente significativo. Estos resultados, en cambio, difieren de los obtenidos en la tabla 11, donde se ha encontrado una relación positiva entre la presencia accionarial del inversor institucional y el rendimiento operativo de las empresas analizadas. La unión de ambos resultados no presenta al inversor institucional en la línea de mecanismo eficiente de control planteado en la hipótesis.

Por último, los diversos test estadísticos realizados (Sargan, Wald, autocorrelación) son igualmente válidos para el conjunto de modelos planteados hasta el momento.

Tabla 13: resultados H1b, ratio ROA ajustado (roaajust) como variable dependiente.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 iic_{it} + \beta_{k=2}^5 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------|------------|------------|----------|-----------|-----|
| β_1 iic | -0.3426590 | 0.0981698 | -3.4905 | 0.0004822 | *** |
| β_2 oc | -0.0556384 | 0.0455938 | -1.2203 | 0.2223485 | |
| β_3 vta | 0.1637652 | 0.0097037 | 16.8766 | < 2.2e-16 | *** |
| β_4 deudaaajust | -0.4401705 | 0.0206021 | -21.3654 | < 2.2e-16 | *** |
| β_5 lag(reval, 1) | 0.1552048 | 0.0100541 | 15.4370 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(48) = 57.23731 (p.value=0.16969)

Autocorrelation test (1): normal = -1.546273 (p.value=0.061019)

Autocorrelation test (2): normal = -0.3051786 (p.value=0.38012)

Wald test for coefficients: chisq(5) = 861.038 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 3359.028 (p.value=< 2.22e-16)

A la vista de que los análisis anteriores no son del todo favorables a lo planteado en ambas subhipótesis, se han realizado nuevos estudios, basados en el grado de participación accionarial, para obtener mayores evidencias acerca del efecto de la inversión institucional en el valor de las empresas participadas. En esta línea, en primer lugar se ha incluido en el análisis el retardo de un año en la variable *iic*, incorporando en el análisis la relación entre la participación accionarial del inversor institucional y el valor al año siguiente de las empresas participadas.

Los resultados concernientes a este nuevo enfoque se presentan en las tablas 14 y 15. La principal novedad radica en la diferente relación que presenta la participación

accionarial del inversor institucional con el valor de las empresas participadas, cuando dicha participación es medida con un retardo de un año. En efecto, tal como muestra la tabla 14, la participación accionarial del inversor institucional presenta una relación positiva con el valor²⁷² del año siguiente de la empresa participada ($\hat{\beta}_2 > 0$), manteniéndose la relación negativa original de la participación accionarial del mismo año ($\hat{\beta}_1 < 0$).

Tabla 14: retardo del inversor institucional en H1, con el ratio Q ajustado sectorialmente como variable dependiente.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 iic_{it} + \beta_2 iic_{it-1} + \beta_{k=3}^6 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|--------------------------|-----------|------------|----------|-----------|-----|
| β_1 lag(iic, 0:1)0 | -3.506902 | 0.146925 | -23.8686 | < 2.2e-16 | *** |
| β_2 lag(iic, 0:1)1 | 1.168338 | 0.094246 | 12.3967 | < 2.2e-16 | *** |
| β_3 oc | 0.934163 | 0.096703 | 9.6601 | < 2.2e-16 | *** |
| β_4 vta | -0.205458 | 0.011246 | -18.2698 | < 2.2e-16 | *** |
| β_5 deudaaajust | -0.111525 | 0.031297 | -3.5635 | 0.000366 | *** |
| β_6 lag(reval, 1) | 0.191160 | 0.012402 | 15.4137 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 55.65576 (p.value=0.15572)

Autocorrelation test (1): normal = -1.713258 (p.value=0.043333)

Autocorrelation test (2): normal = -1.042314 (p.value=0.14863)

Wald test for coefficients: chisq(6) = 4542.798 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1502.584 (p.value=< 2.22e-16)

²⁷² Medida a través del ratio Q de Tobin ajustado sectorialmente.

Dicha divergencia de resultados podría deberse al hecho de que el conjunto de los inversores bursátiles no termina de poner en valor²⁷³ la eficacia del inversor institucional como mecanismo de control al equipo directivo hasta bien pasados unos meses.

Tabla 15: retardo del inversor institucional en H1, con el ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 iic_{it} + \beta_2 iic_{it-1} + \beta_{k=3}^6 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|--------------------------|------------|------------|---------|----------|-----|
| β_1 lag(iic, 0:1)0 | -2.2422091 | 0.1961800 | -11.429 | <2e-16 | *** |
| β_2 lag(iic, 0:1)1 | 2.9294710 | 0.1362470 | 21.501 | <2e-16 | *** |
| β_3 oc | 0.0358759 | 0.0508886 | 0.705 | 0.4808 | |
| β_4 vta | 0.1813189 | 0.0090174 | 20.108 | <2e-16 | *** |
| β_5 deudaajust | -0.4747405 | 0.0257352 | -18.447 | <2e-16 | *** |
| β_6 lag(reval, 1) | 0.1969264 | 0.0085861 | 22.936 | <2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 60.45011 (p.value=0.074863)

Autocorrelation test (1): normal = -1.634699 (p.value=0.051056)

Autocorrelation test (2): normal = -0.4356944 (p.value=0.33153)

Wald test for coefficients: chisq(6) = 1726.976 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 3532.034 (p.value=< 2.22e-16)

Parecidos resultados se obtienen con el test alternativo de utilizar el rendimiento operativo como variable dependiente. En este caso también, incorporando el retardo de

²⁷³ Utilizando términos de los mercados bursátiles.

un año en la participación accionarial del inversor institucional, éste presenta también una relación positiva con el valor del año siguiente de la empresa participada ($\hat{\beta}_2 > 0$), siendo también en este caso negativa la relación teniendo en cuenta la participación accionarial del mismo año ($\hat{\beta}_1 < 0$).

En cuanto al conjunto de test estadísticos realizados, caben reseñar los resultados alcanzados en el test de Sargan, no rechazando la hipótesis de no correlación con una probabilidad crítica del 0,075%.

Continuando con un análisis más detallado del inversor institucional, en segundo lugar se ha decidido desglosar la participación accionarial de la inversión institucional en cuatro tipos de inversores, léase, fondos de inversión, planes de pensiones, compañías de seguros y fondos soberanos, tal como previamente se ha definido en la parte metodológica. La heterogeneidad de la inversión institucional es un aspecto relevante en la literatura (Denis y McConnell, 2003), lo que ha llevado a varios autores a diferenciar entre inversores institucionales en sus análisis empíricos. Varios de dichos análisis siguen la línea marcada por Brickley et al (1988), aspecto no válido en el presente trabajo, debido al enfoque principal en aquellos inversores resistentes a la presión del equipo directivo. En este trabajo se ha seguido en cierta forma la línea marcada por Rose (2007) y Woidtke (2002), adaptando el análisis de dichos estudios a las peculiaridades de la situación española.

Los resultados obtenidos, que se muestran en las tablas 16 y 17, ofrecen aspectos realmente interesantes. En primer lugar, atendiendo a los coeficientes estimados de las variables que hacen referencia a los diversos tipos de inversores institucionales, cabe destacar que la tan comentada heterogeneidad de la inversión institucional es confirmada por los resultados obtenidos, tanto con la Q de Tobin como variable dependiente como con el rendimiento operativo (ROA). En segundo lugar, cabe destacar la positiva relación entre la presencia accionarial de los planes de pensiones y el valor de las empresas participadas, aspecto que se mantiene en ambos análisis estadísticos ($\hat{\beta}_2 > 0$). Dicha relación señala un mayor efecto de los planes de pensiones en el valor (tanto bursátil como contable) de las empresas analizadas, sugiriendo una mayor eficacia en el desempeño del papel de mecanismo de control. La mayor

estabilidad en las inversiones que se atribuye a estos inversores podría explicar las diferencias encontradas frente al resto de inversores institucionales. Los resultados comentados se encuentran en parte en línea con Woidtke (2002), autor que encuentra un mayor efecto en el valor de las empresas participadas por parte de planes de pensiones privados respecto a otro tipo de planes que pudieran ser susceptibles de conflictos de interés. En tercer lugar, resulta de interés también la relación negativa entre la participación accionarial de las compañías de seguros y el valor de las empresas participadas ($\hat{\beta}_4 < 0$). Dicha relación negativa es igualmente significativa desde el lado estadístico en ambos análisis. Retomando los conflictos de interés comentados previamente, las compañías de seguros caben considerarse como inversores institucionales susceptibles a la presión del equipo directivo por los diversos negocios que pudieran compartir con la empresa participada (Brickley et al, 1988). En este sentido, el relación negativa encontrada empíricamente se encuentra totalmente en línea con lo esperable a nivel teórico y con los resultados obtenidos en otros estudios similares (Borokhovich et al, 2006; Cornett et al, 2007). En cuarto y último lugar, cabe destacar también la relación negativa encontrada entre la participación accionarial de los fondos de inversión y el valor de las empresas participadas ($\hat{\beta}_1 < 0$). Atendiendo a la clasificación de los fondos de inversión como inversores resistentes a la presión del equipo directivo, dichos resultados no se encuentran totalmente en línea con estudios previos (Cornett et al, 2007; Yuan et al, 2008), aunque sí son más cercanos a otros estudios realizados en diversos países europeos (Rose, 2007). Aspectos legales (Bhide, 1994) y propios conflictos de agencia (Ingley y Van der Walt, 2004, Schneider, 2000) podrían explicar la citada presencia de los fondos de inversión en empresas con menor valor, dejando en entredicho la eficiencia de dichos inversores como mecanismo de control.

Tabla 16: desglose inversores institucionales en H1, con el ratio Q ajustado sectorialmente como variable dependiente.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 fondo_{it} + \beta_2 plan_{it} + \beta_3 sov_{it} + \beta_4 seguros_{it} + \beta_{k=5}^8 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------|-----------|------------|----------|-----------|-----|
| β_1 fondo | -6.125076 | 0.118391 | -51.7359 | < 2.2e-16 | *** |
| β_2 plan | 5.401482 | 1.224757 | 4.4102 | 1.033e-05 | *** |
| β_3 sov | -2.827962 | 3.195223 | -0.8851 | 0.3761246 | |
| β_4 seguros | -2.155038 | 0.633625 | -3.4011 | 0.0006711 | *** |
| β_5 oc | 0.857288 | 0.102599 | 8.3557 | < 2.2e-16 | *** |
| β_6 vta | -0.176692 | 0.016312 | -10.8321 | < 2.2e-16 | *** |
| β_7 deudaajust | -0.134492 | 0.042021 | -3.2006 | 0.0013714 | ** |
| β_8 lag(reval, 1) | 0.186414 | 0.011712 | 15.9170 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(47) = 56.79395 (p.value=0.15501)

Autocorrelation test (1): normal = -1.76561 (p.value=0.038731)

Autocorrelation test (2): normal = -1.079336 (p.value=0.14022)

Wald test for coefficients: chisq(8) = 10590.96 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1165.934 (p.value=< 2.22e-16)

Tabla 17: desglose inversores institucionales en H1, con el ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 fondo_{it} + \beta_2 plan_{it} + \beta_3 sov_{it} + \beta_4 seguros_{it} + \beta_{k=5}^8 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------|-----------|------------|----------|-----------|-----|
| β_1 fondo | -0.370583 | 0.135492 | -2.7351 | 0.006236 | ** |
| β_2 plan | 24.123423 | 1.508792 | 15.9886 | < 2.2e-16 | *** |
| β_3 sov | 2.094713 | 0.851245 | 2.4608 | 0.013864 | * |
| β_4 seguros | -2.002663 | 0.135673 | -14.7609 | < 2.2e-16 | *** |
| β_5 oc | 0.111253 | 0.060644 | 1.8345 | 0.066574 | . |
| β_6 vta | 0.135594 | 0.014093 | 9.6214 | < 2.2e-16 | *** |
| β_7 deudaajust | -0.447038 | 0.031963 | -13.9862 | < 2.2e-16 | *** |
| β_8 lag(reval, 1) | 0.145426 | 0.012144 | 11.9752 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(47) = 57.38425 (p.value=0.14261)

Autocorrelation test (1): normal = -1.588261 (p.value=0.056114)

Autocorrelation test (2): normal = 0.1178921 (p.value=0.45308)

Wald test for coefficients: chisq(8) = 2104.853 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1885.916 (p.value=< 2.22e-16)

Continuando con un análisis más detallado del impacto de la presencia accionarial del inversor institucional en el valor de las empresas participadas, se ha procedido también a desglosar dichos inversores desde un enfoque geográfico, diferenciando los inversores domésticos (variable *esp*) de aquellos internacionales (variable *int*), en línea con el análisis realizado por Rose (2007) para el caso de la inversión institucional en Dinamarca.

Los resultados presentados en la tabla 18, vuelven a mostrar una relación negativa del conjunto de los inversores institucionales con el valor de las empresas participadas (medida a través del ratio Q de Tobin ajustado sectorialmente), aunque más acusado en el caso de aquellos inversores extranjeros ($\hat{\beta}_2 < \hat{\beta}_1 < 0$). Dicha “supremacía” del inversor institucional doméstico no se refleja, en cambio, en el test de robustez realizado con el rendimiento operativo como variable dependiente (tabla 19). En este caso, ambos tipos de inversores presentan una relación positiva con el rendimiento operativo, aunque el valor estimado del coeficiente del inversor doméstico (variable *esp*) no es estadísticamente significativo, además de ser inferior al del extranjero (variable *int*). No obstante, los resultados obtenidos en este test alternativo deben ser analizados con cierta cautela. Aunque los test estadísticos del modelo no indican ninguna anomalía estadística, cabe resaltar que la relación positiva comentada anteriormente no coincide con el resultado obtenido previamente para el conjunto de los inversores institucionales (tabla 13), resultando difícil de explicar dicha divergencia.

Tabla 18: inversores institucionales domésticos e internacionales en H1, con el ratio Q ajustado sectorialmente como variable dependiente.

$$Q_{ajust_{it}} = \alpha + \beta_1 esp_{it} + \beta_2 int_{it} + \beta_{k=3}^6 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------|------------|------------|----------|---------------|
| β_1 esp | -1.2470924 | 0.1052794 | -11.8455 | < 2.2e-16 *** |
| β_2 int | -2.9653420 | 0.1683296 | -17.6163 | < 2.2e-16 *** |
| β_3 oc | 0.7684234 | 0.0788380 | 9.7469 | < 2.2e-16 *** |
| β_4 vta | -0.2195618 | 0.0119751 | -18.3349 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 deudaajust | -0.0982831 | 0.0268994 | -3.6537 | 0.0002585 *** |
| β_6 lag(reval, 1) | 0.1909957 | 0.0097322 | 19.6252 | < 2.2e-16 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(48) = 56.92957 (p.value=0.17686)

Autocorrelation test (1): normal = -1.664745 (p.value=0.047982)

Autocorrelation test (2): normal = -0.9508889 (p.value=0.17083)

Wald test for coefficients: chisq(6) = 1922.493 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 2164.721 (p.value=< 2.22e-16)

Tabla 19: inversores institucionales domésticos e internacionales en H1, con el ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 esp_{it} + \beta_2 int_{it} + \beta_{k=3}^6 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------|-----------|------------|----------|-----------|-----|
| β_1 esp | 0.125215 | 0.112941 | 1.1087 | 0.267571 | |
| β_2 int | 0.433699 | 0.132551 | 3.2719 | 0.001068 | ** |
| β_3 oc | 0.093282 | 0.040665 | 2.2939 | 0.021795 | * |
| β_4 vta | 0.170314 | 0.008626 | 19.7442 | < 2.2e-16 | *** |
| β_5 deudaaajust | -0.486937 | 0.024593 | -19.8000 | < 2.2e-16 | *** |
| β_6 lag(reval, 1) | 0.180414 | 0.010373 | 17.3927 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(48) = 57.17886 (p.value=0.17104)

Autocorrelation test (1): normal = -1.561834 (p.value=0.059164)

Autocorrelation test (2): normal = -0.3414127 (p.value=0.3664)

Wald test for coefficients: chisq(6) = 1009.697 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 2916.705 (p.value=< 2.22e-16)

La incorporación del retardo de un año en la participación accionarial que se ha realizado previamente para el conjunto de los inversores institucionales se ha aplicado también al desglose de la inversión institucional realizado hasta el momento, tanto por tipo de inversor como por desglose geográfico. Los resultados de dichos análisis se muestran en la tabla 20.

Comenzando el análisis desde el lado del desglose de los inversores institucionales por tipos de inversores, los resultados obtenidos con la incorporación del retardo de un año en la participación accionarial de dichos inversores, no difieren

sobremañera de los ya obtenidos previamente. Así, este nuevo análisis ratifica la “supremacía” de los planes de pensiones, aspecto ya comentado previamente. Únicamente en el caso de las compañías de seguros, la incorporación del retardo mejora su posición como mecanismo de control al equipo directivo, siendo positiva la relación entre la participación accionarial y el valor del año siguiente ($\hat{\beta}_8 > 0$, medido tanto a través de la Q de Tobin ajustada, aunque estadísticamente no significativo, como por el rendimiento operativo ajustado). En este sentido cabe comentar lo dicho anteriormente para el conjunto de los inversores institucionales, es decir, el conjunto de los inversores no parecen sentirse cómodos en aquellas empresas con presencia relevante de las compañías de seguros hasta bien pasados unos meses. Retomando la distribución de Brickley et al (1988), el carácter de inversor susceptible de presión por parte del equipo directivo es totalmente coherente con los resultados que se presenta en torno a él.

Tabla 20: retardo del inversor institucional desglosado por tipos de inversores en H1, con ambas variables dependientes.

$$Qajust(roaajust)_{it} = \alpha + \beta_1 fondo_{it} + \beta_2 fondo_{it-1} + \beta_3 plan_{it} + \beta_4 plan_{it-1} + \beta_5 sov_{it} + \beta_6 sov_{it-1} + \beta_7 seguros_{it} + \beta_8 seguros_{it-1} + \beta_{k=9}^{12} X_{it}^k + v_{it}$$

$$Qajust(roaajust)_{it} = \alpha + \beta_1 esp_{it} + \beta_2 esp_{it-1} + \beta_3 int_{it} + \beta_4 int_{it-1} + \beta_{k=5}^8 X_{it}^k + v_{it}$$

| | | Qajust | | roaajust | | Qajust | | roaajust | |
|---|------------------------|---------|------------|----------|------------|---------|------------|----------|------------|
| β_1 | fondo | -5,8416 | *** | 0,17414 | | | | | |
| β_2 | lag (fondo, 1) | -0,1804 | | -0,2087 | * | | | | |
| β_3 | plan | 4,56786 | *** | 18,8733 | *** | | | | |
| β_4 | lag (plan, 1) | -2,1439 | | 8,00777 | *** | | | | |
| β_5 | sov | -2,2763 | | -0,6679 | | | | | |
| β_6 | lag (sov, 1) | 3,17592 | | -4,075 | * | | | | |
| β_7 | seguros | -1,8096 | *** | -5,0705 | *** | | | | |
| β_8 | lag (seguros, 1) | 0,40137 | | 6,2764 | *** | | | | |
| β_1 | esp | | | | | -0,519 | *** | -1,3538 | *** |
| β_2 | lag (esp, 1) | | | | | -0,4101 | * | 2,67346 | *** |
| β_3 | int | | | | | -2,0254 | *** | 0,26957 | * |
| β_4 | lag (int, 1) | | | | | -2,5507 | *** | -0,1674 | |
| β_9/β_5 | oc | 0,8254 | *** | 0,31247 | *** | 0,90471 | *** | -0,0537 | |
| β_{10}/β_6 | vta | -0,1739 | *** | 0,14373 | *** | -0,2052 | *** | 0,18365 | *** |
| β_{11}/β_7 | deudaajust | -0,1161 | ** | -0,4506 | *** | -0,1059 | *** | -0,4677 | *** |
| β_{12}/β_8 | lag (reval, 1) | 0,19269 | *** | 0,15465 | *** | 0,18697 | *** | 0,17735 | *** |
| Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 | | | | | | | | | |
| | Sargan | 56,0738 | (0,14674) | 58,0791 | (0,10905) | 62,8172 | (0,074044) | 61,5927 | (0,089944) |
| | Autocorrelation (1) | -1,7539 | (0,039725) | -1,5889 | (0,056046) | -1,6562 | (0,048836) | -1,5758 | (0,05754) |
| | Autocorrelation (2) | -1,088 | (0,13831) | 0,03087 | (0,48769) | -1,02 | (0,15387) | -0,4517 | (0,32574) |
| | Wald for coefficients: | 13733,2 | (-) | 1436,07 | (-) | 4967,97 | (-) | 1870,79 | (-) |
| | Wald for time dummies: | 1297,66 | (-) | 1613,17 | (-) | 2261,26 | (-) | 2038,64 | (-) |

En cuanto al desglose geográfico de los inversores institucionales, los nuevos resultados cambian ligeramente lo comentado previamente, señalando una mejor posición de los inversores institucionales españoles como mecanismo de control ante el equipo directivo. Así, en este nuevo análisis, se mantiene, por una parte, la “supremacía” del inversor doméstico con la Q de Tobin como variable dependiente (coeficiente estimado negativo en ambos casos, pero claramente inferior en el caso de los inversores domésticos, $\hat{\beta}_4 > \hat{\beta}_2$), mientras que, por otra parte, en el análisis alternativo con el rendimiento operativo como variable dependiente, el inversor

institucional doméstico cobra fuerza frente al extranjero atendiendo al valor del coeficiente estimado del retardo de un año de la participación accionarial del inversor doméstico ($\hat{\beta}_2 > 0$). Dicho valor positivo señala que el papel de los inversores institucionales domésticos como mecanismo de control necesita tiempo para que su resultado se materialice.

Por último, y para finalizar con el análisis ampliado de H1, se incorpora un nuevo enfoque, que si bien carecen de apoyo directo en la literatura existente, bien podría servir como nueva vía de análisis futuro en la presente temática. En concreto, se combina el origen geográfico del inversor institucional con la capitalización de las empresas analizadas. Este enfoque podría resultar de especial interés en el caso de las empresas españolas, donde existen grandes diferencias en la capitalización de las empresas cotizadas.

La tabla 21 muestra los resultados de este último análisis concerniente a esta primera hipótesis. Tal como se muestra en la misma, dicho análisis se realiza incorporando variables *dummy* que recogen la presencia de una empresa en alguno de los tres grupos planteados, empresas de pequeña capitalización (*small*), empresas de mediana capitalización (*mid*) y empresas de elevada capitalización (*big*). Los niveles que separan dichas variables se han establecido de una forma un tanto arbitraria, apoyándose en los baremos habitualmente utilizados en los mercados financieros, a falta de apoyo en la literatura académica. Así, se han considerado como empresas pequeñas aquellas con una capitalización inferior a los 500 mn de euros, empresas medianas serán las que se sitúen entre 500 y 1500 mn de capitalización, mientras que aquellas empresas que superen este último umbral serán consideradas como grandes empresas.

En los resultados que se muestran en la tabla 21 hay tres aspectos dignos de resaltar. En primer lugar, la positiva relación entre los inversores domésticos y el valor de las empresas en el caso de aquellas de pequeño tamaño ($\hat{\beta}_4 > 0$ en ambos modelos), aspecto que pudiera deberse al mayor conocimiento y cercanía de dichas empresas en el caso de los inversores domésticos. Dicha cercanía explicaría la mayor eficacia de los inversores domésticos en su papel de mecanismos de control ($\hat{\beta}_4 > 0$, pero $\hat{\beta}_5 < 0$). En segundo lugar, la también relación positiva entre los inversores internacionales y el

valor de las empresas participadas en el caso de aquellas de mediana capitalización, especialmente cuando el rendimiento operativo es utilizado como variable dependiente ($\hat{\beta}_5 > 0$ en ambos modelos). En esta ocasión, el argumento de cercanía manejado previamente carece de validez, dificultando la interpretación de los resultados. Factores propios de la muestra podrían explicar dichos resultados. En tercer y último lugar, la negativa relación de ambos tipos de inversores con el valor de las empresas participadas en el caso de aquellas de alta capitalización ($\hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5 < 0$). Los factores de legalidad y propios conflictos de interés comentados inicialmente parece que tienen total relevancia en el caso de la presencia de la inversión institucional en estas compañías.

Tabla 21: efecto del inversor institucional en función de la capitalización empresarial en H1, con ambas variables dependientes.

$$Qajust(roajust)_{it} = \alpha + \beta_1 esp_{it} + \beta_2 int_{it} + small \times (\beta_3 + \beta_4 esp_{it} + \beta_5 int_{it}) + \beta_{k=6}^9 X_{it}^k + v_{it}$$

, mid y big se utilizan también en lugar de small.

| | Qajust | roajust | Qajust | roajust | Qajust | roajust |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| β_1 esp | -3,706522 *** | -0,659908 * | -0,997666 *** | 0,556196 *** | -1,069599 *** | 0,184277 |
| β_2 int | -2,371864 *** | 1,333856 *** | -3,9832 *** | -0,870938 *** | -2,248113 *** | 0,834286 *** |
| β_4 esp:small | 3,190767 *** | 1,304164 *** | | | | |
| β_5 int:small | -1,141297 ** | -2,441929 *** | | | | |
| β_4 esp:mid | | | -0,135385 | 0,342145 | | |
| β_5 int:mid | | | 2,960109 *** | 3,713543 *** | | |
| β_4 esp:big | | | | | -3,755864 * | -0,971639 |
| β_5 int:big | | | | | -2,710363 *** | -1,929352 *** |
| β_3 small | -0,624146 *** | -0,23769 *** | | | | |
| β_3 mid | | | 0,00804 | 0,034379 | | |
| β_3 big | | | | | 0,609348 *** | 0,064784 * |
| β_6 oc | 0,626856 *** | 0,003799 | 0,680598 *** | 0,046811 | 0,715506 *** | 0,059735 |
| β_7 vta | -0,195589 *** | 0,170138 *** | -0,211184 *** | 0,162274 *** | -0,204867 *** | 0,166727 *** |
| β_8 deudaaajust | -0,092842 ** | -0,452929 *** | -0,120775 *** | -0,464579 *** | -0,099553 ** | -0,483111 *** |
| β_9 lag (reval, 1) | 0,167118 *** | 0,176355 *** | 0,190526 *** | 0,183186 *** | 0,16198 *** | 0,174801 *** |
| Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 | | | | | | |
| Sargan | 59,13492 (0,130) | 62,14525 (0,082) | 60,20945 (0,111) | 61,75867 (0,087) | 58,40516 (0,144) | 56,181 (0,195) |
| Autocorrelation (1) | -1,641383 (0,050) | -1,581606 (0,056) | -1,670029 (0,047) | -1,583571 (0,056) | -1,689311 (0,045) | -1,554667 (0,060) |
| Autocorrelation (2) | -0,990444 (0,160) | -0,155691 (0,438) | -0,939226 (0,173) | -0,263811 (0,395) | -1,104426 (0,134) | -0,34328 (0,365) |
| Wald for coefficients: | 3526,702 (-) | 1336,643 (-) | 4794,665 (-) | 2749,937 (-) | 3787,09 (-) | 1372,708 (-) |
| Wald for time dummies: | 668,9925 (-) | 3525,951 (-) | 1947,431 (-) | 2623,163 (-) | 771,6125 (-) | 1922,982 (-) |

Por último, y para terminar con el análisis empírico de la primera hipótesis planteada, se resumen las principales conclusiones obtenidas del conjunto de análisis realizados, presentando a continuación un cuadro resumen con las principales relaciones encontradas en los diversos modelos estimados:

- ✓ La eficacia de la inversión institucional como mecanismo de control al equipo directivo se constata únicamente incorporando el retardo de un año a la participación accionarial. La mera presencia accionarial de dicho inversor no ofrece resultados concluyentes en su relación con el valor de las empresas participadas.
- ✓ Desglosando la inversión institucional por tipos de inversores, cabe destacar la positiva relación de los planes de pensiones con el valor de las empresas participadas. Dicha supremacía respecto al resto de inversores institucionales se mantiene también incorporando el retardo de un año a dicha participación accionarial.
- ✓ Continuando con dicho desglose, las compañías de seguros son las que, atendiendo a su naturaleza de inversores susceptibles a la presión del equipo directivo, peores resultados muestran como mecanismo de control. No obstante, dicha situación mejora incorporando el citado retardo de un año en el análisis, sugiriendo que el conjunto de los inversores necesita tiempo para interiorizar las bondades de las compañías de seguros en su papel de mecanismo de control al equipo directivo.
- ✓ A nivel general no se aprecian excesivas diferencias entre inversores institucionales domésticos y extranjeros. No obstante, la supremacía de los primeros como mecanismo de control es evidente en el caso de las empresas de pequeña capitalización. Los inversores extranjeros presentan, en cambio, mejores resultados en el caso de las empresas de mediana capitalización.
- ✓ El posicionamiento de los inversores institucionales en las empresas de elevada capitalización parece lastrar a los mismos en el análisis conjunto de mecanismo de control eficaz ante el equipo directivo.

Cuadro 18: resumen H1.

| Variables independientes | Variables dependientes | | | |
|---|------------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | Qajust | | roaajust | |
| | Relación esperada | Relación real | Relación esperada | Relación real |
| Presencia accionarial inversor institucional (<i>iic</i>) | + | - | + | + |
| Grado de participación accionarial inversor institucional (<i>iic</i>) | + | - | + | - |
| Retardo un año variable <i>iic</i> | + | + | + | + |
| Grado de participación accionarial fondo de inversión (<i>fondo</i>) | + | - | + | - |
| Retardo un año variable <i>fondo</i> | + | - (*) | + | - |
| Grado de participación accionarial planes de pensiones (<i>plan</i>) | + | + | + | + |
| Retardo un año variable <i>plan</i> | + | - (*) | + | + |
| Grado de participación accionarial fondos soberanos (<i>sov</i>) | + | - | + | + |
| Retardo un año variable <i>sov</i> | + | + (*) | + | - |
| Grado de participación accionarial compañías de seguros (<i>seguros</i>) | + | - | + | - |
| Retardo un año variable <i>seguros</i> | + | + (*) | + | + |
| Grado de participación accionarial inversor institucional doméstico (<i>esp</i>) | + | - | + | + (*) |
| Retardo un año variable <i>esp</i> | + | - | + | + |
| Grado de participación accionarial inversor institucional extranjero (<i>int</i>) | + | - | + | + |
| Retardo un año variable <i>int</i> | + | - | + | - (*) |

(*) estadísticamente no significativo

Fuente: elaboración propia

6.2 Hipótesis 2 – Inversor institucional y endeudamiento

La segunda hipótesis se ha planteado de la siguiente manera:

En aquellas empresas cotizadas españolas con escasas oportunidades de crecimiento en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye de forma negativa en la importancia de la deuda como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Tal como se ha analizado en el marco teórico, el endeudamiento es otro de los mecanismos de control más utilizados en el entorno de los costes de agencia, especialmente en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento (Jensen, 1986). En este entorno, la deuda ayudará a minorar los posibles costes de agencia provenientes de un defectuoso uso de los flujos de caja libre en disposición del equipo directivo, tal como sugieren Andrés Alonso et al (2005) y McConnell y Servaes (1995) en sus trabajos empíricos.

Por ello, antes de entrar en el análisis de la hipótesis, se analizará si en la muestra de empresas objeto de estudio la deuda cumple también con su papel de mecanismo de control en un entorno de ausencia de oportunidades de crecimiento. Para ello, y tal y como se ha establecido en la parte de metodología, se han utilizado variables *dummy* que discrimina la muestra de empresas en función de las oportunidades de crecimiento. Así, la variable *menorpbv* tomará valor de uno en aquellas observaciones donde la variable *pbv* se sitúe en el tercio inferior. En cambio, la variable *mayorpbv* tomará valor de uno en aquellas observaciones situadas en el tercio superior (Andrés Alonso et al, 2005 realizan una separación similar de la muestra de empresas analizadas). Las tablas 22 y 23 recogen los resultados de dichos análisis con las habituales variables dependientes utilizadas hasta el momento.

Comenzando con los resultados de la tabla 22, cabe destacar en primer lugar que existe una relación general positiva entre deuda y valor de las empresas analizadas, atendiendo al signo positivo (estadísticamente significativo) del coeficiente estimado de la variable *deudaajust* ($\hat{\beta}_1 > 0$). Dicha relación positiva cambia notoriamente en función

de las oportunidades de crecimiento de las empresas, aspecto medido a través de la interacción de las variables *menorpbv* y *mayorpbv* con *deudaajust*. Así, en el caso de las empresas con escasas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *menorpbv*), la comentada relación positiva de la deuda en el valor de las empresas se acrecienta ($\hat{\beta}_2 > 0$), en línea con lo establecido en la literatura y con los resultados obtenidos por Andrés Alonso et al (2005) y McConnell y Servaes (1995), por ejemplo. Dichos resultados señalan que, en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, el apalancamiento financiero lanza una señal positiva a los inversores como herramienta para mitigar los posibles costes de agencia provenientes del mal uso del flujo de caja libre generado, tal como se ha comentado previamente. Cabe confirmar, por lo tanto, la eficacia de la deuda como mecanismo de control en un entorno de ausencia de oportunidades de crecimiento, donde, aquellas empresas más endeudadas presentan un valor superior. En el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *mayorpbv*), el efecto es el contrario. En este caso, el coeficiente estimado de la variable de interacción muestra un signo negativo ($\hat{\beta}_3 < 0$), además de estadísticamente significativo y claramente superior al valor alcanzado por el coeficiente estimado de la variable *deudaajust*, lo que indica que la deuda detrae valor en aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, en línea con los postulados defendidos a nivel teórico por Myers (1977). El uso de la deuda en aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento lanza una señal negativa a los inversores, en el sentido de que dicha deuda provocará una menor inversión futura, penalizando el valor futuro de la misma (Myers, 1977).

Por último, cabe reseñar también la importancia de las oportunidades de crecimiento per se en el valor de las empresa analizadas. Así, las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento muestran una relación positiva con el valor ($\hat{\beta}_5 > 0$), no así aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_4 < 0$), aunque en este caso la relación no es estadísticamente significativa.

Tabla 22: efecto de la deuda en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q, en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$Q_{ajust_{it}} = \alpha + deudaajust_{it} * (\beta_1 + \beta_2 menorpbv_{it} + \beta_3 mayorpbv_{it}) + \beta_4 menorpbv_{it} + \beta_5 mayorpbv_{it} + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------------|------------|------------|----------|-----------|-----|
| β_1 deudaajust | 0.0547186 | 0.0322603 | 1.6962 | 0.089856 | . |
| β_4 menorpbv | -0.0386795 | 0.0353935 | -1.0928 | 0.274464 | |
| β_5 mayorpbv | 0.6361483 | 0.0538962 | 11.8032 | < 2.2e-16 | *** |
| β_6 vta | -0.0183683 | 0.0082425 | -2.2285 | 0.025849 | * |
| β_7 oc | 0.6820183 | 0.0832606 | 8.1914 | 2.583e-16 | *** |
| β_8 pbv | 0.0451590 | 0.0030799 | 14.6625 | < 2.2e-16 | *** |
| β_9 lag(roaajust, 1) | -0.0110034 | 0.0061006 | -1.8037 | 0.071286 | . |
| β_{10} lag(Qajust, 1) | 0.2131008 | 0.0034791 | 61.2510 | < 2.2e-16 | *** |
| β_2 deudaajust:menorpbv | 0.0774731 | 0.0289826 | 2.6731 | 0.007516 | ** |
| β_3 deudaajust:mayorpbv | -0.4499961 | 0.0403557 | -11.1507 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(58) = 69.68008 (p.value=0.14004)

Autocorrelation test (1): normal = -1.949598 (p.value=0.025612)

Autocorrelation test (2): normal = -1.141427 (p.value=0.12685)

Wald test for coefficients: chisq(10) = 29652.6 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1349.707 (p.value=< 2.22e-16)

Pasando al análisis de los resultados del test alternativo (tabla 23), los mismos divergen totalmente de los obtenidos hasta el momento. En primer lugar, la relación general entre la deuda y el valor medido a través del rendimiento operativo es negativa

($\hat{\beta}_1 < 0$), sugiriendo para las empresas analizadas un menor rendimiento operativo en el caso de un incremento en los niveles de endeudamiento respecto al sector. Los resultados obtenidos del análisis según oportunidades de crecimiento se alejan también de aquellos alcanzados hasta el momento. Así, en el caso de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *menorpbv*), continúa siendo positivo el coeficiente de la variable interacción de las oportunidades de crecimiento con la deuda ($\hat{\beta}_2 > 0$), aunque su valor no compensa el efecto general negativo comentado anteriormente de la deuda sobre el valor de las empresas analizadas. En consecuencia, en el caso del rendimiento operativo como medida de valor, no cabe hablar de la deuda como mecanismo de control eficaz en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento. Por otra parte, en el caso de aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *mayorpbv*), el coeficiente de la variable interacción también es positivo ($\hat{\beta}_3 > 0$), al contrario de lo visto anteriormente, aspecto difícilmente defendible desde un punto de vista teórico.

Por último, en la parte de relación entre las oportunidades de crecimiento y el valor de las empresas analizadas, los resultados obtenidos difieren también de los anteriores, siendo la relación negativa en ambos casos ($\hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5 < 0$).

En resumen, dado que, tanto los postulados teóricos como los resultados obtenidos por otros autores en estudios similares, solo se cumplen para el caso de la variable Q de Tobin como dependiente, el análisis en profundidad de H2 se realizará únicamente con esta variable como dependiente. En el caso del rendimiento operativo, no cabe afirmar que la deuda actúe como mecanismo de control en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento. Queda pendiente para futuras investigaciones el análisis de las diferencias encontradas entre ambas variables dependientes, pudiendo completar en ese caso el análisis que se va a efectuar a continuación incluyendo también el rendimiento operativo como variable dependiente.

Tabla 23: efecto de la deuda en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$roaajust_{it} = \alpha + deudaajust_{it} * (\beta_1 + \beta_2 menorpbv_{it} + \beta_3 mayorpbv_{it}) + \beta_4 menorpbv_{it} + \beta_5 mayorpbv_{it} + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------------|-------------|------------|---------|---------------|
| β_1 deudaajust | -0.83674863 | 0.09605883 | -8.7108 | < 2.2e-16 *** |
| β_4 menorpbv | -0.52553632 | 0.05569950 | -9.4352 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 mayorpbv | -0.19014799 | 0.05749957 | -3.3069 | 0.0009432 *** |
| β_6 vta | 0.19958488 | 0.01186761 | 16.8176 | < 2.2e-16 *** |
| β_7 oc | 0.01691652 | 0.07126184 | 0.2374 | 0.8123578 |
| β_8 pbv | -0.00092873 | 0.00065072 | -1.4272 | 0.1535140 |
| β_9 lag(roaajust, 1) | 0.12346995 | 0.00588462 | 20.9818 | < 2.2e-16 *** |
| β_{10} lag(Qajust, 1) | 0.04337334 | 0.00946729 | 4.5814 | 4.619e-06 *** |
| β_2 deudaajust:menorpbv | 0.25671887 | 0.04347007 | 5.9056 | 3.513e-09 *** |
| β_3 deudaajust:mayorpbv | 0.36093010 | 0.05028109 | 7.1782 | 7.061e-13 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 56.2077 (p.value=0.14395)

Autocorrelation test (1): normal = -1.609685 (p.value=0.053733)

Autocorrelation test (2): normal = 0.5381378 (p.value=0.29524)

Wald test for coefficients: chisq(10) = 3317.527 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1187.271 (p.value=< 2.22e-16)

Entrando de lleno en el análisis de H2, la tabla 24 muestra los resultados del modelo que estima el impacto de la presencia de los inversores institucionales en la relación entre la deuda y el valor de las empresas analizadas, todo ello en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento. Aunque en la parte de metodología se ha incidido

ya sobre ello, cabe reseñar que el análisis de H2 se ha planteado mediante la interacción de tres variables, deuda (*deudaajust*), oportunidades de crecimiento (*menorpbv*) y presencia de la inversión institucional (*piic*). Tal como se ha planteado la hipótesis, cabría esperar un signo negativo en el coeficiente estimado de la variable que refleja dicha triple interacción ($\hat{\beta}_9 < 0$), señalando una menor relación positiva entre la deuda y el valor de aquellas empresas con presencia accionarial de la inversión institucional, en un entorno de ausencia de oportunidades de crecimiento. Todo ello sugeriría una cierta sustitución entre ambos mecanismos de control, en el sentido de que ante la presencia de inversores institucionales en el accionariado de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, el efecto de la deuda en el valor de dichas empresas sería menor, no siendo ésta tan relevante en este caso para el resto de los inversores ante los posibles costes de agencia provenientes del uso indebido del excedente de flujo de caja libre generado en este tipo de empresas.

Los resultados que se muestran en la siguiente tabla muestran aspectos de sumo interés. En primer lugar, la entrada de una nueva variable en el análisis, la presencia del inversor institucional en el accionariado de las empresas analizadas, no altera los resultados obtenidos previamente respecto a la relación entre la deuda y el valor de las empresas en diferentes escenarios, atendiendo a las oportunidades de crecimiento. En el caso concreto que nos concierne, el escenario de escasas oportunidades de crecimiento, los resultados sugieren que la deuda actúa de eficaz mecanismo de control, dada la relación positiva encontrada con el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_5 > 0$). En este sentido, el impacto de la presencia de la inversión institucional cobra especial valor. Dicha presencia del inversor institucional incrementa la importancia de la deuda en su relación con el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_7 > 0$, aunque carece de significancia estadística), aunque dicho efecto conjunto inversor institucional / deuda depende totalmente de las oportunidades de crecimiento. En este sentido, tal como se muestra en la tabla, el coeficiente estimado de la variable “triple interacción” (*deudaajust*, *menorpbv* y *piic*), es decir, aquel que mide la relación adicional de la deuda sobre el valor de las empresas analizadas, muestra un signo negativo ($\hat{\beta}_9 < 0$), indicando que la presencia de los inversores institucionales se relaciona con una menor relación positiva entre la deuda y el valor de aquellas empresas de la muestra con

escasas oportunidades de crecimiento (coeficiente positivo de la variable de interacción entre deuda y oportunidades de crecimiento). Dichos resultados corroboran lo planteado en la hipótesis, sugiriendo, tal como se ha señalado previamente, cierto efecto sustitución entre la inversión institucional y la deuda. En este entorno, en presencia del inversor institucional disminuye el valor de la deuda como mecanismo de control para mitigar los posibles costes de agencia provenientes de un indebido uso del flujo de caja libre generado en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento. En cambio, aunque este análisis se sitúe fuera del alcance de la hipótesis planteada, el coeficiente estimado de la segunda “triple interacción” (*deudaajust*, *mayorpbv* y *piic*) presenta un signo positivo ($\hat{\beta}_{11} > 0$). En un entorno de elevadas oportunidades de crecimiento, la presencia de la inversión institucional se relaciona con una menor relación negativa entre la deuda y el valor de dichas empresas participadas por los citados inversores ($\hat{\beta}_6 < 0$ y $\hat{\beta}_{11} > 0$). Ello refuerza la relación entre mecanismos comentada previamente, añadiendo argumentos a favor de la inversión institucional como mecanismo de control. En el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, donde la deuda afecta de manera negativa en el valor de dichas empresas, la presencia accionarial de la inversión institucional gana relevancia, minorando dicho impacto negativo de la deuda.

Por último, cabe destacar también la importancia de las oportunidades de crecimiento en la relación de la presencia del inversor institucional con el valor de las empresas analizadas. Así, la relación general negativa existente entre ambas variables ($\hat{\beta}_3 < 0$, en línea con los resultados obtenidos en H1), se ve claramente afectada por las oportunidades de crecimiento. En el caso de empresas con escasas oportunidades de crecimiento, la presencia accionarial del inversor institucional tiene un efecto positivo en el valor de dichas empresas ($\hat{\beta}_8 > 0$, aunque carece de significancia estadística), en cambio el efecto es negativo en el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_{10} < 0$).

Tabla 24: efecto de la presencia del inversor institucional en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 piic_{it} + deudaajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 piic_{it}) + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 deudaajust_{it})] * piic + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} deudaajust_{it})] * piic + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|---------------------------------------|------------|------------|---------|---------------|
| β_4 deudaajust | -0.0362623 | 0.0749763 | -0.4836 | 0.6286343 |
| β_1 menorpbv | -0.0966397 | 0.0773086 | -1.2501 | 0.2112808 |
| β_3 piic | -0.1198108 | 0.0983496 | -1.2182 | 0.2231431 |
| β_2 mayorpbv | 0.7964062 | 0.0982861 | 8.1029 | 5.365e-16 *** |
| β_{12} vta | -0.0391692 | 0.0171475 | -2.2843 | 0.0223568 * |
| β_{13} oc | 0.4316353 | 0.1261725 | 3.4210 | 0.0006239 *** |
| β_{14} pbv | 0.0471118 | 0.0039326 | 11.9796 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | -0.0151133 | 0.0069034 | -2.1893 | 0.0285778 * |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.2011592 | 0.0048396 | 41.5655 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 deudaajust:menorpbv | 0.1288182 | 0.0677374 | 1.9017 | 0.0572065 . |
| β_7 deudaajust:piic | 0.1177510 | 0.0768624 | 1.5320 | 0.1255296 |
| β_8 menorpbv:piic | 0.1410803 | 0.0870184 | 1.6213 | 0.1049597 |
| β_6 deudaajust:mayorpbv | -0.4980332 | 0.0707685 | -7.0375 | 1.957e-12 *** |
| β_{10} piic:mayorpbv | -0.4807747 | 0.1065108 | -4.5139 | 6.366e-06 *** |
| β_9 deudaajust:menorpbv:piic | -0.1810494 | 0.0774847 | -2.3366 | 0.0194608 * |
| β_{11} deudaajust:piic:mayorpbv | 0.2964642 | 0.0910402 | 3.2564 | 0.0011283 ** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 58.05024 (p.value=0.10953)

Autocorrelation test (1): normal = -1.976376 (p.value=0.024056)

Autocorrelation test (2): normal = -0.9961275 (p.value=0.15959)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 17055.37 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 516.3626 (p.value=< 2.22e-16)

Continuando con el análisis de H2, al igual que se ha realizado en el análisis de las dos primeras hipótesis, parece conveniente también el desglosar los inversores institucionales en diversos tipos²⁷⁴, ofreciendo de esta manera un estudio más detallado de la inversión institucional como mecanismo de control y su interacción con el endeudamiento. Por otra parte, el hecho de que la primera hipótesis haya sido rechazada, obliga a realizar un análisis más detallado de esta tercera hipótesis, más allá de lo realizado hasta el momento. En este sentido, en las siguientes tres tablas se muestran los resultados obtenidos sobre el efecto de la presencia accionarial de los fondos de inversión (*pfondo*), los planes de pensiones (*pplan*) y las compañías de seguros (*pseguros*) en la comentada relación entre la deuda y el valor de las empresas participadas en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento. Se ha seguido la misma metodología que la utilizada para el conjunto de los inversores institucionales.

Los resultados mostrados en la tabla 25, correspondientes a la presencia de los fondos de inversión únicamente, guardan especial similitud con los vistos anteriormente para el conjunto de la inversión institucional. Los aspectos que se han recalado previamente se cumplen. Por un lado, la deuda mantiene su papel de mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_5 > 0$), por otro lado, la presencia accionarial de los fondos de inversión incrementa el efecto de la deuda en el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_7 > 0$), aunque ello depende totalmente de las oportunidades de crecimiento. Así, dicha presencia accionarial de los fondos de inversión se relaciona con una menor relación positiva entre la deuda y el valor de aquellas empresas analizadas con escasas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_9 < 0$). En consecuencia, cabe afirmar que los fondos de inversión contribuyen muy activamente al conjunto de la inversión institucional en el papel de mecanismo sustitutivo a la deuda comentado previamente. En cambio, en el caso de las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, la presencia de los fondos de inversión minorará también la relación negativa entre la deuda y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_{11} > 0$), aspecto proveniente de la infrainversión como consecuencia de un excesivo endeudamiento.

²⁷⁴ A pesar de que en la primera hipótesis sí se han incluido, en esta segunda y siguientes no se han considerado a los fondos soberanos en el análisis estadístico. El reducido número de datos existentes aconseja no incluir a los mismos en el análisis de interrelación con otro tipo de mecanismos de control.

Tabla 25: efecto de la presencia de los fondos de inversión en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 Qajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pfondo_{it} + \\
 & + deudaajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pfondo_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 deudaajust_{it})] * pfondo + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} deudaajust_{it})] * pfondo + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|---|------------|------------|---------|---------------|
| β_4 deudaajust | -0.0359866 | 0.0541400 | -0.6647 | 0.5062462 |
| β_1 menorpbv | -0.1022401 | 0.0596837 | -1.7130 | 0.0867069 . |
| β_3 pfondo | -0.1154641 | 0.0666782 | -1.7317 | 0.0833340 . |
| β_2 mayorpbv | 0.7478797 | 0.0864910 | 8.6469 | < 2.2e-16 *** |
| β_{12} vta | -0.0364918 | 0.0156059 | -2.3383 | 0.0193701 * |
| β_{13} oc | 0.4181697 | 0.1307398 | 3.1985 | 0.0013815 ** |
| β_{14} pbv | 0.0450070 | 0.0040612 | 11.0821 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | -0.0174775 | 0.0070647 | -2.4739 | 0.0133644 * |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.2057401 | 0.0049325 | 41.7108 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 deudaajust:menorpbv | 0.1178306 | 0.0553767 | 2.1278 | 0.0333538 * |
| β_7 deudaajust:pfondo | 0.1236728 | 0.0558381 | 2.2148 | 0.0267705 * |
| β_8 menorpbv:pfondo | 0.1595959 | 0.0804442 | 1.9839 | 0.0472634 * |
| β_6 deudaajust:mayorpbv | -0.4637268 | 0.0558639 | -8.3010 | < 2.2e-16 *** |
| β_{10} pfondo:mayorpbv | -0.4451223 | 0.0865339 | -5.1439 | 2.691e-07 *** |
| β_9 deudaajust:menorpbv:pfondo | -0.1447584 | 0.0721488 | -2.0064 | 0.0448148 * |
| β_{11} deudaajust:pfondo:mayorpbv | 0.2602457 | 0.07869 | 3.3070 | 0.0009431 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 57.87402 (p.value=0.11252)

Autocorrelation test (1): normal = -1.966352 (p.value=0.024629)

Autocorrelation test (2): normal = -0.9842433 (p.value=0.1625)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 12057.14 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 560.57 (p.value=< 2.22e-16)

Para finalizar con los resultados obtenidos en la tabla 25, cabe reseñar también la importancia de las oportunidades de crecimiento en el caso de la relación entre la presencia accionarial de los fondos de inversión y el valor de las empresas participadas. Así, en el caso de empresas con escasas oportunidades de crecimiento, la presencia de los fondos de inversión tiene un impacto positivo en el valor de dichas empresas ($\hat{\beta}_8 > 0$), no así para el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_{10} > 0$).

Pasando al análisis de los planes de pensiones, inversor institucional cuya supremacía ha sido manifiesta hasta el momento en los diversos análisis realizados, los resultados que se muestran en la siguiente tabla (tabla 26) se alejan de los obtenidos hasta el momento en torno a estos inversores. En primer lugar, el aspecto más importante, la combinación entre la presencia accionarial de los planes de pensiones y la relación entre la deuda y el valor de las empresas con escasas oportunidades de crecimiento no es la esperada. Al contrario que en el caso de los fondos de inversión, el coeficiente estimado de la variable de la triple interacción (*deudaajust*, *menorpbv* y *piic*) toma un valor positivo ($\hat{\beta}_9 > 0$). Ello indica que, la presencia accionarial de los planes de pensiones en las empresas con escasas oportunidades de crecimiento intensifica la relación positiva entre la deuda y el valor de estas empresas, aspecto contrario al concepto de mecanismo complementario que se ha planteado en la hipótesis entre inversor institucional y deuda para este tipo de empresas. En este caso, los resultados pueden sugerir, primero, que los planes de pensiones actúan más en calidad de buenos inversores que como mecanismo de control al equipo directivo, o segundo, que la combinación entre ambos mecanismos genera una relación aún más fuerte en el control al equipo directivo. Los planes de pensiones, en este entorno de escasas oportunidades de crecimiento, parecen tener presencia en aquellas empresas donde el endeudamiento mejor desempeña el papel de mecanismo de control al equipo directivo, limitando su discrecionalidad sobre el uso del flujo libre de caja generado. Tal como se ha comentado previamente, este resultado se aleja en cierto modo de los obtenidos en las hipótesis previas, donde los planes de pensiones han mostrado su supremacía como mecanismos de control dentro del grupo heterogéneo de la inversión institucional.

Por el lado de las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, el coeficiente estimado de la triple interacción sí es positivo ($\hat{\beta}_{11} > 0$), minorando el impacto negativo de la deuda ($\hat{\beta}_6 < 0$) proveniente del denominado efecto infrainversión.

Otro aspecto destacable, en comparación al menos con los fondos de inversión, radica en el valor negativo que toma la variable de interacción entre la deuda (*deudaajust*) y la presencia accionarial de los planes de pensiones (*pplan*) ($\hat{\beta}_7 < 0$). Ello indica que, independientemente de la naturaleza de la empresa participada, la presencia accionarial de los planes de pensiones se asocia con una relación negativa entre la deuda y el valor de dichas empresas, aspecto opuesto a lo visto previamente tanto para el conjunto de la inversión institucional como para el caso concreto de los fondos de inversión. No obstante, cabe matizar que en la literatura existente la relación entre la deuda y el valor de las empresas no se entiende sin la incorporación al análisis de las oportunidades de crecimiento (Jensen, 1986; Myers, 1977), por lo que, esta segunda conclusión queda en un segundo lugar. Por otra parte, cabe reseñar también la relación positiva alcanzada entre la presencia accionarial de los planes de pensiones y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_3 > 0$), muy en línea con los resultados obtenidos en H1. Dicha relación positiva se torna, en cambio, negativa incorporando las oportunidades de crecimiento en el análisis ($\hat{\beta}_8, \hat{\beta}_{10} < 0$), lo que reduce el impacto positivo en el valor a aquellas empresas situadas fuera de los dos extremos en el eje de las oportunidades de crecimiento. Destacar también la relación encontrada entre las oportunidades de crecimiento y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_1 < 0$, aunque estadísticamente no significativo, y $\hat{\beta}_2 > 0$), muy en línea con los resultados alcanzados hasta el momento.

Por último, cabe reseñar el nivel alcanzado en el test de Sargan, no rechazando la hipótesis con una probabilidad crítica del 0,058%.

Para terminar con el análisis individual de los diversos tipos de inversores institucionales en la siguiente tabla (tabla 27) se muestran los resultados concernientes a las compañías de seguros.

Tabla 26: efecto de la presencia de los planes de pensiones en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 Qajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pplan_{it} + \\
 & + deudaajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pplan_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 deudaajust_{it})] * pplan + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} deudaajust_{it})] * pplan + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|--|------------|------------|---------|---------------|
| β_4 deudaajust | 0.0060786 | 0.0425465 | 0.1429 | 0.8863933 |
| β_1 menorpbv | -0.0665008 | 0.0504775 | -1.3174 | 0.1876935 |
| β_3 pplan | 0.7410574 | 0.2437129 | 3.0407 | 0.0023603 ** |
| β_2 mayorpbv | 0.6080322 | 0.0684939 | 8.8772 | < 2.2e-16 *** |
| β_{12} vta | -0.0409670 | 0.0119391 | -3.4313 | 0.0006006 *** |
| β_{13} oc | 0.5673698 | 0.1389125 | 4.0844 | 4.42e-05 *** |
| β_{14} pbv | 0.0468523 | 0.0040941 | 11.4438 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | -0.0157800 | 0.0070790 | -2.2291 | 0.0258056 * |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.2167629 | 0.0051570 | 42.0328 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 deudaajust:menorpbv | 0.1032036 | 0.0366026 | 2.8196 | 0.0048087 ** |
| β_7 deudaajust:pplan | -0.5260245 | 0.1523083 | -3.4537 | 0.0005530 *** |
| β_8 menorpbv:pplan | -0.8982042 | 0.2862964 | -3.1373 | 0.0017050 ** |
| β_6 deudaajust:mayorpbv | -0.4243703 | 0.0496166 | -8.5530 | < 2.2e-16 *** |
| β_{10} pplan:mayorpbv | -1.1869939 | 0.5799507 | -2.0467 | 0.0406861 * |
| β_9 deudaajust:menorpbv:pplan | 0.4993018 | 0.1642787 | 3.0394 | 0.0023708 ** |
| β_{11} deudaajust:pplan:mayorpbv | 1.0228359 | 0.4097972 | 2.4960 | 0.0125618 * |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 61.97194 (p.value=0.058)

Autocorrelation test (1): normal = -1.95336 (p.value=0.025389)

Autocorrelation test (2): normal = -1.034215 (p.value=0.15052)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 34524.13 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 703.5967 (p.value=< 2.22e-16)

Tal como se puede apreciar en la tabla, a pesar de que el coeficiente estimado de la primera triple interacción (*deudaajust*, *menorpbv* y *pseguros*) se encuentra en línea con lo planteado en la hipótesis ($\hat{\beta}_9 < 0$), el mismo carece de significancia estadística. Lo mismo se puede analizar para el caso de la segunda triple interacción ($\hat{\beta}_{11} > 0$), a pesar de que el coeficiente estimado indica una minoración por parte de las compañías de seguros del efecto infrainversión de la deuda en las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, dicha relación no es estadísticamente significativa. Dicha falta de significancia estadística es palpable también para el caso de la relación entre la presencia accionarial de estos inversores y el valor de las empresas ($\hat{\beta}_3 < 0$), también incluyendo las oportunidades de crecimiento en el análisis ($\hat{\beta}_8$ y $\hat{\beta}_{10}$).

Las relaciones que sí muestran significancia estadística, muy en línea con los resultados obtenidos hasta el momento, son aquellas en torno al efecto de la deuda en el valor en función de las oportunidades de crecimiento. Así, en el caso de escasas oportunidades de crecimiento, se confirma el efecto positivo de la deuda ($\hat{\beta}_5 > 0$), mientras que, en el caso de elevadas oportunidades de crecimiento, se confirma también el efecto negativo de la deuda ($\hat{\beta}_6 < 0$). Para terminar con esta parte, cabe reseñar también la significancia estadística en la relación positiva alcanzada entre las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento y el valor de dichas empresas ($\hat{\beta}_2 > 0$).

Por otra parte, cabe reseñar, al igual que en el análisis anterior, el nivel alcanzado por el test de Sargan, no rechazando la hipótesis con una probabilidad crítica del 0,05%.

En resumen, el desglose de la inversión institucional por tipo de inversor muestra a los fondos de inversión como los únicos que cumplen con lo planteado en esta tercera hipótesis, siendo los que posibilitan que el conjunto de la inversión institucional actúe de mecanismo sustitutivo de la deuda en el caso de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento.

Tabla 27: efecto de la presencia de las compañías de seguros en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pseguros_{it} + \\ + deudaajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pseguros_{it}) + \\ + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 deudaajust_{it})] * pseguros + \\ + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} deudaajust_{it})] * pseguros + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|---|------------|------------|---------|---------------|
| β_4 deudaajust | 0.0175092 | 0.0530180 | 0.3303 | 0.7412105 |
| β_1 menorpbv | -0.0629074 | 0.0564934 | -1.1135 | 0.2654790 |
| β_3 pseguros | -0.1632352 | 0.1220447 | -1.3375 | 0.1810584 |
| β_2 mayorpbv | 0.5911366 | 0.0666621 | 8.8677 | < 2.2e-16 *** |
| β_{12} vta | -0.0401314 | 0.0114572 | -3.5027 | 0.0004605 *** |
| β_{13} oc | 0.5723980 | 0.1385270 | 4.1320 | 3.596e-05 *** |
| β_{14} pbv | 0.0459591 | 0.0036631 | 12.5466 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | -0.0147106 | 0.0070587 | -2.0840 | 0.0371559 * |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.2168184 | 0.0051404 | 42.1792 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 deudaajust:menorpbv | 0.0972472 | 0.0400032 | 2.4310 | 0.0150578 * |
| β_7 deudaajust:pseguros | 0.0243310 | 0.0977068 | 0.2490 | 0.8033447 |
| β_8 menorpbv:pseguros | -0.0135574 | 0.0911201 | -0.1488 | 0.8817220 |
| β_6 deudaajust:mayorpbv | -0.4185815 | 0.0529749 | -7.9015 | 2.756e-15 *** |
| β_{10} pseguros:mayorpbv | 0.0628864 | 0.1207962 | 0.5206 | 0.6026459 |
| β_9 deudaajust:menorpbv:pseguros | -0.0219828 | 0.0844322 | -0.2604 | 0.7945854 |
| β_{11} deudaajust:pseguros:mayorpbv | 0.0826166 | 0.1354847 | 0.6098 | 0.5420039 |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 62.80765 (p.value=0.050192)

Autocorrelation test (1): normal = -1.955831 (p.value=0.025243)

Autocorrelation test (2): normal = -1.050883 (p.value=0.14666)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 11525.54 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 701.2428 (p.value=< 2.22e-16)

Por último, siguiendo la línea marcada en las dos primeras hipótesis, se termina el análisis detallado de esta tercera hipótesis incorporando los resultados del desglose del inversor institucional en función de su origen geográfico, analizando si existe alguna diferencia de comportamiento entre los inversores domésticos y aquellos extranjeros. Las tabla 28 y 29 muestran dichos resultados para los casos de inversores domésticos y extranjeros respectivamente.

En el caso de los inversores domésticos, los resultados obtenidos se encuentran en línea con los obtenidos tanto para el conjunto de los inversores institucionales como para el caso concreto de los fondos de inversión. En este sentido, el coeficiente estimado de la variable de la “triple interacción” (*deudaajust*, *menorpbv* y *pesp*) presenta un signo negativo ($\hat{\beta}_9 < 0$) lo que indica un cierto efecto sustitutivo entre la deuda y aquellos inversores institucionales domésticos en sus respectivos papeles de mecanismos de control al equipo directivo en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, en línea con lo planteado en la hipótesis.

El análisis de la presencia accionarial de los inversores institucionales domésticos presenta también interesantes resultados. En primer lugar, dicha presencia se relaciona de manera negativa con el valor de las empresas participadas ($\hat{\beta}_3 < 0$), en línea con resultados anteriores obtenidos. Dicha relación negativa mejora añadiendo las oportunidades de crecimiento al análisis ($\hat{\beta}_8$ y $\hat{\beta}_{10} > 0$), aunque dichos coeficientes estimados carecen de significancia estadística. Cabe reseñar también el efecto conjunto positivo de la deuda y dichos inversores en el valor de las empresas ($\hat{\beta}_7 > 0$), aunque dicha relación varía según las oportunidades de crecimiento, tal como se ha visto previamente.

Por otra parte, destacar de nuevo la relación entre las oportunidades de crecimiento y el valor de dichas empresas, positivo en el caso de elevadas oportunidades ($\hat{\beta}_2 > 0$), negativo en el caso de escasas oportunidades ($\hat{\beta}_1 < 0$).

Por último, al igual que en ocasiones anteriores, cabe prestar especial atención al nivel que presenta la probabilidad crítica del test de Sargan.

Tabla 28: efecto de inversores institucionales domésticos en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 Qajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pesp_{it} + \\
 & + deudaajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pesp_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 deudaajust_{it})] * pesp + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} deudaajust_{it})] * pesp + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|---------------------------------------|------------|------------|---------|-----------|-----|
| β_4 deudaajust | -0.1695142 | 0.0817947 | -2.0724 | 0.0382249 | * |
| β_3 pesp | -0.2004162 | 0.0942983 | -2.1253 | 0.0335580 | * |
| β_1 menorpbv | -0.1607485 | 0.0758407 | -2.1196 | 0.0340436 | * |
| β_2 mayorpbv | 0.5408154 | 0.0886195 | 6.1027 | 1.043e-09 | *** |
| β_{12} vta | -0.0522531 | 0.0141644 | -3.6890 | 0.0002251 | *** |
| β_{13} oc | 0.5044692 | 0.1335759 | 3.7766 | 0.0001590 | *** |
| β_{14} pbv | 0.0430391 | 0.0040329 | 10.6720 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | -0.0103305 | 0.0073831 | -1.3992 | 0.1617493 | |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.2128893 | 0.0053014 | 40.1573 | < 2.2e-16 | *** |
| β_7 deudaajust:pesp | 0.1919065 | 0.0812362 | 2.3623 | 0.0181605 | * |
| β_5 deudaajust:menorpbv | 0.2014842 | 0.0655976 | 3.0715 | 0.0021297 | ** |
| β_6 deudaajust:mayorpbv | -0.3348204 | 0.0565083 | -5.9252 | 3.120e-09 | *** |
| β_8 pesp:menorpbv | 0.1021804 | 0.1182383 | 0.8642 | 0.3874830 | |
| β_{10} pesp:mayorpbv | 0.0676645 | 0.1003157 | 0.6745 | 0.4999832 | |
| β_9 deudaajust:pesp:menorpbv | -0.1912133 | 0.0970042 | -1.9712 | 0.0487028 | * |
| β_{11} deudaajust:pesp:mayorpbv | -0.0597732 | 0.0898785 | -0.6650 | 0.5060218 | |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 61.95985 (p.value=0.05812)

Autocorrelation test (1): normal = -1.965154 (p.value=0.024698)

Autocorrelation test (2): normal = -1.0349 (p.value=0.15036)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 14337 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 558.0053 (p.value=< 2.22e-16)

En el caso de los inversores extranjeros (tabla 29), a pesar de que el coeficiente estimado en cuestión presenta también un signo negativo ($\hat{\beta}_9 < 0$), el mismo no es estadísticamente significativo, por lo que no cabe inferir conclusión alguna al respecto. En cambio, resulta relevante en este caso, aunque fuera del ámbito de esta tercera hipótesis, el signo positivo que muestra el coeficiente estimado de la segunda de las variables de “triple interacción” (*deudaajust*, *mayorpbv* y *pint*) ($\hat{\beta}_{11} > 0$). Ello sugiere que la presencia del inversor extranjero se asocia con una menor relación negativa entre la deuda y la inversión institucional, aspecto proveniente del potencial efecto negativo de la infrainversión en aquellas empresas endeudadas con elevadas oportunidades de crecimiento. En este caso, tal como se ha comentado para el conjunto de la inversión institucional, los resultados obtenidos sugieren que la presencia accionarial de los inversores institucionales extranjeros lanza una positiva señal al resto de inversores, mitigando los riesgos asociados al endeudamiento en aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento.

Por otra parte, siguiendo la línea argumental utilizada en el caso de los inversores institucionales domésticos, cabe destacar que en este caso también existe una relación negativa, aunque estadísticamente no significativa, entre la mera presencia de estos inversores y el valor de las empresas participadas ($\hat{\beta}_3 < 0$). Dicha relación se ve, en cambio, alterada si se incluyen las oportunidades de crecimiento en el análisis ($\hat{\beta}_{10} < 0$ y $\hat{\beta}_8 > 0$), confirmando la importancia de dichas oportunidades de crecimiento en el análisis. Las citadas oportunidades de crecimiento muestran también una relación diferencial con el valor de las empresas analizadas, destacando la positiva relación encontrada para aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_2 > 0$), en línea con los resultados obtenidos previamente.

Tabla 29: efecto de inversores institucionales extranjeros en el papel de la deuda como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 Qajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pint_{it} + \\
 & + deudaajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pint_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 deudaajust_{it})] * pint_{it} + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} deudaajust_{it})] * pint_{it} + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|---------------------------------------|------------|------------|----------|---------------|
| β_4 deudaajust | 0.0719178 | 0.0494518 | 1.4543 | 0.145863 |
| β_3 pint | -0.0009594 | 0.0493591 | -0.0194 | 0.984492 |
| β_1 menorpbv | -0.0515895 | 0.0653742 | -0.7891 | 0.430029 |
| β_2 mayorpbv | 0.8052346 | 0.0753100 | 10.6923 | < 2.2e-16 *** |
| β_{12} vta | -0.0375660 | 0.0151992 | -2.4716 | 0.013452 * |
| β_{13} oc | 0.4689686 | 0.1456795 | 3.2192 | 0.001286 ** |
| β_{14} pbv | 0.0454291 | 0.0040244 | 11.2886 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | -0.0139667 | 0.0067538 | -2.0680 | 0.038642 * |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.2041041 | 0.0050246 | 40.6212 | < 2.2e-16 *** |
| β_7 deudaajust:pint | -0.0175974 | 0.0580019 | -0.3034 | 0.761590 |
| β_5 deudaajust:menorpbv | 0.0828532 | 0.0544440 | 1.5218 | 0.128058 |
| β_6 deudaajust:mayorpbv | -0.5562479 | 0.0531573 | -10.4642 | < 2.2e-16 *** |
| β_8 pint:menorpbv | 0.0561446 | 0.0788807 | 0.7118 | 0.476609 |
| β_{10} pint:mayorpbv | -0.6967486 | 0.0768735 | -9.0636 | < 2.2e-16 *** |
| β_9 deudaajust:pint:menorpbv | -0.1060761 | 0.0743200 | -1.4273 | 0.153496 |
| β_{11} deudaajust:pint:mayorpbv | 0.5272138 | 0.0876111 | 6.0177 | 1.77e-09 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 57.9485 (p.value=0.11125)

Autocorrelation test (1): normal = -1.95915 (p.value=0.025048)

Autocorrelation test (2): normal = -0.9637073 (p.value=0.1676)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 13263.61 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 597.8975 (p.value=< 2.22e-16)

Por último, y en línea con lo realizado en las hipótesis anteriores, se resumen a continuación las principales conclusiones obtenidas del conjunto de análisis realizados, además de incorporar un cuadro resumen con las principales relaciones encontradas:

- ✓ Se confirma en las empresas analizadas la doble cara de la deuda según las oportunidades de crecimiento. Existe una relación positiva entre deuda y valor de las empresas con escasas oportunidades de crecimiento, mientras que dicha relación se torna negativa en abundancia de oportunidades de crecimiento.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento desempeñan también un papel diferencial en el caso de la relación entre los inversores institucionales y el valor de las empresas analizadas, variando según el tipo de inversor.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento son también un factor determinante en el valor de las empresas analizadas. El impacto es positivo en el caso de elevadas oportunidades de crecimiento, negativo, en cambio, en el caso de escasas oportunidades de crecimiento.
- ✓ En aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, la presencia accionarial del inversor institucional minora la relación positiva entre la deuda y el valor de las empresas analizadas, validándose por lo tanto la hipótesis planteada.
- ✓ Los fondos de inversión, dentro de los diferentes tipos de inversores institucionales, son los que mayormente contribuyen al cumplimiento del punto anterior.
- ✓ Atendiendo al desglose geográfico, la presencia de los inversores institucionales domésticos en las empresas con escasas oportunidades de crecimiento minora la relación positiva entre la deuda y el valor de dichas empresas, aspecto, en cambio, estadísticamente no significativo para el caso de los inversores extranjeros.

- ✓ En el caso de las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, la presencia de la inversión institucional se asocia con un menor “efecto infrainversión” de la deuda.

Cuadro 19: resumen relaciones H2.

| Variables independientes | Variable dependiente | |
|---|----------------------|---------------|
| | Qajust | |
| | Relación esperada | Relación real |
| Interacción entre <i>deudaajust</i> y <i>menorpbv</i> | + | + |
| Interacción entre <i>deudaajust</i> y <i>mayorpbv</i> | - | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>iic</i> , <i>deudaajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>fondo</i> , <i>deudaajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>plan</i> , <i>deudaajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | + |
| Interacción entre presencia accionarial <i>seguros</i> , <i>deudaajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - (*) |
| Interacción entre presencia accionarial inversor doméstico (<i>esp</i>), <i>deudaajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - |
| Interacción entre presencia accionarial inversor extranjero (<i>int</i>), <i>deudaajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - (*) |

(*) Estadísticamente no significativo

Fuente: elaboración propia.

6.3 Hipótesis 3 – Inversor institucional y política de dividendos

La tercera hipótesis se ha planteado de la siguiente manera:

En aquellas empresas cotizadas españolas con escasas oportunidades de crecimiento en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye de forma negativa en la importancia de los dividendos como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Tal como se ha analizado en el marco teórico, la política retributiva se asemeja al endeudamiento desde el lado de la óptica de los costes de agencia (Borokhovich, 2005; Jensen, 1988). En esta línea, en primer lugar se analizará si, en la muestra objeto de estudio, la política de dividendos de las empresas cumplen los postulados establecidos en la teoría en su papel como mecanismo de control al equipo directivo. Para ello, en línea con lo realizado en la tercera hipótesis, se han utilizado variables *dummy* a fin de discriminar las empresas de la muestra según sus oportunidades de crecimiento. Así, tal como se ha indicado previamente, la variable *menorpbv* tomará valor de uno en aquellas observaciones donde la variable *pbv* se sitúe en el tercio inferior, mientras que, la variable *mayorpbv* tomará valor de uno en aquellas observaciones situadas en el tercio superior. Las tablas 30 y 31 recogen los resultados de dichos análisis.

Comenzando con los resultados presentados en la tabla 30, cabe destacar en primer lugar que existe una relación general negativa entre la política de dividendos de las empresas analizadas y el valor de las mismas medido a través del ratio Q de Tobin ajustado sectorialmente (valor negativo, y estadísticamente significativo, del coeficiente estimado de la variable *divajust*, $\hat{\beta}_1 < 0$). Dicha relación negativa se torna, en cambio, positiva cuando se analizan las oportunidades de crecimiento de las empresas analizadas. Así, ambos coeficientes estimados de las variables de interacción entre las oportunidades de crecimiento y los dividendos muestran valores positivos ($\hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3 > 0$), señalando un mayor valor en aquellas empresas con mayor rentabilidad por dividendo,

tanto en aquellas con elevadas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *mayorpbv*) como en aquellas con escasas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *menorpbv*), siendo además la relación superior en el caso de las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento. Dichos resultados no se ajustan totalmente a los obtenidos hasta el momento por diversos autores, ni a lo defendido en la parte teórica. Andrés Alonso et al (2005), por ejemplo, encuentran una relación positiva entre los dividendos y el valor de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, siendo lo contrario para el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, reflejando la asociación existente a nivel de costes de agencia entre el endeudamiento y los dividendos.

Pasando al test alternativo (tabla 31), los resultados cambian sensiblemente. En primer lugar, al contrario de lo señalado anteriormente, existe una relación general positiva entre los dividendos y el valor de las empresas analizadas, medida éste a través del rendimiento operativo ajustado sectorialmente ($\hat{\beta}_1 > 0$). Dicho efecto positivo de los dividendos se encuentra en línea con lo comentado en la hipótesis anterior para el caso de la deuda. En segundo lugar, la relación en función de las oportunidades de crecimiento varía también respecto a los resultados anteriores. A pesar de que los coeficientes estimados de ambas variables de interacción presentan valores positivos ($\hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3 > 0$), no es estadísticamente significativo en el caso de aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento (valor de uno en la variable *mayorpbv*). Así, tal como se ha comentado para el caso de la deuda, los resultados obtenidos sugieren que, en el caso de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, el uso de los dividendos lanza una señal positiva al resto de inversores, al mitigar el riesgo procedente de un uso indebido del flujo libre de caja generado. Dichos resultados se acercan a los postulados teóricos comentados previamente. Por todo ello, siguiendo el razonamiento utilizado en H2, los análisis posteriores de esta tercera hipótesis se realizarán con el rendimiento operativo como variable dependiente, dejando de lado la variable Q de Tobin, ya que, en el caso de las empresas analizadas, no se cumplen con esta variable los postulados teóricos acerca del papel de los dividendos como mecanismo de control al equipo directivo. Queda pendiente para trabajos posteriores el análisis de las citadas diferencias, completando lo realizado en la presente tesis.

Tabla 30: relación entre dividendos y valor de las empresas (medido a través del ratio Q) en función de las oportunidades de crecimiento.

$$Qajust_{it} = \alpha + divajust_{it} * (\beta_1 + \beta_2 menorpbv_{it} + \beta_3 mayorpbv_{it}) + \beta_4 menorpbv_{it} + \beta_5 mayorpbv_{it} + \beta_{k=6}^{11} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------------|------------|------------|---------|-----------|-----|
| β_1 divajust | -0.0145530 | 0.0039029 | -3.7288 | 0.0001924 | *** |
| β_5 mayorpbv | 0.1130044 | 0.0325007 | 3.4770 | 0.0005071 | *** |
| β_4 menorpbv | 0.0016569 | 0.0252533 | 0.0656 | 0.9476859 | |
| β_6 vta | -0.0296583 | 0.0138893 | -2.1353 | 0.0327338 | * |
| β_7 oc | 0.8172364 | 0.1129076 | 7.2381 | 4.550e-13 | *** |
| β_8 deudaaajust | -0.0318323 | 0.0431128 | -0.7383 | 0.4603029 | |
| β_9 pbv | 0.0455771 | 0.0061240 | 7.4424 | 9.888e-14 | *** |
| β_{10} lag(Qajust, 1) | 0.2223496 | 0.0068529 | 32.4460 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{11} lag(roaajust, 1) | -0.0235758 | 0.0058172 | -4.0527 | 5.062e-05 | *** |
| β_3 divajust:mayorpbv | 0.0622068 | 0.0118908 | 5.2315 | 1.681e-07 | *** |
| β_2 divajust:menorpbv | 0.0385177 | 0.0065677 | 5.8648 | 4.498e-09 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 52.45983 (p.value=0.23789)

Autocorrelation test (1): normal = -1.878576 (p.value=0.030151)

Autocorrelation test (2): normal = -1.318392 (p.value=0.093686)

Wald test for coefficients: chisq(11) = 14797.48 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 667.3486 (p.value=< 2.22e-16)

Tabla 31: relación entre dividendos y valor de las empresas (medido a través del rendimiento operativo) en función de las oportunidades de crecimiento.

$$roaajust_{it} = \alpha + divajust_{it} * (\beta_1 + \beta_2 menorpbv_{it} + \beta_3 mayorpbv_{it}) + \beta_4 menorpbv_{it} + \beta_5 mayorpbv_{it} + \beta_{k=6}^{11} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------------|-------------|------------|----------|-----------|-----|
| β_1 divajust | 0.01599825 | 0.00217827 | 7.3445 | 2.066e-13 | *** |
| β_5 mayorpbv | 0.17262550 | 0.02762245 | 6.2495 | 4.119e-10 | *** |
| β_4 menorpbv | -0.32009241 | 0.02260433 | -14.1607 | < 2.2e-16 | *** |
| β_6 vta | 0.20489495 | 0.01538194 | 13.3205 | < 2.2e-16 | *** |
| β_7 oc | -0.01786540 | 0.07055167 | -0.2532 | 0.8000949 | |
| β_8 deudaaajust | -0.39985878 | 0.02960887 | -13.5047 | < 2.2e-16 | *** |
| β_9 pbv | -0.00132604 | 0.00054901 | -2.4154 | 0.0157199 | * |
| β_{10} lag(roaajust, 1) | 0.13660621 | 0.00384252 | 35.5512 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{11} lag(Qajust, 1) | 0.04533898 | 0.00733007 | 6.1853 | 6.197e-10 | *** |
| β_3 divajust:mayorpbv | 0.00537957 | 0.00981226 | 0.5482 | 0.5835209 | |
| β_2 divajust:menorpbv | 0.03052778 | 0.00909825 | 3.3553 | 0.0007927 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 60.20685 (p.value=0.077904)

Autocorrelation test (1): normal = -1.613944 (p.value=0.05327)

Autocorrelation test (2): normal = 0.4996427 (p.value=0.30866)

Wald test for coefficients: chisq(11) = 3175.994 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1120.517 (p.value=< 2.22e-16)

Entrando de lleno en el análisis de H3, en la tabla 32 se muestran los resultados obtenidos del modelo que plantea el efecto de la presencia de la inversión institucional en la relación entre la política de dividendos en aquellas empresas analizadas con escasas oportunidades de crecimiento y su valor medido a través del rendimiento

contable operativo. Al igual que lo realizado en H2 con la deuda, se plantea una triple interacción en el modelo entre la presencia de la inversión institucional (*piic*), las oportunidades de crecimiento (*menorpbv* y *mayorpbv*) y la política de dividendos (*divajust*). Tal como se ha planteado la hipótesis, se espera un valor negativo en el coeficiente estimado de la variable que refleja dicha interacción ($\hat{\beta}_9 < 0$). Atendiendo a los resultados mostrados en la citada tabla, dicho coeficiente estimado muestra, efectivamente, un valor negativo, señalando una menor relación positiva entre los dividendos y el valor de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento y con presencia accionarial de la inversión institucional. No obstante, la probabilidad crítica de dicho coeficiente estimado es demasiado alta (0,162424), careciendo, por lo tanto, de significancia estadística lo comentado previamente, debiendo ser rechazada, en consecuencia, la hipótesis planteada. Así, ante la presencia accionarial de los inversores institucionales, no cabe considerar que el equipo directivo de aquellas empresas analizadas con escasas oportunidades de crecimiento deje de utilizar los dividendos como señal a los inversores ante los potenciales costes de agencia provenientes del indebido uso del flujo de caja libre. Por lo tanto, atendiendo a los resultados obtenidos, no cabe considerar a la inversión institucional y a los dividendos como mecanismos sustitutivos de control en las empresas analizadas con escasas oportunidades de crecimiento. El resto de resultados obtenidos, se encuentran totalmente en línea con los obtenidos en la tabla 31, por lo que, al igual que lo comentado en el caso de la deuda, la inclusión en el modelo de la presencia de la inversión institucional no altera sustancialmente los resultados obtenidos previamente en la citada tabla.

Comparando con los resultados obtenidos en las hipótesis anteriores, se mantienen las relaciones encontradas previamente entre las oportunidades de crecimiento y el valor de las empresas ($\hat{\beta}_1 < 0$ y $\hat{\beta}_2 > 0$), de la misma manera, se mantiene también el impacto positivo en el rendimiento de la presencia accionarial del inversor institucional ($\hat{\beta}_3 > 0$, aunque carece de significancia estadística), aunque en este caso las oportunidades de crecimiento no son un factor diferencial ($\hat{\beta}_8, \hat{\beta}_{10} > 0$).

Por último, al igual que en ocasiones anteriores, cabe prestar especial atención al nivel que presenta la probabilidad crítica del test de Sargan.

Tabla 32: efecto de la presencia del inversor institucional en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 roaajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 piic_{it} + \\
 & + divajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 piic_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 divajust_{it})] * piic_{it} + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} divajust_{it})] * piic_{it} + \beta_{k=12}^{17} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------------------|-------------|------------|----------|-----------|-----|
| β_4 divajust | 0.01438757 | 0.00251717 | 5.7158 | 1.092e-08 | *** |
| β_1 menorpbv | -0.39072327 | 0.03451840 | -11.3193 | < 2.2e-16 | *** |
| β_3 piic | 0.01495108 | 0.03350493 | 0.4462 | 0.655427 | |
| β_2 mayorpbv | 0.08745081 | 0.03382674 | 2.5853 | 0.009731 | ** |
| β_{12} vta | 0.20389719 | 0.01725232 | 11.8185 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{13} oc | 0.01620017 | 0.07078078 | 0.2289 | 0.818964 | |
| β_{14} deudaajust | -0.40785336 | 0.02577645 | -15.8227 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{15} pbv | -0.00089953 | 0.00057762 | -1.5573 | 0.119396 | |
| β_{16} lag(roaajust, 1) | 0.13139148 | 0.00497760 | 26.3966 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{17} lag(Qajust, 1) | 0.04590048 | 0.00726131 | 6.3212 | 2.595e-10 | *** |
| β_5 divajust:menorpbv | 0.05385676 | 0.01264643 | 4.2587 | 2.057e-05 | *** |
| β_7 divajust:piic | -0.00976488 | 0.02606593 | -0.3746 | 0.707941 | |
| β_8 menorpbv:piic | 0.14016499 | 0.04984344 | 2.8121 | 0.004922 | ** |
| β_6 divajust:mayorpbv | 0.09473804 | 0.01792549 | 5.2851 | 1.256e-07 | *** |
| β_{10} piic:mayorpbv | 0.18879475 | 0.04787671 | 3.9434 | 8.035e-05 | *** |
| β_9 divajust:menorpbv:piic | -0.04328368 | 0.03098407 | -1.3970 | 0.162424 | |
| β_{11} divajust:piic:mayorpbv | -0.18111849 | 0.03020209 | -5.9969 | 2.011e-09 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 60.48105 (p.value=0.074484)

Autocorrelation test (1): normal = -1.606717 (p.value=0.054058)

Autocorrelation test (2): normal = 0.493202 (p.value=0.31093)

Wald test for coefficients: chisq(17) = 4901.882 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1044.747 (p.value=< 2.22e-16)

Por último, antes de pasar a un análisis más detallado (en línea con lo realizado en hipótesis anteriores), cabe reseñar, al contrario de lo comentado en la hipótesis anterior, el valor negativo que presenta el coeficiente estimado de la interacción entre *mayorpbv*, *divajust* y *piic* ($\hat{\beta}_{11} < 0$), señalando un mayor “efecto infrainversión” en aquellas empresas con presencia accionarial de la inversión institucional. En este punto, cabe destacar también la significancia estadística que muestra la relación positiva entre los dividendos y el valor de las empresas en un entorno de elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_6 > 0$), aspecto diferencial a lo visto en la tabla 31 y que evidencia, en parte, las diferencias existentes en España entre la deuda y los dividendos en su papel de mecanismos de control, al contrario de los resultados obtenidos por Andrés Alonso et al (2005). Las diferencias en la muestra de empresas, así como el diferente período temporal de estudio, pueden ser las causas de dicha no coincidencia de resultados.

Continuando con el análisis de esta cuarta hipótesis, se ha desglosado también la inversión institucional en diversos tipos de inversores²⁷⁵, en línea con lo realizado en el resto de las hipótesis. La heterogeneidad de dicho inversor, aspecto ampliamente debatido a lo largo de esta tesis, invita fundamentalmente a realizar este análisis más detallado. Así, en las siguientes tres tablas se muestran los resultados obtenidos de incluir en el modelo la presencia accionarial de los fondos de inversión (*pfondo*), de los planes de pensiones (*pplan*) y de las compañías de seguros (*pseguros*), respectivamente.

Los resultados que se muestran en la tabla 33, concernientes a la presencia de los fondos de inversión, se encuentran totalmente en línea con los resultados obtenidos previamente para el conjunto de los inversores institucionales. Así, la presencia accionarial de los fondos de inversión minorra la relación positiva existente entre los dividendos y el valor de aquellas empresas analizadas con escasas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_9 < 0$), no obstante, dicho análisis carece de significancia estadística (probabilidad crítica de 0,6652 en dicho coeficiente estimado $\hat{\beta}_9$). Cabe concluir, por lo tanto, que, dentro de la inversión institucional, los fondos de inversión no son mecanismo alternativo de los dividendos en empresas con escasas oportunidades de

²⁷⁵ Al igual que en el caso de H2, se han dejado a los fondos soberanos (*sov*) fuera del análisis. Tal como se ha comentado previamente, la escasez de datos invita a ello.

crecimiento. Por otra parte, al igual que lo visto previamente, en el caso de elevadas oportunidades de crecimiento, se constatan las diferencias existentes entre la deuda y los dividendos. Por un lado, la presencia accionarial de los fondos de inversión no altera la ausencia de “efecto infrainversión” ($\hat{\beta}_6 > 0$), tan habitual en el caso de la deuda, mientras que, por otro lado, dicha relación positiva entre los dividendos y valor se vuelve negativa con la presencia de los fondos de inversión ($\hat{\beta}_{11} < 0$).

El resto de los resultados obtenidos se encuentran muy en línea con lo visto previamente. Las oportunidades de crecimiento vuelven a desempeñar un papel importante en el rendimiento de las empresas ($\hat{\beta}_1 < 0$, $\hat{\beta}_2 > 0$), el impacto de la presencia accionarial de los fondos de inversión se ve alterado también por las oportunidades de crecimiento, destacando el escenario de escasas oportunidades de crecimiento, donde la presencia accionarial de estos inversores tiene un efecto positivo en el rendimiento de las empresas participadas ($\hat{\beta}_8 > 0$).

Por último, cabe reseñar los resultados obtenidos en el test de Sargan, donde no se rechaza la hipótesis nula de no correlación con una probabilidad crítica de 0,067%.

Tabla 33: efecto de la presencia de los fondos de inversión en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 roaajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pfondo_{it} + \\
 & + divajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pfondo_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 divajust_{it})] * pfondo_{it} + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} divajust_{it})] * pfondo_{it} + \beta_{k=12}^{17} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|---------------------------------------|-------------|------------|----------|---------------|
| β_4 divajust | 0.01267094 | 0.00227858 | 5.5609 | 2.684e-08 *** |
| β_1 menorpbv | -0.39818574 | 0.02800663 | -14.2176 | < 2.2e-16 *** |
| β_3 pfondo | -0.03158435 | 0.03283097 | -0.9620 | 0.3360351 |
| β_2 mayorpbv | 0.13102339 | 0.03382850 | 3.8732 | 0.0001074 *** |
| β_{12} vta | 0.20595976 | 0.01609212 | 12.7988 | < 2.2e-16 *** |
| β_{13} oc | 0.05239712 | 0.07056998 | 0.7425 | 0.4577938 |
| β_{14} deudaaajust | -0.40727935 | 0.03010838 | -13.5271 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} pbv | -0.00137761 | 0.00052371 | -2.6305 | 0.0085268 ** |
| β_{16} lag(roaajust, 1) | 0.12289131 | 0.00411502 | 29.8641 | < 2.2e-16 *** |
| β_{17} lag(Qajust, 1) | 0.03950039 | 0.00761517 | 5.1871 | 2.136e-07 *** |
| β_5 divajust:menorpbv | 0.04416231 | 0.00964427 | 4.5791 | 4.669e-06 *** |
| β_7 divajust:pfondo | -0.00717503 | 0.02230523 | -0.3217 | 0.7476991 |
| β_8 menorpbv:pfondo | 0.19719708 | 0.04222414 | 4.6702 | 3.008e-06 *** |
| β_6 divajust:mayorpbv | 0.10145679 | 0.01732077 | 5.8575 | 4.698e-09 *** |
| β_{10} pfondo:mayorpbv | 0.04746053 | 0.04932116 | 0.9623 | 0.3359114 |
| β_9 divajust:menorpbv:pfondo | -0.01114109 | 0.02574952 | -0.4327 | 0.6652531 |
| β_{11} divajust:pfondo:mayorpbv | -0.18978664 | 0.0302497 | -6.2740 | 3.519e-10 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 61.08112 (p.value=0.067432)

Autocorrelation test (1): normal = -1.614983 (p.value=0.053157)

Autocorrelation test (2): normal = 0.4958296 (p.value=0.31001)

Wald test for coefficients: chisq(17) = 4816.536 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1115.342 (p.value=< 2.22e-16)

Pasando al análisis de los planes de pensiones, segundo tipo de inversor institucional analizado, en la tabla 34 se muestran los resultados obtenidos incorporando la presencia accionarial de los planes de pensiones en el modelo. Los resultados obtenidos difieren de los anteriores en los aspectos principales analizados hasta el momento en la presente hipótesis. Así, el coeficiente estimado de la interacción entre las oportunidades de crecimiento (*menorpbv*), los dividendos (*divajust*) y la presencia accionarial de los planes de pensiones (*pplan*) presenta un valor negativo y estadísticamente significativo ($\hat{\beta}_9 < 0$), sugiriendo, en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, que la presencia accionarial de los planes de pensiones quita relevancia al uso de los dividendos para mitigar los posibles costes de agencia provenientes de un indebido uso del flujo de caja libre generado.

Continuando con el análisis de los planes de pensiones, en el caso de elevadas oportunidades de crecimiento, los resultados obtenidos son similares a lo presentado hasta el momento. Así, aunque la relación entre los dividendos y el valor de las empresas analizadas es negativa en aquellas con elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_6 > 0$), la misma no es estadísticamente significativa, intensificándose dicha relación negativa con la presencia accionarial de los planes de pensiones ($\hat{\beta}_{11} < 0$).

Por otra parte, las oportunidades de crecimiento vuelven a desempeñar un papel importante en el rendimiento de las empresas, efecto negativo en el caso de escasas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_1 < 0$), positivo, en cambio, en caso de elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_2 > 0$). Las oportunidades de crecimiento influyen también en el efecto de la presencia accionarial de estos inversores en el rendimiento de las empresas. Así, la negativa relación general que se encuentra entre dichas variables ($\hat{\beta}_3 < 0$), se torna positiva teniendo en cuentas las oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_8$, $\hat{\beta}_{10} > 0$), aspecto que dejaría la relación negativa comentada previamente para el caso de aquellas empresas fuera de los dos extremos en cuanto a crecimiento.

Por último, al igual que en el caso de los fondos de inversión, cabe reseñar los resultados obtenidos en el test de Sargan. En este caso, la hipótesis nula de no correlación no es rechazada con una probabilidad crítica del 0,078%.

Tabla 34: efecto de la presencia de los planes de pensiones en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 roaajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pplan_{it} + \\
 & + divajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pplan_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 divajust_{it})] * pplan_{it} + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} divajust_{it})] * pplan_{it} + \beta_{k=12}^{17} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|--------------------------------------|-------------|------------|----------|---------------|
| β_4 divajust | 0.01518815 | 0.00200604 | 7.5712 | 3.697e-14 *** |
| β_1 menorpbv | -0.32400934 | 0.02151974 | -15.0564 | < 2.2e-16 *** |
| β_3 pplan | -0.51426323 | 0.12891570 | -3.9891 | 6.631e-05 *** |
| β_2 mayorpbv | 0.15924144 | 0.02778458 | 5.7313 | 9.967e-09 *** |
| β_{12} vta | 0.17370529 | 0.01446853 | 12.0057 | < 2.2e-16 *** |
| β_{13} oc | 0.12180342 | 0.06847899 | 1.7787 | 0.0752893 . |
| β_{14} deudaaajust | -0.40484452 | 0.02917576 | -13.8761 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} pbv | -0.00082485 | 0.00048972 | -1.6843 | 0.0921227 . |
| β_{16} lag(roaajust, 1) | 0.10252035 | 0.00423478 | 24.2091 | < 2.2e-16 *** |
| β_{17} lag(Qajust, 1) | 0.04776137 | 0.00706995 | 6.7555 | 1.423e-11 *** |
| β_5 divajust:menorpbv | 0.03171983 | 0.00896236 | 3.5392 | 0.0004013 *** |
| β_7 divajust:pplan | 1.37628719 | 0.13582980 | 10.1324 | < 2.2e-16 *** |
| β_8 menorpbv:pplan | 0.65901454 | 0.12775565 | 5.1584 | 2.491e-07 *** |
| β_6 divajust:mayorpbv | -0.00111489 | 0.01027724 | -0.1085 | 0.9136136 |
| β_{10} pplan:mayorpbv | 0.92027224 | 0.38544801 | 2.3875 | 0.0169616 * |
| β_9 divajust:menorpbv:pplan | -1.3070225 | 0.13663745 | -9.5656 | < 2.2e-16 *** |
| β_{11} divajust:pplan:mayorpbv | -0.2718776 | 0.14517360 | -1.8728 | 0.0610993 . |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 60.17428 (p.value=0.078319)

Autocorrelation test (1): normal = -1.651216 (p.value=0.049347)

Autocorrelation test (2): normal = 0.5654008 (p.value=0.2859)

Wald test for coefficients: chisq(17) = 3764.946 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 977.3294 (p.value=< 2.22e-16)

Por último, para finalizar con el análisis de los tipos de inversores institucionales, en la siguiente tabla se presentan los resultados concernientes a las compañías de seguros.

Tal como se puede apreciar en la tabla, los resultados obtenidos difieren de los presentados hasta el momento, especialmente en comparación con los fondos de inversión y con el análisis conjunto de la inversión institucional. Así, en lo que respecta a la variable crítica, triple interacción entre las oportunidades de crecimiento (*menorpbv*), los dividendos (*divajust*) y la presencia accionarial de las compañías de seguros (*pseguros*), el coeficiente estimado presenta un valor negativo ($\hat{\beta}_9 = -0,12617$) y estadísticamente significativo (probabilidad crítica de 0,0586), sugiriendo, al igual que en el caso de los planes de pensiones, que la presencia accionarial de las compañías de seguros hace menos relevante el uso de los dividendos para mitigar los posibles costes de agencia provenientes de un indebido uso del flujo de caja libre generado en aquellas empresas analizadas con escasas oportunidades de crecimiento.

El aspecto diferenciador de las compañías de seguros viene desde el lado de un entorno de elevadas oportunidades de crecimiento. En este escenario, al contrario que los inversores anteriores, la presencia accionarial de las compañías de seguros altera de manera positiva la relación entre los dividendos y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_{11} > 0$ y estadísticamente significativo). No obstante, ello no implica una minoración del denominado “efecto infrainversión”²⁷⁶ (Myers, 1977), quitando valor al resultado obtenido.

En el resto de resultados obtenidos, destaca una vez más la importancia de las oportunidades de crecimiento más allá de su relación con los dividendos. Así, el impacto positivo de la presencia accionarial de estos inversores en el rendimiento ($\hat{\beta}_3 > 0$), pasa a ser negativo en el caso de empresas con elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_{10} < 0$). Cabe destacar también la habitual divergencia de resultados entre las oportunidades de crecimiento y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_1 < 0$ y $\hat{\beta}_2 > 0$).

²⁷⁶ $\hat{\beta}_6$ no es estadísticamente significativo.

Tabla 35: efecto de la presencia de las compañías de seguros en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 roaajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pseguros_{it} + \\
 & + divajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pseguros_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 divajust_{it})] * pseguros_{it} + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} divajust_{it})] * pseguros_{it} + \beta_{k=12} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|---|-------------|------------|----------|-----------|-----|
| β_4 divajust | 0.01088322 | 0.00297573 | 3.6573 | 0.0002549 | *** |
| β_1 menorpbv | -0.30285470 | 0.02824819 | -10.7212 | < 2.2e-16 | *** |
| β_3 pseguros | 0.26481394 | 0.11324737 | 2.3384 | 0.0193682 | * |
| β_2 mayorpbv | 0.17224321 | 0.02961864 | 5.8154 | 6.050e-09 | *** |
| β_{12} vta | 0.20856309 | 0.01640478 | 12.7136 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{13} oc | 0.03929522 | 0.07651504 | 0.5136 | 0.6075582 | |
| β_{14} deudaajust | -0.40542161 | 0.02821988 | -14.3665 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{15} pbv | -0.00079793 | 0.00053058 | -1.5039 | 0.1326071 | |
| β_{16} lag(roaajust, 1) | 0.13299448 | 0.00404228 | 32.9008 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{17} lag(Qajust, 1) | 0.05283252 | 0.00701536 | 7.5310 | 5.036e-14 | *** |
| β_5 divajust:menorpbv | 0.04859467 | 0.00982038 | 4.9484 | 7.484e-07 | *** |
| β_7 divajust:pseguros | 0.00393762 | 0.04604440 | 0.0855 | 0.9318497 | |
| β_8 menorpbv:pseguros | 0.03410545 | 0.08870855 | 0.3845 | 0.7006328 | |
| β_6 divajust:mayorpbv | -0.00041367 | 0.00991962 | -0.0417 | 0.9667363 | |
| β_{10} pseguros:mayorpbv | -0.29830248 | 0.10330747 | -2.8875 | 0.0038829 | ** |
| β_9 divajust:menorpbv:pseguros | -0.1261695 | 0.0667074 | -1.8914 | 0.0585728 | . |
| β_{11} divajust:pseguros:mayorpbv | 2.7007675 | 0.2988650 | 9.0367 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 58.36993 (p.value=0.10428)

Autocorrelation test (1): normal = -1.571248 (p.value=0.058063)

Autocorrelation test (2): normal = 0.2053383 (p.value=0.41865)

Wald test for coefficients: chisq(17) = 5586.294 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1181.102 (p.value=< 2.22e-16)

En resumen, el análisis detallado de los inversores institucionales muestra a los planes de pensiones y a las compañías de seguros desempeñando el papel planteado en la hipótesis. En consecuencia, los fondos de inversión serían la causa más explícita de los resultados obtenidos en el conjunto de la inversión institucional (rechazo de la hipótesis planteada).

Por último, finalizando el análisis detallado de esta última hipótesis, se analiza la inversión institucional desde la óptica geográfica, desglosando, en línea con hipótesis anteriores, a dichos inversores entre domésticos y extranjeros. Los resultados obtenidos se presentan en las siguientes dos tablas.

Comenzando este nuevo análisis con los inversores domésticos, los resultados presentados en la tabla 36 se encuentran en línea con lo planteado en la hipótesis. Así, el valor estimado del coeficiente de la variable de interacción entre las oportunidades de crecimiento (*menorpbv*), los dividendos (*divajust*) y la presencia accionarial de los inversores domésticos (*pesp*) presenta valor negativo ($\hat{\beta}_9 < 0$), en este sentido, en aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, la mera presencia accionarial de inversores institucionales domésticos parece lanzar una señal positiva al resto de inversores respecto a los potenciales costes de agencia derivados del indebido uso del flujo de caja libre generado, quitando importancia a la política de dividendos.

Por el lado de las elevadas oportunidades de crecimiento, al igual que con las compañías de seguros, la presencia accionarial de los inversores institucionales domésticos altera de manera positiva la relación entre los dividendos y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_{11} > 0$, aunque carece de significancia estadística). No obstante, al igual que en el caso anterior, ello carece de especial relevancia dada la ausencia de relación entre los dividendos y el valor en aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento (probabilidad crítica de 0,8942 del coeficiente estimado de la interacción entre *mayorpbv* y *divajust*, $\hat{\beta}_6$).

Por otra parte, tal como se ha comentado en los análisis anteriores, los resultados obtenidos reflejan la importancia de las oportunidades de crecimiento en diversos ámbitos. Así, la presencia accionarial de estos inversores depende de las oportunidades de crecimiento, destacando el impacto positivo en el rendimiento de estos inversores en

el caso de escasas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_8 > 0$). Cabe destacar también la habitual divergencia de resultados entre las oportunidades de crecimiento y el valor de las empresas aalizadas ($\hat{\beta}_1 < 0$ y $\hat{\beta}_2 > 0$).

Por último, en la tabla 37 se muestran los resultados referentes a la inversión institucional extranjera. Tal como se aprecia en la tabla, los resultados obtenidos difieren en cierto modo de los obtenidos para el caso de los inversores institucionales domésticos. Así, en el aspecto crítico de un entorno de escasas oportunidades de crecimiento (escenario planteado en la hipótesis), aunque el coeficiente estimado de la variable triple interacción (*menorpbv*, *pint* y *divajust*) presenta signo negativo ($\hat{\beta}_9 < 0$), en línea con lo planteado en la hipótesis, el mismo carece de significancia estadística, por lo que no cabe afirmar que en el caso de estos inversores se cumpla lo planteado en la hipótesis.

En el caso de un entorno de elevadas oportunidades de crecimiento, los resultados difieren también de los obtenidos para el caso de los inversores domésticos. Así, por un lado, existe una relación positiva entre los dividendos y el valor de aquellas empresas con elevadas oportunidades de crecimiento ($\hat{\beta}_6 > 0$), al contrario de lo planteado a nivel teórico siguiendo los postulados de Jensen (1988) y Myers (1977). Por otro lado, dicha relación positiva es minorada por la presencia accionarial de los inversores institucionales extranjeros ($\hat{\beta}_{11} < 0$).

Tabla 36: efecto de la presencia de inversores institucionales doméísticos en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 roaajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pesp_{it} + \\
 & + divajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pesp_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 divajust_{it})] * pesp + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} divajust_{it})] * pesp + \beta_{k=12}^{17} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------------------|-------------|------------|----------|---------------|
| β_4 divajust | 0.01877035 | 0.00383911 | 4.8893 | 1.012e-06 *** |
| β_1 menorpbv | -0.41022878 | 0.02751750 | -14.9079 | < 2.2e-16 *** |
| β_3 pesp | 0.01844668 | 0.04231609 | 0.4359 | 0.66289 |
| β_2 mayorpbv | 0.16360331 | 0.03558680 | 4.5973 | 4.280e-06 *** |
| β_{12} vta | 0.17849441 | 0.01702141 | 10.4865 | < 2.2e-16 *** |
| β_{13} oc | 0.03467835 | 0.06629588 | 0.5231 | 0.60092 |
| β_{14} deudaajust | -0.36859762 | 0.02915282 | -12.6436 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} pbv | -0.00105400 | 0.00057833 | -1.8225 | 0.06838 . |
| β_{16} lag(roaajust, 1) | 0.14155449 | 0.00399877 | 35.3995 | < 2.2e-16 *** |
| β_{17} lag(Qajust, 1) | 0.04384367 | 0.00718875 | 6.0989 | 1.068e-09 *** |
| β_5 divajust:menorpbv | 0.08173169 | 0.01151955 | 7.0950 | 1.293e-12 *** |
| β_7 divajust:pesp | -0.01179266 | 0.01882427 | -0.6265 | 0.53101 |
| β_8 menorpbv:pesp | 0.24253878 | 0.04798292 | 5.0547 | 4.311e-07 *** |
| β_6 divajust:mayorpbv | 0.00145151 | 0.01091729 | 0.1330 | 0.89423 |
| β_{10} pesp:mayorpbv | 0.01657384 | 0.06035083 | 0.2746 | 0.78360 |
| β_9 divajust:menorpbv:pesp | -0.12442343 | 0.02925582 | -4.2529 | 2.110e-05 *** |
| β_{11} divajust:pesp:mayorpbv | 0.20710405 | 0.17561380 | 1.1793 | 0.23827 |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 56.33655 (p.value=0.14131)

Autocorrelation test (1): normal = -1.610056 (p.value=0.053693)

Autocorrelation test (2): normal = 0.533313 (p.value=0.29691)

Wald test for coefficients: chisq(17) = 5896.773 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1485.645 (p.value=< 2.22e-16)

Por otra parte, tal como se ha comentado en los análisis anteriores, los resultados obtenidos reflejan la importancia de las oportunidades de crecimiento en diversos ámbitos. Así, la negativa relación existente entre la presencia de este tipo de inversores y el rendimiento de las empresas participadas ($\hat{\beta}_3 < 0$), se vuelve positiva incorporando las oportunidades de crecimiento en el análisis ($\hat{\beta}_8, \hat{\beta}_{10} > 0$). Cabe destacar también la habitual divergencia de resultados entre las oportunidades de crecimiento y el valor de las empresas aalizadas ($\hat{\beta}_1 < 0$ y $\hat{\beta}_2 > 0$).

Por último, en línea con lo comentado en ocasiones anteriores, cabe reseñar el valor alcanzado por el test de Sargan, no rechazando la hipótesis nula de no correlación con una probabilidad crítica del 0,052%.

Tabla 37: efecto de la presencia de inversores institucionales extranjeros en el papel de los dividendos como mecanismo de control en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento.

$$\begin{aligned}
 roaajust_{it} = & \alpha + \beta_1 menorpbv_{it} + \beta_2 mayorpbv_{it} + \beta_3 pint_{it} + \\
 & + divajust_{it} * (\beta_4 + \beta_5 menorpbv_{it} + \beta_6 mayorpbv_{it} + \beta_7 pint_{it}) + \\
 & + [menorpbv_{it} * (\beta_8 + \beta_9 divajust_{it})] * pint_{it} + \\
 & + [mayorpbv_{it} * (\beta_{10} + \beta_{11} divajust_{it})] * pint_{it} + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}
 \end{aligned}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------------------|-------------|------------|----------|---------------|
| β_4 divajust | 0.00826907 | 0.00173278 | 4.7722 | 1.823e-06 *** |
| β_1 menorpbv | -0.35873441 | 0.02606252 | -13.7644 | < 2.2e-16 *** |
| β_3 pint | -0.17600870 | 0.03697483 | -4.7602 | 1.934e-06 *** |
| β_2 mayorpbv | 0.09460496 | 0.03389925 | 2.7908 | 0.0052583 ** |
| β_{12} vta | 0.20983958 | 0.01786727 | 11.7444 | < 2.2e-16 *** |
| β_{13} oc | 0.00253194 | 0.06925086 | 0.0366 | 0.9708344 |
| β_{14} deudaaajust | -0.42055524 | 0.03062449 | -13.7326 | < 2.2e-16 *** |
| β_{15} pbv | -0.00083098 | 0.00054109 | -1.5357 | 0.1246033 |
| β_{16} lag(roaajust, 1) | 0.12994515 | 0.00451912 | 28.7545 | < 2.2e-16 *** |
| β_{17} lag(Qajust, 1) | 0.04342921 | 0.00737836 | 5.8860 | 3.956e-09 *** |
| β_5 divajust:menorpbv | 0.03660817 | 0.00963287 | 3.8003 | 0.0001445 *** |
| β_7 divajust:pint | 0.10555454 | 0.03027741 | 3.4862 | 0.0004898 *** |
| β_8 menorpbv:pint | 0.13855801 | 0.04181478 | 3.3136 | 0.0009210 *** |
| β_6 divajust:mayorpbv | 0.10472529 | 0.01596619 | 6.5592 | 5.410e-11 *** |
| β_{10} pint:mayorpbv | 0.35108453 | 0.06473862 | 5.4231 | 5.857e-08 *** |
| β_9 divajust:menorpbv:pint | -0.04473781 | 0.03441275 | -1.3000 | 0.1935887 |
| β_{11} divajust:pint:mayorpbv | -0.28465236 | 0.03669862 | -7.7565 | 8.731e-15 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 62.6017 (p.value=0.052028)

Autocorrelation test (1): normal = -1.621895 (p.value=0.052413)

Autocorrelation test (2): normal = 0.4745311 (p.value=0.31756)

Wald test for coefficients: chisq(17) = 6207.823 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1376.705 (p.value=< 2.22e-16)

Por último, siguiendo lo realizado en el resto de las hipótesis planteadas, se resumen a continuación las principales conclusiones obtenidas del conjunto de análisis realizados, añadiendo a su vez una tabla resumen con las relaciones encontradas:

- ✓ Existe cierta semejanza de los dividendos y de la deuda en el papel de mecanismo de control en ausencia de oportunidades de crecimiento, aunque únicamente en el caso del rendimiento operativo como indicador de valor de las empresas analizadas.
- ✓ Se rechaza la hipótesis planteada de sustitución de los dividendos y la inversión institucional en su papel de mecanismo de control.
- ✓ Dentro de la inversión institucional, los fondos de inversión serían la causa más evidente del rechazo de la hipótesis planteada.
- ✓ Los planes de pensiones y las compañías de seguros, en cambio, si minoran la relación positiva existente entre los dividendos y el valor de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento.
- ✓ Dentro del desglose geográfico, solo los inversores domésticos cumplen con lo planteado en la hipótesis.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento, al igual que en el caso de la deuda, desempeñan también un papel diferencial en el caso de la relación entre los inversores institucionales y el rendimiento de las empresas analizadas, variando según el tipo de inversor.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento son también un factor determinante en el valor de las empresas analizadas. El impacto es positivo en el caso de elevadas oportunidades de crecimiento, negativo, en cambio, en el caso de escasas oportunidades de crecimiento.

Cuadro 20: resumen relaciones H3.

| Variables independientes | Variable dependiente | |
|---|----------------------|---------------|
| | Qajust | |
| | Relación esperada | Relación real |
| Interacción entre <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | + | + |
| Interacción entre <i>divajust</i> y <i>mayorpbv</i> | - | + (*) |
| Interacción entre presencia accionarial <i>iic</i> , <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - (*) |
| Interacción entre presencia accionarial <i>fondo</i> , <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - (*) |
| Interacción entre presencia accionarial <i>plan</i> , <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>seguros</i> , <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - |
| Interacción entre presencia accionarial inversor doméstico (<i>esp</i>), <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - (*) |
| Interacción entre presencia accionarial inversor extranjero (<i>int</i>), <i>divajust</i> y <i>menorpbv</i> | - | - |

(*) Estadísticamente no significativo

Fuente: elaboración propia.

6.4 Hipótesis 4 – Inversor institucional y concentración de propiedad

La cuarta hipótesis se ha planteado de la siguiente manera:

En aquellas empresas cotizadas españolas en el período 2000-2010, la participación de los inversores institucionales en el capital de las empresas influye, en general, de forma negativa en la importancia de la concentración de propiedad como mecanismo de control de los costes de agencia y, en consecuencia, en su efecto sobre el valor de la empresa (medido a través del ratio Q de Tobin y del rendimiento operativo).

Tal como se ha planteado a lo largo del marco teórico, la concentración de propiedad es uno de los mecanismos de control más habituales, especialmente en economías como la española. La literatura existente atribuye a la concentración de propiedad capacidad suficiente para solventar los problemas de “free-rider” existentes en toda propiedad difusa, alineando de esta manera los intereses del equipo directivo con los del propietario (Carney y Gedajlovic, 2002). No obstante, tal y como señalan Shleifer y Vishny (1997), elevados niveles de concentración de propiedad podrían tener su efecto negativo, materializado en una posible expropiación de valor a los accionistas minoritarios. Todo ello, sugiere una relación no lineal entre la concentración de propiedad y el valor de las empresas, aspecto analizado en empresas europeas por Miguel et al (2004) y Thomsen y Pedersen (2000) entre otros.

Por ello, antes de comenzar con el análisis de esta segunda hipótesis, se comprobará si, efectivamente, en la muestra de empresas sobre la que se está trabajando se cumple también dicha relación no lineal. Así, las tablas 38 y 39 muestran los resultados de dicho análisis, utilizando como variable dependiente el ratio Q de Tobin y el ratio ROA, ambos ajustados sectorialmente, respectivamente. Dicho análisis se ha realizado siguiendo las pautas marcadas por Miguel et al (2004).

Tabla 38: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q de Tobin.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + \beta_{k=3}^6 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|--------------------------|------------|------------|---------|-----------|-----|
| β_1 oc | 7.2000255 | 1.0157899 | 7.0881 | 1.360e-12 | *** |
| β_2 oc2 | -8.0468645 | 1.0792929 | -7.4557 | 8.940e-14 | *** |
| β_3 vta | -0.0877131 | 0.0114171 | -7.6826 | 1.559e-14 | *** |
| β_4 deudaaajust | 0.0116433 | 0.0035123 | 3.3150 | 0.0009165 | *** |
| β_5 intact | -1.0683041 | 0.1450826 | -7.3634 | 1.793e-13 | *** |
| β_6 lag(Qajust, 1) | 0.3022729 | 0.0051099 | 59.1542 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 53.725 (p.value=0.20245)

Autocorrelation test (1): normal = -2.004533 (p.value=0.022507)

Autocorrelation test (2): normal = -1.202745 (p.value=0.11454)

Wald test for coefficients: chisq(6) = 5414.21 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1206.605 (p.value=< 2.22e-16)

Atendiendo a la tabla 38, se confirma la relación no lineal encontrada por Miguel et al (2004) en su muestra de empresas españolas ($\hat{\beta}_1 > 0$ y $\hat{\beta}_2 < 0$). La única diferencia radica en el nivel de concentración de propiedad donde el valor de la empresa alcanza su punto máximo. En el caso de los citados autores, dicho nivel asciende al 87%, mientras que en los resultados mostrados en la siguiente tabla, dicho nivel máximo se queda en el 45% (calculado mediante el siguiente ratio: $-\beta_1 / 2\beta_2$, tal como se ha explicado en la parte de metodología), siendo, en consecuencia, mucho más relevante el efecto negativo de la concentración de propiedad. El período objeto de

estudio (1990-99 en el caso de los citados autores), así como diferencias en la muestra, explican posiblemente dicha divergencia de resultados. La comparativa con los resultados alcanzados por Thomsen y Pedersen (2000) es similar. En este caso, el grado de valor (medido a través del ratio entre la capitalización y el valor en libros de los fondos propios) máximo se alcanza con una concentración de propiedad del 83%. Nuevamente, diferencias en la muestra utilizada explican dichos resultados no coincidentes.

Tabla 39: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + \beta_{k=3}^6 X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|----------------------------|------------|------------|----------|---------------|
| β_1 oc | 3.6335035 | 0.2220860 | 16.3608 | < 2.2e-16 *** |
| β_2 oc2 | -3.7897466 | 0.2147424 | -17.6479 | < 2.2e-16 *** |
| β_3 vta | 0.2047806 | 0.0100740 | 20.3277 | < 2.2e-16 *** |
| β_4 deudaaajust | -0.0979337 | 0.0087603 | -11.1793 | < 2.2e-16 *** |
| β_5 intact | -0.8969393 | 0.1370958 | -6.5424 | 6.053e-11 *** |
| β_6 lag(roaajust, 1) | 0.1559643 | 0.0057801 | 26.9832 | < 2.2e-16 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 59.34227 (p.value=0.089545)

Autocorrelation test (1): normal = -1.650471 (p.value=0.049423)

Autocorrelation test (2): normal = 1.113772 (p.value=0.13269)

Wald test for coefficients: chisq(6) = 3611.103 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 843.1718 (p.value=< 2.22e-16)

Los resultados obtenidos en la tabla 39 son muy similares. Utilizando el rendimiento operativo como variable dependiente no altera la relación no lineal comentada anteriormente ($\hat{\beta}_1 > 0$ y $\hat{\beta}_2 < 0$). El nivel de concentración de propiedad donde se alcanza el máximo valor es muy similar al alcanzado con el ratio Q de Tobin como variable dependiente. En el caso actual, dicho nivel de concentración de propiedad se sitúa en el 48%, ligeramente superior al nivel anterior, pero lejos de los niveles encontrados tanto por Miguel et al (2004) y por Thomsen y Pedersen (2000) en sus comentados estudios.

Por último, cabe reseñar, al igual que se ha realizado a lo largo de las hipótesis anteriores, el nivel del test de Sargan, no rechazando la hipótesis nula de no correlación con una probabilidad crítica del 0,089%.

Entrando de lleno en el análisis de H4, las tablas 40 y 41 muestran los resultados de la presencia del inversor institucional en la propiedad de las empresas analizadas y su potencial efecto en la analizada relación entre la concentración de propiedad y el valor de las empresas participadas. Tal como se ha definido en la parte metodológica, la presencia de la inversión institucional se recoge a través de una variable *dummy* (*piic*), planteando una interacción de la misma con las variables de concentración de propiedad (*oc* y *oc2*). Tal como se ha planteado en la hipótesis, la presencia accionarial del inversor institucional resta importancia a la concentración de propiedad como mecanismo de control. Así, cabría esperar por un lado un signo negativo en el coeficiente estimado de la interacción de *piic* con *oc*, reflejando la menor relación positiva entre concentración de propiedad y valor de las empresas analizadas con presencia de inversor institucional, y por otro lado, un signo positivo en el coeficiente estimado de la interacción de *piic* como con *oc2*, reflejando cierta atenuación del “efecto expropiación” en presencia accionarial de los inversores institucionales. En términos matemáticos, se tiene que cumplir que $(\hat{\beta}_4 + \hat{\beta}_1) < \hat{\beta}_1$ y $(\hat{\beta}_5 + \hat{\beta}_2) > \hat{\beta}_2$.

Tabla 40: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q de Tobin, en presencia de la inversión institucional.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + piic_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-----------------------------|------------|------------|---------|-----------|-----|
| β_3 piic | 0.3939937 | 0.0966328 | 4.0772 | 4.558e-05 | *** |
| β_1 oc | 6.8726930 | 0.7013790 | 9.7988 | < 2.2e-16 | *** |
| β_2 oc2 | -6.7832545 | 0.7501476 | -9.0426 | < 2.2e-16 | *** |
| β_6 vta | -0.1021284 | 0.0138977 | -7.3486 | 2.003e-13 | *** |
| β_7 deudaajust | 0.0256157 | 0.0056319 | 4.5483 | 5.408e-06 | *** |
| β_8 intact | -1.0701224 | 0.1715702 | -6.2372 | 4.454e-10 | *** |
| β_9 lag(roaajust, 1) | -0.0026193 | 0.0062260 | -0.4207 | 0.67398 | |
| β_{10} lag(Qajust, 1) | 0.2994670 | 0.0055040 | 54.4092 | < 2.2e-16 | *** |
| β_4 piic:oc | -1.5690155 | 0.6170261 | -2.5429 | 0.01099 | * |
| β_5 piic:oc2 | 0.1734661 | 0.8312970 | 0.2087 | 0.83471 | |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 58.62612 (p.value=0.10022)

Autocorrelation test (1): normal = -2.06576 (p.value=0.019426)

Autocorrelation test (2): normal = -1.137802 (p.value=0.1276)

Wald test for coefficients: chisq(10) = 7704.751 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1148.096 (p.value=< 2.22e-16)

Comenzando el análisis en el caso de la variable Q de Tobin como dependiente (tabla 40), cabe destacar que los coeficientes estimados de ambas variables de interacción presenta el signo esperado, es decir, $\hat{\beta}_4 < 0$ y $\hat{\beta}_5 > 0$. En el primer caso, dicho resultado sugiere la existencia de cierto efecto sustitutivo entre ambos

mecanismos de control, siendo la presencia accionarial del inversor institucional señal suficiente al resto de inversores de control al equipo directivo, no siendo tan relevante una mayor concentración de propiedad por su lado. Los resultados obtenidos divergen de los alcanzados por Thomsen y Pedersen (2000), no obstante, cabe destacar también las diferencias existentes en la muestra objeto de estudio (compañías europeas en el caso de estos autores). El aspecto negativo de los resultados mostrados en la citada tabla proviene de $\hat{\beta}_5$, mejor dicho, de la probabilidad crítica asociada a dicho coeficiente estimado. Dicha probabilidad crítica es especialmente elevada, no siendo posible validar estadísticamente el valor estimado del coeficiente $\hat{\beta}_5$, quedando en entredicho la segunda parte de la hipótesis, es decir, lo referente a la atenuación del “efecto expropiación” de la concentración de propiedad.

Por otra parte, cabe destacar también la relación encontrada entre la mera presencia accionarial del inversor institucional y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_3 > 0$), resultado contrario al encontrado en el análisis de H1. Ello sugiere que, en determinados entornos, la inversión institucional sí tiene un impacto positivo en el valor de las empresas participadas.

El test alternativo que se realiza con el rendimiento operativo como variable dependiente (tabla 41) ofrece similares conclusiones. En lo que respecta al coeficiente estimado de la interacción entre las variables *piic* y *oc*, el mismo muestra un signo negativo ($\hat{\beta}_4 < 0$), siendo además estadísticamente significativo, confirmando la citada relación sustitutiva entre ambos mecanismos de control, ratificando lo planteado en la primera parte de la hipótesis H4. La diferencia viene desde el lado del coeficiente estimado de la segunda interacción. En este caso, dicho coeficiente es positivo y estadísticamente significativo ($\hat{\beta}_5 > 0$), lo que sugiere cierta atenuación del comentado “efecto expropiación” en niveles elevados de concentración de propiedad. En estos casos, la presencia accionarial del inversor institucional lanzaría al resto de inversores minoritarios una señal positiva de control hacia el accionista mayoritario, reflejándose en el valor de las empresas participadas. Los gráficos 4 y 5 que se muestran a continuación de la citada tabla ilustran de manera adecuada lo comentado hasta el momento.

Tabla 41: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en presencia de la inversión institucional.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + piic_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-----------------------------|------------|------------|----------|-----------|-----|
| β_3 piic | 0.2193120 | 0.0512958 | 4.2754 | 1.908e-05 | *** |
| β_1 oc | 3.3365379 | 0.2551508 | 13.0767 | < 2.2e-16 | *** |
| β_2 oc2 | -3.4076425 | 0.2451780 | -13.8986 | < 2.2e-16 | *** |
| β_6 vta | 0.2022171 | 0.0099538 | 20.3155 | < 2.2e-16 | *** |
| β_7 deudaajust | -0.0945212 | 0.0088370 | -10.6960 | < 2.2e-16 | *** |
| β_8 intact | -0.8149048 | 0.1305452 | -6.2423 | 4.311e-10 | *** |
| β_9 lag(roaajust, 1) | 0.1522799 | 0.0056782 | 26.8182 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{10} lag(Qajust, 1) | 0.0605755 | 0.0057391 | 10.5549 | < 2.2e-16 | *** |
| β_4 piic:oc | -0.8102402 | 0.3022850 | -2.6804 | 0.007354 | ** |
| β_5 piic:oc2 | 0.8386620 | 0.4013239 | 2.0897 | 0.036641 | * |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 57.60425 (p.value=0.1172)

Autocorrelation test (1): normal = -1.615606 (p.value=0.05309)

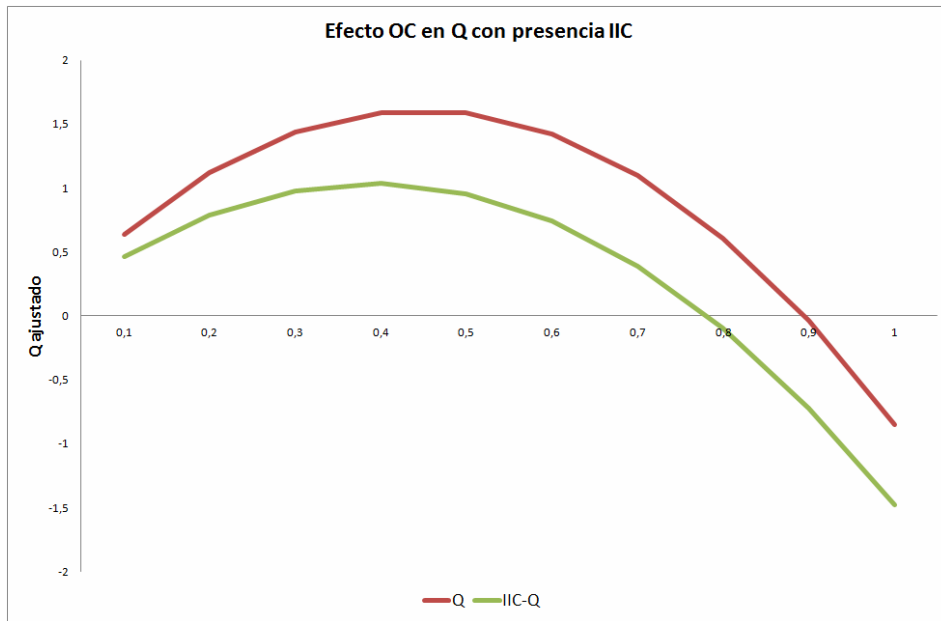
Autocorrelation test (2): normal = 0.9471664 (p.value=0.17178)

Wald test for coefficients: chisq(10) = 4158.702 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 954.9872 (p.value=< 2.22e-16)

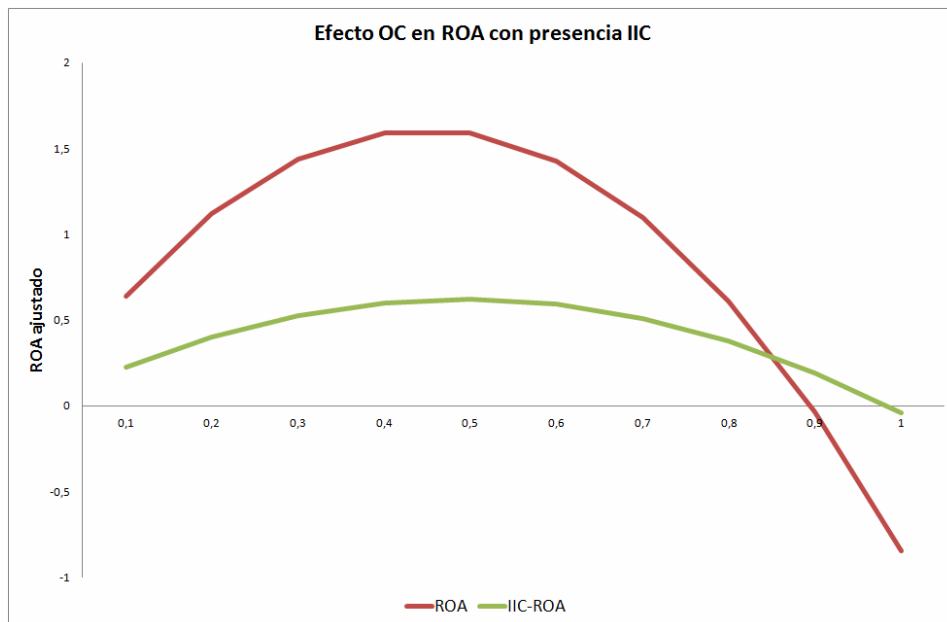
Por otra parte, en estos resultados, cabe destacar también la relación entre la presencia accionarial de los inversores institucionales y el rendimiento de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_3 > 0$), reforzando lo comentado previamente.

Gráfico 4: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en presencia de inversor institucional



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 5: relación concentración de propiedad / ROA ajustada, en presencia de inversor institucional



Fuente: elaboración propia.

En ambos gráficos se aprecia la menor relevancia de la concentración de propiedad como mecanismo de control ante la presencia del inversor institucional. Ello se manifiesta en la menor relación positiva con el valor de las empresas analizadas en niveles bajos de concentración de propiedad. En cambio, en niveles elevados de concentración de propiedad, la presencia del inversor institucional atenúa el impacto negativo en el valor de dicha propiedad, aspecto especialmente relevante en el caso del rendimiento operativo como variable dependiente.

Respecto a las variables de control utilizadas, existen ligeras diferencias entre ambos modelos. En el caso del tamaño (*vta*) ($\hat{\beta}_6$), mientras que su efecto es negativo en el ratio Q de Tobin, en línea con los resultados obtenidos por Miguel et al (2004), es positivo en el caso de considerar el rendimiento operativo como variable dependiente. Más sorprendente resulta la relación negativa encontrada entre los activos intangibles (*intact*) y el valor de las empresas ($\hat{\beta}_8 < 0$), medida indistintamente por cualesquiera de las dos variables. Dichos resultados no se encuentran en línea con Miguel et al (2004) y Morck et al (1988), que encuentran una relación positiva entre activos intangibles y el valor de las empresas analizadas. En el caso de la deuda y el propio rendimiento operativo, existen también ligeras diferencias entre ambos modelos.

Continuando con el análisis de H4, al igual que se ha hecho en las dos hipótesis anteriores, se ha desglosado la inversión institucional en los tres tipos de inversores utilizados previamente, a fin de realizar un análisis más detallado que permita explicar de mejor manera los resultados obtenidos hasta el momento en esta segunda hipótesis. En esta línea, en la tabla 42 se muestran los resultados de las estimaciones individuales realizadas para cada uno de los tipos de inversores, todos ellos con el ratio Q de Tobin como variable dependiente.

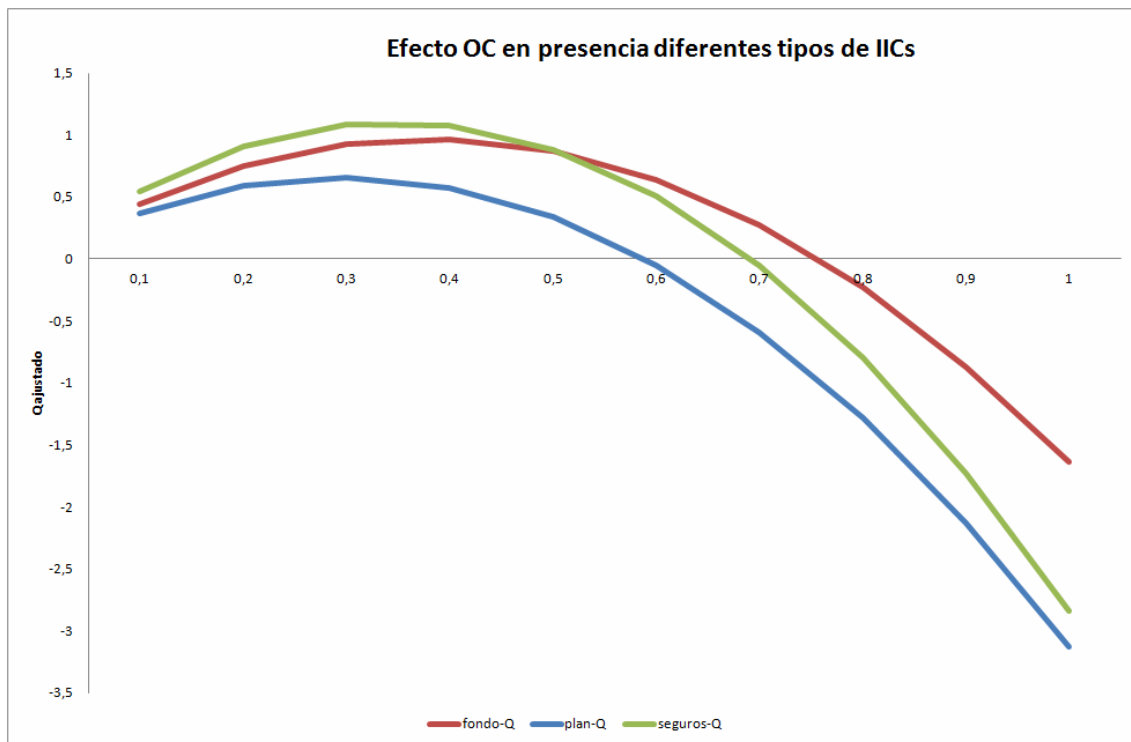
Tabla 42: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q de Tobin, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales.

$$Q_{ajust_{it}} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + pfondo_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it},$$

pfondo, será sustituido por *pplan* y *pseguros* en las ecuaciones 2 y 3, respectivamente.

| | (1) | (2) | (3) |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|
| pfondo | 0,222478 * | | |
| β3 pplan | | 0,536218 ** | |
| pseguros | | | 0,154029 |
| β1 oc | 5,114975 *** | 6,80938 *** | 8,488751 *** |
| β2 oc2 | -5,012471 *** | -7,594719 *** | -9,229363 *** |
| β6 vta | -0,094516 *** | -0,08571 *** | -0,101098 *** |
| β7 deudaajust | 0,012603 * | 0,012696 *** | 0,011763 ** |
| β8 intact | -0,972302 *** | -1,070728 *** | -1,086373 *** |
| β9 lag (roaajust, 1) | -0,004598 | -0,004577 | -0,007075 |
| β10 lag (Qajust, 1) | 0,297639 *** | 0,30457 *** | 0,306802 *** |
| β4 pfondo:oc | -0,056655 | | |
| β5 pfondo:oc2 | -1,742917 * | | |
| β4 pplan:oc | | -2,341428 * | |
| β5 pplan:oc2 | | 2,30115 | |
| β4 pseguros:oc | | | -2,103716 * |
| β5 pseguros:oc2 | | | 1,288525 |
| Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 | | | |
| Sargan | 57,84085 (0,11308) | 52,34525 (0,24129) | 54,91845 (0,17252) |
| Autocorrelation (1) | -2,066532 (0,019389) | -2,015502 (0,021926) | -2,009712 (0,022231) |
| Autocorrelation (2) | -1,057097 (0,14523) | -1,171977 (0,1206) | -1,209189 (0,1133) |
| Wald for coefficients: | 9495,869 (-) | 7226,433 (-) | 7815,693 (-) |
| Wald for time dummies: | 1507,327 (-) | 1131,565 (-) | 1031,773 (-) |

Gráfico 6: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales



Fuente: elaboración propia

Los resultados presentados en la tabla 42 ofrecen aspectos interesantes acerca de la heterogeneidad de la inversión institucional. Así, los planes de pensiones y las compañías de seguros cumplen con los planteamientos realizados en H4, es decir, la presencia accionarial de estos inversores quita importancia a la concentración de propiedad como mecanismo de control al equipo directivo ($\hat{\beta}_4 < 0$). Respecto a los fondos de inversión, únicamente presentan validez estadística los coeficientes estimados de la variable interacción entre presencia accionarial y concentración de propiedad al cuadrado ($\hat{\beta}_5$). En ambos casos, dichos coeficientes estimados presentan signo negativo, sugiriendo su presencia accionarial un mayor “efecto expropiación” proveniente de una elevada concentración de propiedad, aspecto contrario a lo planteado en la hipótesis. Estos resultados ponen una vez más en evidencia la heterogeneidad del inversor institucional y la necesidad de incorporar dicha casuística en los análisis a

realizar en torno a este tipo de inversor. En esta línea, cabe destacar también la relación positiva alcanzada entre la presencia accionarial de los fondos de inversión y planes de pensiones y el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_3 > 0$)²⁷⁷, poniendo en valor la eficacia de dichos inversores como mecanismos de control, reforzando, primero, la idea de heterogeneidad comentada previamente y, segundo, la eficacia de los inversores institucionales como mecanismo de control en determinados entornos.

Continuando con el análisis detallado de H4, en línea con lo que se ha realizado hasta el momento, estos últimos análisis han sido realizados también con el rendimiento operativo como variable dependiente. Los resultados de dichos análisis se muestran en la tabla 43, siguiendo el mismo formato que la tabla anterior. De la misma manera, dichos resultados se muestran también de una forma más ilustrativa en el gráfico 7.

Los resultados obtenidos en la citada tabla se encuentran muy en línea con las obtenidas previamente con la Q de Tobin como variable dependiente. El aspecto principal de dichos resultados gira en torno a la heterogeneidad del inversor institucional, aspecto crucial a lo largo de la presente tesis, tanto desde el lado teórico como empírico. Así, los resultados obtenidos son distintos según la tipología del inversor institucional, destacando los planes de pensiones en lo referente a lo planteado en la hipótesis. En el caso de estos inversores, su presencia accionarial disminuye la importancia de la concentración de valor en el valor de las empresas analizadas. En el caso de niveles reducidos de concentración de propiedad, dicha presencia minora el impacto positivo de la concentración de propiedad en el valor de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_4 < 0$), mientras que en el caso de niveles elevados de concentración de propiedad, dicha presencia accionarial minora el negativo efecto expropiación comentado a lo largo de la tesis ($\hat{\beta}_5 > 0$). Estos resultados sugieren cierto efecto sustitutivo entre ambos mecanismos. No obstante, atendiendo a la figura de estos inversores mostrada en el gráfico 7, cierta cautela es también necesaria a la hora de interpretar estos resultados.

²⁷⁷ En el caso de las compañías de seguros la relación encontrada también es positiva pero sin significancia estadística.

En cambio, en el caso de los fondos de inversión y las compañías de seguros, las relaciones encontradas en torno a los aspectos planteados en la hipótesis carecen de significancia estadística. No obstante, en el caso de los fondos de inversión, los coeficientes estimados de ambas variables de interacción sí se encuentran en línea con lo planteado en las hipótesis ($\hat{\beta}_4 < 0$ y $\hat{\beta}_5 > 0$).

Tabla 43: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + pfondo_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + \beta_{k=6}^{10} X_{it}^k + v_{it},$$

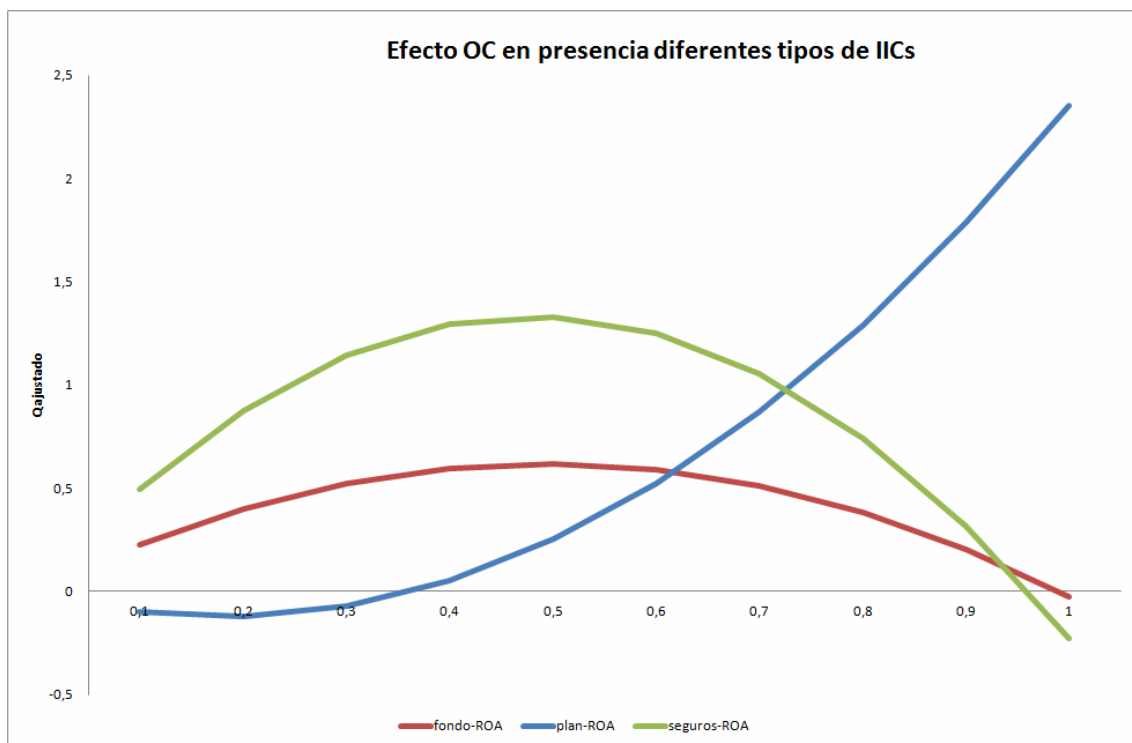
pfondo, será sustituido por *pplan* y *pseguros* en las ecuaciones 2 y 3, respectivamente.

| | (1) | (2) | (3) |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|
| pfondo | 0,020342 | | |
| β_3 pplan | | 1,294999 *** | |
| psov | | | |
| pseguros | | | 0,433669 ** |
| β_1 oc | 2,503521 *** | 4,51001 *** | 5,540308 *** |
| β_2 oc2 | -2,529255 *** | -4,738034 *** | -5,765926 *** |
| β_6 vta | 0,206566 *** | 0,181858 *** | 0,203934 *** |
| β_7 deudaajust | -0,095226 *** | -0,107823 *** | -0,083387 *** |
| β_8 intact | -0,76263 *** | -0,796429 *** | -0,756809 *** |
| β_9 lag (roaajust, 1) | 0,151835 *** | 0,136053 *** | 0,142878 *** |
| β_{10} lag (Qajust, 1) | 0,05718 *** | 0,063462 *** | 0,068409 *** |
| β_4 pfondo:oc | -0,074234 | | |
| β_5 pfondo:oc2 | 0,10904 | | |
| β_4 pplan:oc | | -5,858843 *** | |
| β_5 pplan:oc2 | | 8,440918 *** | |
| β_4 pseguros:oc | | | -0,883131 |
| β_5 pseguros:oc2 | | | -0,762152 |
| Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 | | | |
| Sargan | 55,46724 (0,15989) | 56,55832 (0,13684) | 53,46832 (0,20933) |
| Autocorrelation (1) | -1,607422 (0,053981) | -1,642885 (0,050203) | -1,650197 (0,049451) |
| Autocorrelation (2) | 0,9126775 (0,18071) | 1,000739 (0,15848) | 0,899192 (0,18428) |
| Wald for coefficients: | 4534,355 (-) | 5804,142 (-) | 4160,625 (-) |
| Wald for time dummies: | 874,3065 (-) | 922,322 (-) | 608,8216 (-) |

Fuente: elaboración propia

Por último, cabe destacar también las relaciones encontradas entre la presencia accionarial de los diversos tipos de inversores institucionales y el valor de las empresas analizadas. En el caso de los planes de pensiones y compañías de seguros existe una relación positiva ($\hat{\beta}_3 > 0$), aspecto que evidencia lo comentado previamente sobre la eficacia del inversor institucional como mecanismo de control.

Gráfico 7: relación concentración de propiedad / ROA ajustada, en presencia de diversos tipos de inversores institucionales



Fuente: elaboración propia

Continuando con el análisis de H4, se ha analizado también la posible diferencia existente entre inversores domésticos y extranjeros en su efecto sobre la relación entre la concentración de propiedad y el valor de las empresas analizadas. Así, las tablas 44 y 45 muestran los resultados de los análisis realizados con las variables Q y ROA como

dependientes, respectivamente, mientras que los gráficos 8 y 9 ilustran de una forma visual dichos datos.

Los resultados obtenidos refuerzan en ambos casos la comentada heterogeneidad de la inversión institucional, en línea con los diversos análisis que se han obtenido tanto en esta hipótesis como a lo largo del conjunto de la tesis. Analizando la tabla 44, donde el ratio Q ajustado sectorialmente es utilizado como variable dependiente, cabe destacar la divergencia obtenida en función del origen geográfico del inversor institucional. Así, mientras que los inversores domésticos cumplen con los postulados planteados en la hipótesis ($\hat{\beta}_4 < 0$ y $\hat{\beta}_5 > 0$), los extranjeros presentan resultados totalmente opuestos ($\hat{\beta}_7 > 0$ y $\hat{\beta}_8 < 0$). La presencia accionarial de los inversores institucionales domésticos se asocia con una menor relación positiva entre la concentración de propiedad y el valor de aquellas empresas participadas. Tal como se ha comentado en anteriores ocasiones, dicha presencia accionarial parece infundir confianza suficiente al resto de inversores, siendo menor el efecto positivo de la concentración de propiedad en el valor de las empresas participadas. De manera adicional, en niveles elevados de concentración de propiedad, la presencia accionarial de dichos inversores domésticos minora el denominado “efecto expropiación”, reforzando el planteamiento de la hipótesis de complementariedad entre ambos mecanismos de control.

La presencia accionarial de los inversores institucionales extranjeros presenta, en cambio, resultados opuestos. En este caso, dicha presencia accionarial intensifica la relación existente entre la concentración de propiedad y el valor de aquellas empresas participadas ($\hat{\beta}_7 > 0$ y $\hat{\beta}_8 < 0$, tal como se ha comentado previamente). Así, la concentración de propiedad cobra mayor importancia en presencia de estos inversores, alejándose, por lo tanto, los resultados obtenidos de la hipótesis planteada.

Tabla 44: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q, en función del sesgo geográfico de los inversores institucionales.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + pesp_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + pint_{it} * (\beta_6 + \beta_7 oc_{it} + \beta_8 oc^2_{it}) + \beta_{k=9}^{13} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------------|------------|------------|---------|-----------|-----|
| β_3 pesp | 0.1751436 | 0.1274253 | 1.3745 | 0.1692925 | |
| β_6 pint | -0.0635464 | 0.0904257 | -0.7027 | 0.4822134 | |
| β_1 oc | 5.0088068 | 0.8177173 | 6.1254 | 9.048e-10 | *** |
| β_2 oc2 | -5.2270925 | 0.8160538 | -6.4053 | 1.500e-10 | *** |
| β_9 vta | -0.0741813 | 0.0144303 | -5.1407 | 2.737e-07 | *** |
| β_{10} deudaajust | 0.0246220 | 0.0039429 | 6.2446 | 4.250e-10 | *** |
| β_{11} intact | -1.0993208 | 0.1894718 | -5.8020 | 6.552e-09 | *** |
| β_{12} lag(roaajust, 1) | -0.0014405 | 0.0063647 | -0.2263 | 0.8209463 | |
| β_{13} lag(Qajust, 1) | 0.2982277 | 0.0049813 | 59.8699 | < 2.2e-16 | *** |
| β_4 pesp:oc | -1.8706818 | 0.7480544 | -2.5007 | 0.0123938 | * |
| β_7 pint:oc | 2.5660619 | 0.6709661 | 3.8244 | 0.0001311 | *** |
| β_5 pesp:oc2 | 1.9134263 | 0.8696398 | 2.2003 | 0.0277891 | * |
| β_8 pint:oc2 | -5.5650452 | 0.9755733 | -5.7044 | 1.168e-08 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 57.15179 (p.value=0.12541)

Autocorrelation test (1): normal = -2.091628 (p.value=0.018236)

Autocorrelation test (2): normal = -1.155086 (p.value=0.12403)

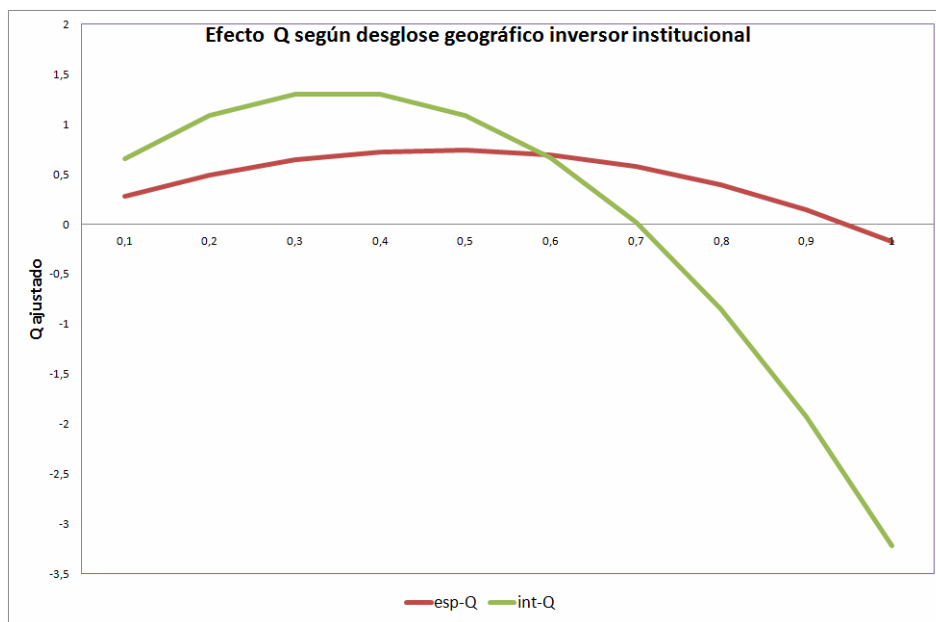
Wald test for coefficients: chisq(13) = 10042.21 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 977.7897 (p.value=< 2.22e-16)

Por otra parte, resulta especialmente interesante también el análisis del efecto de la mera presencia accionarial de dichos inversores en el valor de las empresas de la muestra. En el caso de los inversores institucionales domésticos, dicho efecto es positivo ($\hat{\beta}_3 > 0$), mientras que, en el caso de los extranjeros, dicho efecto es negativo ($\hat{\beta}_6 < 0$). No obstante, cabe reseñar que en ambos casos, las relaciones encontradas carecen de significancia estadística, especialmente en el caso de los inversores extranjeros.

En el siguiente gráfico se ilustra lo comentado hasta el momento sobre las diferencias entre dichos inversores institucionales domésticos y extranjeros.

Gráfico 8: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en función de sesgo geográfico de inversores institucionales



Fuente: elaboración propia.

Pasando a los resultados mostrados en la tabla 45 (ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente), cabe destacar una vez más el concepto de heterogeneidad del inversor institucional, aunque los resultados obtenidos son contrarios a los presentados en la tabla anterior (mismo análisis usando el ratio Q ajustado sectorialmente en vez del rendimiento operativo). Así, en esta ocasión quien cumple con los postulados marcados en la hipótesis es el inversor extranjero ($\hat{\beta}_7 < 0$ y $\hat{\beta}_8 > 0$), mientras que los coeficientes estimados de las variables de interacción entre la presencia accionarial de los inversores domésticos y la concentración de propiedad (tanto oc como oc^2) carecen de validez estadística. No obstante, en este caso es importante analizar también el gráfico 9, donde se muestra la relación entre la concentración de propiedad y el valor de aquellas empresas participadas por los inversores domésticos y extranjeros. Resulta especialmente interesante la línea correspondiente a los inversores extranjeros, relación difícilmente defendible desde el lado teórico. Ello invita a mantener cierta cautela respecto a los resultados presentados en la tabla 45.

En último lugar respecto a los resultados de la citada tabla, cabe destacar, en línea con lo realizado hasta el momento, las relaciones encontradas entre la mera presencia de la inversión institucional y el valor de las empresas analizadas. En ambos casos la relación es positiva y estadísticamente significativa ($\hat{\beta}_3, \hat{\beta}_6 > 0$), en línea con lo encontrado para el conjunto de los inversores institucionales (véase tabla 41 dentro de esta hipótesis y tabla 11 dentro de H1), reforzando la idea de inversor institucional eficaz en su papel de mecanismo de control al equipo directivo en determinados entornos.

Tabla 45: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en función del sesgo geográfico de los inversores institucionales.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + pesp_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + pint_{it} * (\beta_6 + \beta_7 oc_{it} + \beta_8 oc^2_{it}) + \beta_{k=9}^{13} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------------|------------|------------|----------|-----------|-----|
| β_3 pesp | 0.2103867 | 0.0824243 | 2.5525 | 0.0107 | * |
| β_6 pint | 0.3837535 | 0.0653687 | 5.8706 | 4.342e-09 | *** |
| β_1 oc | 4.1715215 | 0.2196217 | 18.9941 | < 2.2e-16 | *** |
| β_2 oc2 | -4.2057587 | 0.2100188 | -20.0256 | < 2.2e-16 | *** |
| β_9 vta | 0.1931978 | 0.0115447 | 16.7348 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{10} deudaajust | -0.0920764 | 0.0100759 | -9.1383 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{11} intact | -0.6273186 | 0.1464793 | -4.2826 | 1.847e-05 | *** |
| β_{12} lag(roaajust, 1) | 0.1549428 | 0.0065844 | 23.5320 | < 2.2e-16 | *** |
| β_{13} lag(Qajust, 1) | 0.0617435 | 0.0059598 | 10.3600 | < 2.2e-16 | *** |
| β_4 pesp:oc | 0.0490068 | 0.4494174 | 0.1090 | 0.9132 | |
| β_7 pint:oc | -3.2520682 | 0.3684927 | -8.8253 | < 2.2e-16 | *** |
| β_5 pesp:oc2 | -0.8342665 | 0.6062303 | -1.3762 | 0.1688 | |
| β_8 pint:oc2 | 4.4475515 | 0.4554526 | 9.7651 | < 2.2e-16 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 53.46835 (p.value=0.20933)

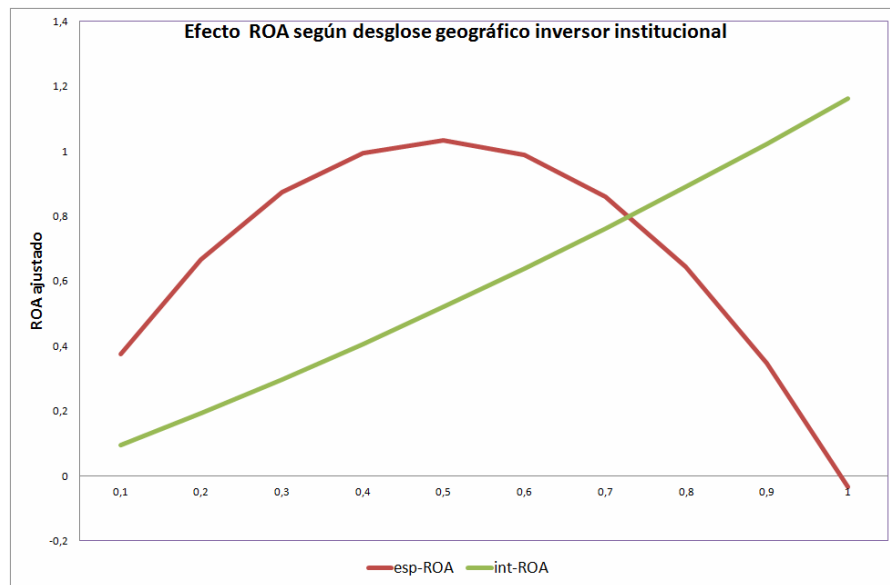
Autocorrelation test (1): normal = -1.617673 (p.value=0.052867)

Autocorrelation test (2): normal = 0.929986 (p.value=0.17619)

Wald test for coefficients: chisq(13) = 5999.085 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 920.4796 (p.value=< 2.22e-16)

Gráfico 9: relación concentración de propiedad / ROA ajustada, en función de sesgo geográfico de inversores institucionales



Fuente: elaboración propia.

Por último, y para terminar con el análisis de esta cuarta hipótesis, se incorporan al modelo la presencia accionarial de dos de los principales tipos de accionistas existentes en las empresas analizadas, los grupos familiares y la banca. Este nuevo análisis se realiza siguiendo la línea marcada por Thomsen y Pedersen (2000) en su ya comentado trabajo basado en empresas europeas, aunque la hipótesis planteada, tal como se ha comentado previamente, se aleje del enfoque de dichos autores. Los resultados obtenidos de la estimación de estos modelos se muestran en las tablas 46 y 47, el primero con la variable Q de Tobin como variable dependiente y el segundo con el rendimiento operativo, ambos ajustados sectorialmente.

Comenzando con los resultados mostrados en la tabla 46, cabe destacar en primer lugar que ninguno de los tres tipos de accionistas analizados cumple con lo planteado en la hipótesis. El inversor institucional es quizás el que más se acerca atendiendo al coeficiente estimado de la interacción entre la presencia accionarial del inversor institucional y la concentración de propiedad *oc* ($\hat{\beta}_4 < 0$), aunque dicho coeficiente carece de significancia estadística. El aspecto más relevante de los resultados obtenidos viene del lado de los grupos familiares. Atendiendo a los

coeficientes estimados de las variables de interacción, $\hat{\beta}_7 > 0$ y $\hat{\beta}_8 < 0$, ambos estadísticamente significativos, cabe destacar que la presencia accionarial de los grupos familiares intensifica la relación existente entre la concentración de propiedad y el valor de aquellas empresas con presencia de este tipo de inversores. Ello se muestra de manera clara en el gráfico 10. Especial mención merece el mayor “efecto expropiación” que sugieren los resultados, aspecto totalmente en línea con Jara-Bertin et al (2008), los cuales atribuyen a la propiedad familiar una especial disposición a expropiar valor a costa de los accionistas minoritarios. Por otra parte, pasando a la banca, los resultados obtenidos no son del todo concluyentes, especialmente si se tiene en cuenta la relación mostrada en el gráfico 10, con escaso encaje en la literatura existente, tal como se ha comentado previamente en casos similares.

Cabe reseñar también el nivel alcanzado por el test de Sargan, no rechazando la hipótesis nula de no correlación con una probabilidad crítica del 0,074%.

Por otra parte, resulta especialmente interesante el análisis de los coeficientes estimados de las variables de participación accionarial de los tipos de inversores analizados. Dichos resultados muestran únicamente a los inversores institucionales afectando positivamente al valor de las empresas analizadas mediante su presencia accionarial. Estos resultados se encuentran totalmente en línea con los obtenidos por Thomsen y Pedersen (2000) en su comentado estudio basado en una muestra de empresas europeas. A pesar de los débiles resultados obtenidos en H1, la inversión institucional sale reforzada en este análisis, en comparación al menos con el resto de inversores analizados. El gráfico 10 ilustra de manera adecuada esta última idea, combinando dichos inversores con la concentración de propiedad.

Tabla 46: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio Q, en presencia de diversos tipos de inversores.

$$Qajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + piic_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + pfam_{it} * (\beta_6 + \beta_7 oc_{it} + \beta_8 oc^2_{it}) + pbanca_{it} * (\beta_9 + \beta_{10} oc_{it} + \beta_{11} oc^2_{it}) + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) | |
|-------------------------------|------------|------------|---------|-----------|-----|
| β_3 piic | 0.3005590 | 0.1072229 | 2.8031 | 0.0050610 | ** |
| β_6 pfam | -0.5573075 | 0.1555958 | -3.5818 | 0.0003413 | *** |
| β_9 pbanca | -0.4375981 | 0.0979616 | -4.4670 | 7.931e-06 | *** |
| β_1 oc | 3.6485034 | 1.2397829 | 2.9429 | 0.0032520 | ** |
| β_2 oc2 | -3.1963175 | 1.3865577 | -2.3052 | 0.0211544 | * |
| β_{12} vta | -0.0836712 | 0.0159105 | -5.2589 | 1.450e-07 | *** |
| β_{13} deudaajust | 0.0315562 | 0.0073014 | 4.3219 | 1.547e-05 | *** |
| β_{14} intact | -0.7751504 | 0.1768369 | -4.3834 | 1.168e-05 | *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | 0.0152876 | 0.0066135 | 2.3116 | 0.0208012 | * |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.3111499 | 0.0059384 | 52.3961 | < 2.2e-16 | *** |
| β_4 piic:oc | -1.1080839 | 0.7076320 | -1.5659 | 0.1173711 | |
| β_7 pfam:oc | 4.2637786 | 1.0990807 | 3.8794 | 0.0001047 | *** |
| β_{10} pbanca:oc | -0.9841948 | 0.5464937 | -1.8009 | 0.0717145 | . |
| β_5 piic:oc2 | -0.2912605 | 0.9589937 | -0.3037 | 0.7613452 | |
| β_8 pfam:oc2 | -5.6593667 | 1.2529420 | -4.5169 | 6.276e-06 | *** |
| β_{11} pbanca:oc2 | 2.9741552 | 0.6736918 | 4.4147 | 1.011e-05 | *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 60.55188 (p.value=0.073621)

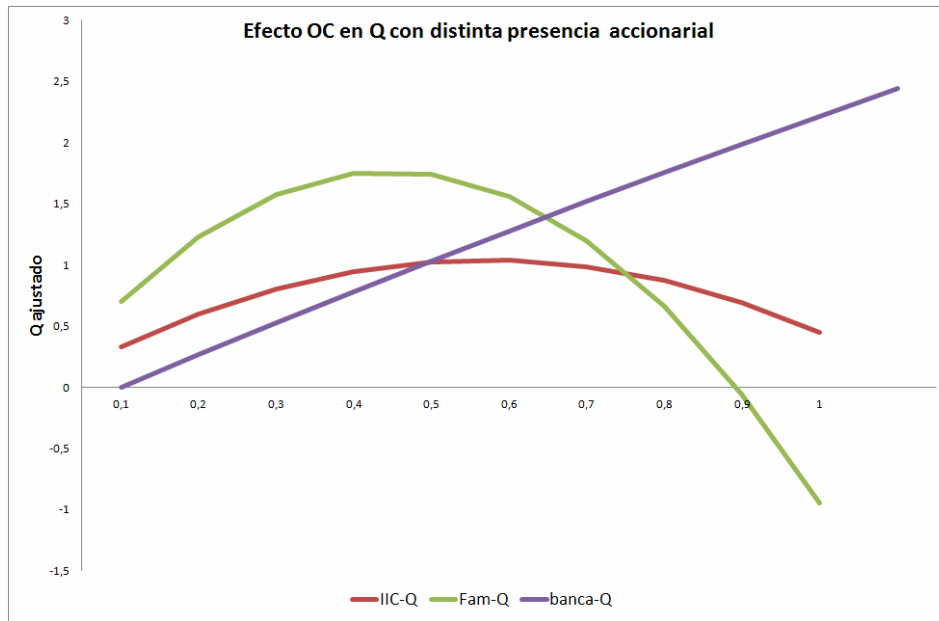
Autocorrelation test (1): normal = -2.072997 (p.value=0.019086)

Autocorrelation test (2): normal = -1.197938 (p.value=0.11547)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 10152.99 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 712.6685 (p.value=< 2.22e-16)

Gráfico 10: relación concentración de propiedad / Q ajustada, en presencia de diversos tipos de accionistas.



Fuente: elaboración propia

Pasando al análisis de los resultados mostrados en la tabla 47 (ratio ROA ajustado sectorialmente como variable dependiente), cabe destacar la falta de significancia estadística de los coeficientes estimados de ambas variables de concentración de propiedad, $\hat{\beta}_1$ y $\hat{\beta}_2$, además del signo propiamente dicho del segundo de los coeficientes, ($\hat{\beta}_2 > 0$), totalmente contrario a lo señalado en la literatura existente y a lo obtenido en la estimación de anteriores modelos. Estos resultados dejan sin ningún tipo de relevancia análisis posteriores, dado que no se puede afirmar, en primer lugar, la validez de la concentración de propiedad como mecanismo de control, al menos, en línea con lo establecido en la literatura. Por ello, no se analizan el resto de resultados obtenidos relacionados con lo planteado en la hipótesis. En cuanto a la relación entre la participación accionarial de los citados inversores y el valor de las empresa analizadas, únicamente la banca muestra relevancia estadística, impactando positivamente su presencia accionarial en el rendimiento de las empresas analizadas ($\hat{\beta}_9 > 0$).

Tabla 47: efecto de la concentración de propiedad en el valor de las empresas, medido a través del ratio ROA, en presencia de diversos tipos de inversores.

$$roaajust_{it} = \alpha + \beta_1 oc_{it} + \beta_2 oc^2_{it} + piic_{it} * (\beta_3 + \beta_4 oc_{it} + \beta_5 oc^2_{it}) + pfam_{it} * (\beta_6 + \beta_7 oc_{it} + \beta_8 oc^2_{it}) + pbanca_{it} * (\beta_9 + \beta_{10} oc_{it} + \beta_{11} oc^2_{it}) + \beta_{k=12}^{16} X_{it}^k + v_{it}$$

Unbalanced Panel: n=79, T=6-11, N=841

Number of Observations Used: 683

Coefficients

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|-------------------------------|------------|------------|---------|---------------|
| β_3 piic | -0.0408241 | 0.0508954 | -0.8021 | 0.422485 |
| β_6 pfam | 0.0868917 | 0.0753736 | 1.1528 | 0.248987 |
| β_9 pbanca | 0.1327360 | 0.0550433 | 2.4115 | 0.015888 * |
| β_1 oc | 0.0912924 | 0.9708650 | 0.0940 | 0.925084 |
| β_2 oc2 | 0.8814369 | 1.1733519 | 0.7512 | 0.452525 |
| β_{12} vta | 0.2058473 | 0.0125672 | 16.3797 | < 2.2e-16 *** |
| β_{13} deudaajust | -0.0977607 | 0.0112605 | -8.6817 | < 2.2e-16 *** |
| β_{14} intact | -0.5794546 | 0.1297480 | -4.4660 | 7.970e-06 *** |
| β_{15} lag(roaajust, 1) | 0.1695591 | 0.0090336 | 18.7699 | < 2.2e-16 *** |
| β_{16} lag(Qajust, 1) | 0.0502565 | 0.0061014 | 8.2369 | < 2.2e-16 *** |
| β_4 piic:oc | 0.8913723 | 0.2779866 | 3.2065 | 0.001343 ** |
| β_7 pfam:oc | 1.1687995 | 0.8120056 | 1.4394 | 0.150038 |
| β_{10} pbanca:oc | -1.9589868 | 0.3125340 | -6.2681 | 3.655e-10 *** |
| β_5 piic:oc2 | -1.1052847 | 0.3786605 | -2.9189 | 0.003512 ** |
| β_8 pfam:oc2 | -2.6749953 | 1.0345908 | -2.5856 | 0.009722 ** |
| β_{11} pbanca:oc2 | 2.8900573 | 0.3492332 | 8.2754 | < 2.2e-16 *** |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Sargan Test: chisq(46) = 50.17992 (p.value=0.31125)

Autocorrelation test (1): normal = -1.614889 (p.value=0.053167)

Autocorrelation test (2): normal = 0.9317369 (p.value=0.17574)

Wald test for coefficients: chisq(16) = 4457.162 (p.value=< 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(9) = 1281.431 (p.value=< 2.22e-16)

Por último, y en línea con lo realizado en las hipótesis anteriores, se resumen a continuación las principales conclusiones obtenidas del conjunto de análisis realizados, terminando este apartado con un cuadro resumen de las diferentes relaciones encontradas en el conjunto de modelos estimados:

- ✓ Las empresas analizadas confirman en el período de estudio abarcado la habitual relación no lineal entre la concentración de propiedad y el valor de dichas empresas.
- ✓ Se acepta la hipótesis planteada, sugiriendo que la presencia accionarial del inversor institucional es señal suficiente para el resto de inversores acerca del control hacia el equipo directivo, no siendo tan relevante una mayor concentración de propiedad.
- ✓ El concepto de heterogeneidad del inversor institucional sale totalmente reforzado de esta hipótesis, siendo los planes de pensiones los que cumplen con la complementariedad planteada entre mecanismos de control.
- ✓ El análisis en función del origen geográfico del inversor institucional refuerza al inversor doméstico como mecanismo sustitutivo de la concentración de propiedad, especialmente analizando el valor de la empresa desde el lado del ratio Q de Tobin.
- ✓ Introduciendo diferentes tipos de inversores en el análisis, el aspecto más determinante es la presencia accionarial de los grupos familiares. Dichos inversores intensifican la relación existente entre concentración de propiedad y valor de las empresas participadas, siendo especialmente relevante el mayor “efecto expropiación” sugerido por los resultados obtenidos.
- ✓ La inversión institucional sale reforzada frente a estos inversores en su papel de mecanismo de control, afectando positivamente al valor de las empresas analizadas.

Cuadro 21: resumen relaciones H4.

| Variables independientes | Variables dependientes | | | |
|--|------------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | Qajust | | roajust | |
| | Relación esperada | Relación real | Relación esperada | Relación real |
| Concentración de propiedad | + | + | + | + |
| Concentración de propiedad al cuadrado | - | - | - | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>iic</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | - | + | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>iic</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | +(*) | + | + |
| Interacción entre presencia accionarial <i>fam</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | + | + | +(*) |
| Interacción entre presencia accionarial <i>fam</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | - | + | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>banca</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | - | + | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>banca</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | + | + | + |
| Interacción entre presencia accionarial <i>fondo</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | -(*) | + | -(*) |
| Interacción entre presencia accionarial <i>fondo</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | - | + | +(*) |
| Interacción entre presencia accionarial <i>plan</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | - | + | - |
| Interacción entre presencia accionarial <i>plan</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | +(*) | + | + |
| Interacción entre presencia accionarial <i>seguros</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | - | + | -(*) |
| Interacción entre presencia accionarial <i>seguros</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | +(*) | + | -(*) |
| Interacción entre presencia accionarial inversor doméstico <i>esp</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | - | + | +(*) |
| Interacción entre presencia accionarial inversor doméstico <i>esp</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | + | + | -(*) |
| Interacción entre presencia accionarial inversor extranjero <i>int</i> y concentración de propiedad <i>oc</i> | + | + | + | - |
| Interacción entre presencia accionarial inversor extranjero <i>int</i> y concentración de propiedad <i>oc2</i> | + | - | + | + |

(*) estadísticamente no significativo

Fuente: elaboración propia.

7 CONCLUSIONES

Este apartado de conclusiones cierra la tesis, mostrando, tal como su título indica, las principales conclusiones obtenidas a lo largo de la misma, especialmente desde la perspectiva de los objetivos planteados en la parte inicial de este trabajo. Además de las citadas conclusiones, cabe destacar también la incorporación en este apartado de las limitaciones que se han tenido a lo largo de la tesis, principalmente en la parte empírica, de las implicaciones que este trabajo pueda tener tanto en el ámbito académico como empresarial y de las futuras líneas de investigación que den continuidad, completando lo analizado en esta tesis.

7.1 Introducción

Esta tesis gira en torno a la inversión institucional como mecanismo de control al equipo directivo dentro de un marco de relaciones de agencia. Adam Smith, hace ya más de 200 años, mostraba sus dudas sobre la actuación de los directivos en aquellas empresas con propiedad compartida. Dichas dudas se mantienen hoy en día a pesar del conjunto de trabajos académicos enfocados a la búsqueda del mecanismo óptimo de reducir los costes de agencia provenientes, principalmente, de la disparidad de intereses entre propietario y equipo directivo. Entre aquellos mecanismos analizados en la literatura, la presencia accionarial del inversor institucional ha cobrado relevancia últimamente, especialmente en el mundo anglosajón. En líneas generales, se considera al inversor institucional como un inversor especializado, con mayor información que el resto de los inversores (Tong y Ning, 2004), y con capacidad y motivación suficientes para controlar al equipo directivo de las empresas en las que participa (Gillan y Starks, 2003), tal como se ha comentado a lo largo de la tesis. En esta línea, Thomsen y Pedersen (2000) se refieren a los inversores institucionales como inversores especializados, cuyos objetivos se encuentran ligados a la creación de valor en las empresas. Adicionalmente, se ha analizado también la interrelación de la inversión institucional con otros mecanismos de control, en concreto, con el endeudamiento, los dividendos y la concentración de propiedad, mecanismos habitualmente analizados en la literatura (Denis y McConnell, 2003). Esta interrelación entre mecanismos, tal como se ha visto previamente, apenas se ha analizado en la literatura existente, aspecto que ha

tratado de cubrir el presente trabajo tanto desde el lado teórico como empírico a través de las hipótesis 2, 3 y 4. La cada vez mayor presencia accionarial de los inversores institucionales en las compañías cotizadas españolas requiere también por parte del mundo académico, el análisis de las características y comportamiento de dicho inversor, ofreciendo ciertas pautas para un mejor desarrollo del gobierno corporativo en las empresas cotizadas, aspecto que se ha analizado en la primera de las hipótesis. Las peculiaridades que presenta el gobierno corporativo español, situándose entre los dos modelos principales existentes (Aguilera, 2005), tal como se ha comentado en el apartado correspondiente, dan una mayor relevancia al estudio del efecto de la inversión institucional en la vida empresarial

Por otra parte, cabe destacar también la metodología de interacciones utilizada en las diversas hipótesis, especialmente en H2 y H3, donde se ha planteado una triple interacción, conjungando en el análisis la presencia del inversor institucional, las oportunidades de crecimiento y la deuda y los dividendos respectivamente, aspecto especialmente novedoso en la literatura existente.

Los resultados obtenidos, al margen del cumplimiento o no de las hipótesis planteadas, evidencian de forma clara la validez del carácter heterogéneo del inversor institucional, aspecto destacado en la parte teórica del presente trabajo. Ello debería replantear, tal como se comentará posteriormente, el enfoque de los futuros trabajos en torno a la inversión institucional, al menos, aquellos enfocados en España o en países de similar gobierno corporativo.

7.2 Conclusiones

Las principales conclusiones obtenidas en esta tesis, en base a los objetivos planteados inicialmente, son las siguientes:

Objetivo específico 1: análisis de las principales características del gobierno corporativo en España, así como su evolución a lo largo de los últimos años.

El tercer capítulo de esta tesis recoge las principales características del gobierno corporativo español, tanto desde un enfoque normativo (desarrollo de los diversos códigos de buen gobierno) como desde el análisis de la presencia en el marco

empresarial español de los diversos mecanismos de control definidos en la literatura bajo un escenario de costes de agencia.

La primera conclusión relevante radica en la peculiaridad del gobierno corporativo español. Diversos autores (Aguilera, 2005; Tribo et al, 2007) sitúan a la misma en una especie de transición desde un modelo totalmente interno a un modelo anglosajón, aspecto destacado también por el conocido como informe Aldama.

Por otra parte, cabe destacar dentro de este primer objetivo el carácter autorregulatorio de los diversos códigos de buen gobierno corporativo establecidos en los últimos años. Dicho enfoque de autorregulación se encuentra cercano a la práctica anglosajona en esta materia.

Por último, dentro del análisis de los diversos mecanismos de control existentes, cabe destacar la importancia o mayor desarrollo de los mecanismos internos, especialmente el uso de la estructura de propiedad como mecanismo de reducción de los potenciales costes de agencia existentes.

Objetivo específico 2: desarrollo de un modelo general de relación entre la citada presencia accionarial de la inversión institucional y el valor de las empresas participadas. Dicho valor se medirá desde dos ámbitos, por un lado, el ámbito bursátil a través del ratio Q de Tobin y, por otro lado, el ámbito contable a través del ratio ROA.

La principal conclusión radica en la heterogeneidad del inversor institucional. A pesar de que a nivel general no se han conseguido resultados satisfactorios, el desglose del inversor institucional ofrece posiblemente los resultados más interesantes. A nivel general, la mera presencia accionarial del inversor institucional se relaciona positivamente con el rendimiento operativo de las empresas analizadas, sugiriendo cierta eficacia en su papel como mecanismo de control al equipo directivo. Existe también una relación positiva analizando el grado de participación accionarial de dichos inversores, pero en este caso, únicamente con el valor un año más tarde de las empresas analizadas. Estos resultados, en cambio, no se mantienen para los distintos tipos de inversores institucionales analizados, únicamente los planes de pensiones presentan resultados acordes a la naturaleza de mecanismo eficaz de control en un entorno de relaciones de agencia. Esto último deja claro el carácter heterogéneo del inversor

institucional, aspecto muy trabajado en la literatura a nivel teórico, pero sin demasiados avances a nivel empírico.

En las conclusiones de este objetivo segundo cabe recordar los aspectos que previamente se han destacado en la parte empírica a modo de resumen del análisis referente a la primera de las hipótesis. Dichos aspectos son los siguientes:

- ✓ La eficacia de la inversión institucional como mecanismo de control al equipo directivo se constata únicamente incorporando el retardo de un año a la participación accionarial. La mera presencia accionarial de dicho inversor no ofrece resultados concluyentes en su relación con el valor de las empresas participadas.
- ✓ Desglosando la inversión institucional por tipos de inversores, cabe destacar la positiva relación de los planes de pensiones con el valor de las empresas participadas. Dicha supremacía respecto al resto de inversores institucionales se mantiene también incorporando el retardo de un año a dicha participación accionarial.
- ✓ Continuando con dicho desglose, las compañías de seguros son las que, atendiendo a su naturaleza de inversores susceptibles a la presión del equipo directivo, peores resultados muestran como mecanismo de control. No obstante, dicha situación mejora incorporando el citado retardo de un año en el análisis, sugiriendo que el conjunto de los inversores necesita tiempo para interiorizar las bondades de las compañías de seguros en su papel de mecanismo de control al equipo directivo.
- ✓ A nivel general no se aprecian excesivas diferencias entre inversores institucionales domésticos y extranjeros. No obstante, la supremacía de los primeros como mecanismo de control es evidente en el caso de las empresas de pequeña capitalización. Los inversores extranjeros presentan, en cambio, mejores resultados en el caso de las empresas de mediana capitalización.

- ✓ El posicionamiento de los inversores institucionales en las empresas de elevada capitalización parece lastrar a los mismos en el análisis conjunto de mecanismo de control eficaz ante el equipo directivo.

Los resultados obtenidos suponen un claro avance a nivel empírico, subrayando la importancia del análisis desglosado de la inversión institucional, aspecto que se podría trasladar a los análisis a realizar en otros países.

Objetivo específico 3: análisis de la interrelación existente entre la inversión institucional y el resto de mecanismos de control, especialmente aquellos con mayor presencia en el gobierno corporativo español, léase, concentración de propiedad, endeudamiento y política de dividendo.

Los diversos análisis realizados tendentes al cumplimiento de este tercer objetivo evidencian también la importancia del carácter heterogéneo del inversor institucional. Aparte de ello, la principal conclusión radica en la relación de complementariedad que el inversor institucional presenta con el resto de mecanismos de control analizados, cumpliendo con las hipótesis planteadas al respecto, excepto para el caso de los dividendos. Así, en el caso de la concentración de propiedad, la presencia accionarial del inversor institucional lanza una señal de confianza al resto de inversores, siendo menos relevante una mayor concentración de propiedad para controlar al equipo directivo. Parecida conclusión se obtiene desde el lado de la deuda. En este caso, siempre en un entorno de escasas oportunidades de crecimiento, la presencia del inversor institucional sería también señal suficiente para el resto de inversores acerca de la ausencia de costes de agencia derivados de un inadecuado uso del flujo libre de caja por parte del equipo directivo. De esta manera, el uso de la deuda pierde relevancia en estas empresas. No obstante, dichos resultados no se mantienen con el conjunto de los inversores institucionales. Así, en el caso de la deuda, los fondos de inversión destacan frente al resto, mientras que los planes de pensiones muestran su supremacía en el resto de casos.

Al igual que lo realizado en el objetivo específico anterior, cabe recordar los puntos destacados a modo de resumen del análisis empírico realizado en las hipótesis

H2, H3 y H4. Así, en el caso de H2, las principales conclusiones obtenidas en torno a la relación entre la deuda y el inversor institucional son las siguientes:

- ✓ Se confirma en las empresas analizadas la doble cara de la deuda según las oportunidades de crecimiento. Existe una relación positiva entre deuda y valor de las empresas con escasas oportunidades de crecimiento, mientras que dicha relación se torna negativa en abundancia de oportunidades de crecimiento.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento desempeñan también un papel diferencial en el caso de la relación entre los inversores institucionales y el valor de las empresas analizadas, variando según el tipo de inversor.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento son también un factor determinante en el valor de las empresas analizadas. El impacto es positivo en el caso de elevadas oportunidades de crecimiento, negativo, en cambio, en el caso de escasas oportunidades de crecimiento.
- ✓ En aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento, la presencia accionarial del inversor institucional minora la relación positiva entre la deuda y el valor de las empresas analizadas, validándose por lo tanto la hipótesis planteada.
- ✓ Los fondos de inversión, dentro de los diferentes tipos de inversores institucionales, son los que mayormente contribuyen al cumplimiento del punto anterior.
- ✓ Atendiendo al desglose geográfico, la presencia de los inversores institucionales domésticos en las empresas con escasas oportunidades de crecimiento minora la relación positiva entre la deuda y el valor de dichas empresas, aspecto, en cambio, estadísticamente no significativo para el caso de los inversores extranjeros.
- ✓ En el caso de las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, la presencia de la inversión institucional se asocia con un menor “efecto infrainversión” de la deuda.

Respecto a H3, se muestran a continuación las principales conclusiones obtenidas en torno a la relación entre los dividendos y la inversión institucional:

- ✓ Existe cierta semejanza de los dividendos y de la deuda en el papel de mecanismo de control en ausencia de oportunidades de crecimiento, aunque únicamente en el caso del rendimiento operativo como indicador de valor de las empresas analizadas.
- ✓ Se rechaza la hipótesis planteada de sustitución de los dividendos y la inversión institucional en su papel de mecanismo de control.
- ✓ Dentro de la inversión institucional, los fondos de inversión serían la causa más evidente del rechazo de la hipótesis planteada.
- ✓ Los planes de pensiones y las compañías de seguros, en cambio, si minoran la relación positiva existente entre los dividendos y el valor de aquellas empresas con escasas oportunidades de crecimiento.
- ✓ Dentro del desglose geográfico, solo los inversores domésticos cumplen con lo planteado en la hipótesis.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento, al igual que en el caso de la deuda, desempeñan también un papel diferencial en el caso de la relación entre los inversores institucionales y el rendimiento de las empresas analizadas, variando según el tipo de inversor.
- ✓ Las oportunidades de crecimiento son también un factor determinante en el valor de las empresas analizadas. El impacto es positivo en el caso de elevadas oportunidades de crecimiento, negativo, en cambio, en el caso de escasas oportunidades de crecimiento.

Por último, para terminar con las principales conclusiones obtenidos en torno al objetivo específico tercero, se muestran a continuación las conclusiones obtenidas en el análisis de la cuarta de las hipótesis, hipótesis que relaciona la concentración de propiedad con la inversión institucional:

- ✓ Las empresas analizadas confirman en el período de estudio abarcado la habitual relación no lineal entre la concentración de propiedad y el valor de dichas empresas.
- ✓ Se acepta la hipótesis planteada, sugiriendo que la presencia accionarial del inversor institucional es señal suficiente para el resto de inversores acerca del control hacia el equipo directivo, no siendo tan relevante una mayor concentración de propiedad.
- ✓ El concepto de heterogeneidad del inversor institucional sale totalmente reforzado de esta hipótesis, siendo los planes de pensiones los que cumplen con la complementariedad planteada entre mecanismos de control.
- ✓ El análisis en función del origen geográfico del inversor institucional refuerza al inversor doméstico como mecanismo sustitutivo de la concentración de propiedad, especialmente analizando el valor de la empresa desde el lado del ratio Q de Tobin.
- ✓ Introduciendo diferentes tipos de inversores en el análisis, el aspecto más determinante es la presencia accionarial de los grupos familiares. Dichos inversores intensifican la relación existente entre concentración de propiedad y valor de las empresas participadas, siendo especialmente relevante el mayor “efecto expropiación” sugerido por los resultados obtenidos.
- ✓ La inversión institucional sale reforzada frente a estos inversores en su papel de mecanismo de control, afectando positivamente al valor de las empresas analizadas.

En este punto, cabe reseñar también la importancia de los resultados obtenidos. Por un lado, a nivel teórico, dichos resultados implican la necesidad de analizar conjuntamente la inversión institucional con otros mecanismos de control, aspecto necesario para entender el funcionamiento de dichos inversores dentro del marco de las relaciones de agencia. Por otra parte, a nivel empírico, los resultados obtenidos evidencian la comentada importancia del análisis desglosado del inversor institucional, aspecto que se mantiene también con la incorporación al análisis de otros mecanismos

de control. Sumamente importante es también la relevancia de las oportunidades de crecimiento en todo análisis que incorpore a la deuda dentro del marco de las relaciones de agencia.

El cumplimiento del conjunto de los citados objetivos específicos nos ha llevado al cumplimiento también del objetivo general marcado al comienzo de la tesis.

Objetivo general: análisis, dentro del gobierno corporativo español, de la inversión institucional como mecanismo de control más eficiente y su efecto positivo en la generación de valor en las empresas españolas participadas a lo largo del período 2000-2010.

7.3 Limitaciones del trabajo

Las principales limitaciones de esta tesis vienen desde el lado de la propia naturaleza de los datos empresariales, tanto los referentes a aspectos contables como los relacionados con la estructura de propiedad. En cuanto a los datos contables, a pesar de que el conjunto de empresas de la muestra se encuentran bajo una misma normativa, tanto contable como de publicación de sus resultados, es habitual una distinta práctica en la implementación de dicha normativa, incluso en empresas pertenecientes al mismo sector, aspecto que dificulta la obtención de datos adecuados para realizar los análisis preceptivos. En lo que respecta a la estructura de propiedad, el análisis de la identidad del accionista no es del todo sencillo en un país como España donde las estructuras complejas de propiedad son habituales. No obstante, dado que el inversor institucional es el eje central de esta tesis, esta limitación no es del todo relevante debido a la propiedad directa, fácilmente identificable, que este tipo de inversores mantiene en las empresas.

Por otra parte, el carácter endógeno de la estructura de propiedad cabe considerarse también una limitación en sí misma, atendiendo especialmente a las múltiples variantes estadísticas que se han aplicado para solventar una errónea interpretación de los resultados obtenidos. La técnica estadística utilizada en esta tesis, GMM panel de datos dinámico, se considera especialmente adecuada para tratar los problemas de endogeneidad asociados a toda estructura de propiedad, tal como se ha establecido en la parte de metodología.

7.4 Implicaciones y futuras líneas de investigación

Las principales implicaciones de esta tesis se resumen en los siguientes puntos:

- ✓ La evidencia práctica de la heterogeneidad del inversor institucional abre una vía de análisis para los trabajos académicos en torno al inversor institucional.
- ✓ Los buenos resultados presentados por los planes de pensiones deberían impulsar al mundo empresarial a buscar una mayor presencia accionarial de los mismos.
- ✓ En cambio, los malos resultados presentados por los fondos de inversión, especialmente en la relación directa con el valor de las empresas analizadas, debería ser foco de atención para el regulador. El ámbito normativo, además de salvaguardar el interés de los partícipes de dichos fondos (normas para la relación propia de agencia), debería impulsar la participación activa de los fondos de inversión en el control de las sociedades participadas.

Por otra parte, las futuras líneas de investigación deberían recoger los siguientes aspectos:

- ✓ Heterogeneidad del inversor institucional: mayor investigación es necesaria desde este lado. Los trabajos futuros deberían ahondar en las diferencias existentes entre los diversos tipos de inversores institucionales. Ello permitirá obtener conclusiones más acertadas acerca del verdadero impacto de estos inversores en el gobierno corporativo de las empresas.
- ✓ Interrelación con otro tipo de inversores: en el ámbito español, el análisis de la interrelación entre el inversor institucional y los grupos familiares sería especialmente interesante. Los resultados obtenidos en dichos estudios permitirá alcanzar una visión más completa del gobierno corporativo español desde el lado de la identidad de los accionistas principales.
- ✓ Interrelación con otros mecanismos de control: el análisis individual de los diversos mecanismos de control no permite obtener una visión global de la evolución del gobierno corporativo de un país. Por ello, mayor investigación es necesaria en este ámbito, especialmente en España, donde la mayoría de

estudios se han centrado en el análisis de uno de los mecanismos existentes, especialmente deuda y concentración de propiedad.

- ✓ Comparativa internacional: en la descripción del gobierno corporativo español se ha incidido en la idea de que dicho gobierno corporativo se encuentra en plena transición hacia un modelo anglosajón. En esta línea, resulta necesaria la comparación de la situación española con los países anglosajones, a fin de analizar la conveniencia de dicho proceso de transición.
- ✓ Crisis del sistema financiero español: la crisis actual del sistema financiero español está provocando, al menos en las grandes empresas cotizadas, una sustitución del crédito bancario por emisiones de deuda en los mercados de capitales. El efecto de dicho cambio en el gobierno corporativo de las empresas es todavía incierto, por lo que, mayor investigación al respecto resulta necesaria.
- ✓ Tipos de accionistas: Borisova et al (2012) destacan que la actual crisis financiera global está provocando la mayor participación accionarial de los Estados desde la gran depresión. El estudio realizado por dichos autores sobre empresas europeas, asocia además dicha participación accionarial con un pobre gobierno corporativo. En esta línea, la vuelta de los Estados al accionariado de las empresas debería ser foco de atención de próximos estudios en esta área.

BIBLIOGRAFÍA

Admati, A. R., Pfleiderer, P. (2009). The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, N° 7, pp. 2445-2485.

Admati, A. R., Pfleiderer, P. y Zechner, J. (1994). Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, Vol. 102, N° 61, pp. 1097-1130.

Agrawal, A. y Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and Mechanisms to Control Agency Problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*. Vol. 31, N° 3, pp. 377-397.

Agrawal, A. y Mandelker, G. N. (1992). Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 13, pp. 15-22.

Aguilera, R. (2005). Corporate Governance and Employment Relations: Spain in the Context of Western Europe, en Gospel, H. F. y Pendleton, A. (2005). *Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison*. Ed. Oxford University Press, Oxford.

Alchian, A. y Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs and Economic Organization. *The American Economic Review*, Vol. 62, N° 5, pp. 777-795.

Aldama Informe (2003). Comisión Especial para el fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, Madrid, disponible en <http://www.cnmv.es/publicaciones/informefinal.pdf>

Allen, F., Bernardo, A. E. y Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Baxed on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, Vol. LV, N° 6, pp. 2499-2536.

Almazan, A., Hartzell, J. C. y Starks, L. T. (2005). Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial Management*, Vol. 34, pp. 5-34.

Alonso-Bonis, S. y Andrés-Alonso, P. de (2007). Ownership structure and performance in large Spanish companies. Empirical evidence in the context of an endogenous relation. *Corporate Ownership & Control*, Vol. 4, Issue 4, pp. 206-216.

Álvarez, N. y Mendiálda, B. (2010). La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales. *Revista de economía mundial*, Vol. 24, pp. 165-191.

Alves, C. y Mendes, V. (2004). Corporate Governance Policy and Company Performance: the Portuguese Case. *Corporate Governance*, Vol. 12, N° 3, pp. 290-301.

Anderson, R. C. y Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. 58, N° 3, pp. 1301-1328.

Andrés, P. de, Azofra, V. y López, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance*, Vol. 13, N° 2, pp. 197-210.

Andrés Alonso, P. de, López Iturriaga, F. J. y Rodríguez Sanz, J. A. (2005). Financial decisions and growth opportunities: a Spanish's firms panel data analysis. *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp. 391-407.

Arellano, M. y Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, Vol. 58, pp. 277-297.

Arosa, B., Iturralde, T. y Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 1, pp. 236-245.

Azofra, V. y López de Foronda, Ó. (2007). Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva institucional. *Evidencia empírica internacional. Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol. 33, pp. 95-126.

Baltagi, B. H. (2001). *Econometric analysis of panel data*. 3rd edition. John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

Barnhart, S. W. y Rosenstein, S. (1998). Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review*, Vol. 33, pp. 1 - 16.

Barontini, R. y Caprio, L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, Vol. 12, No. 5, pp. 689-723.

Battacharya, P. S. y Graham, M. (2007). Institutional ownership and firm performance: evidence from Finland. Working Paper, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1000092>.

Bauer, R., Günster, N. y Otten, R. (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. *Journal of Asset Management*, Vol. 5, N° 2, pp. 91-104.

Berle y Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan Publishing Co. Nueva York.

Bhide, A. (1994). Efficient Markets, Deficient Governance: US Securities Regulations Protect Investors and Enhance Market Liquidity. But do they Alienate Managers and Shareholders? *Harvard Business Review*, Vol. 72, N° 6, pp. 128-140.

Black, B. S. (1992). Agents watching agents: the promise for institutional investor voice. *UCLA Law Review*, Vol. 39, pp. 811-895.

Boatright, J. R. (1999). Ethics in Finance. Blackwell Publishers. Malden.

Bobillo, A. M., Rodriguez Sanz, J. A. y Tejerina Gaité, F. (2009). Investment Decisions, Liquidity, and Institutional Activism: An International Study. *Journal of Business Ethics*, Vol. 87, pp. 25-40.

Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M. y Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, pp. 2917-2934.

Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Harman, Y. y Kehr, J. B. (2005). Dividends, corporate monitors and agency costs. *The Financial Review*, Vol. 40, pp. 37-65.

Brickley, J., Lease, R. y Smith, C. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 267-291.

Brown, L. D. y Caylor, M. L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. Presentado en la 15th *Conference on Financial Economics and Accounting, University of Missouri*.

Cable, J. (1985). Capital market information and industrial performance: the role of West German banks. *The Economic Journal*, Vol. 95, pp. 118-132.

Campbell, J. T., Campbell, T. C., Sirmon, D. G., Bierman, L. y Tuggle, C. S. (2012). Shareholder influence over director nomination via proxy access: implications for agency conflict and stakeholder value. *Strategic Management Journal*, Vol. 33, pp. 1431-1451.

Carmichael, J. y Pomerleano, M. (2002). The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions. The World Bank, Washington, DC.

Carney, M. y Gedajlovic, E. (2002). The Coupling of Ownership and Control and the Allocation of Financial Resources: Evidence from Hong Kong. *Journal of Management Studies*, Vol. 39, N° 1, pp. 123-146.

Chaganti, R. y Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure and firm performance. *Strategic management Journal*. Vol. 12, pp. 479-491.

Chen, X., Harford, J. y Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, pp. 279-305.

Chouchene, I. (2010). The Determinants of the Presence of Independent Directors in French Board Companies. *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, N° 5, pp. 144-153.

Chua, J. H., Chrisman, J. J. y Bergiel, E. B. (2009). An Agency Theoretic Analysis of the Professionalized Family Firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol 33, N° 2, pp. 355-372.

Chung, K. H. y Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, Vol. 23, pp. 70-74.

Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. y Lang, L. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, Vol. 57, N° 6, pp. 2741-2771.

Clay, D. G. (2002). Institutional ownership and firm value. Working paper. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=485922>.

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, Vol. 4, N° 16, pp. 386-405.

Conthe Informe (2006). Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, Madrid, disponible en <http://www.cnmv.es/publicaciones/CUDefinitivo.pdf>

Coffee, J. C. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review*, Vol. 91, pp. 1277-1368.

Core, J. E., Guay, W. R. y Larcker, D. F. (2003). Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *Economic Policy Review*, Vol. 9, N° 1, pp. 27-50.

Cornett, M. M., Marcus, A.J., Saunders, A. y Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, pp. 1771-1794.

Cortijo-Gallego, V. y Yezegel, A. (2008). Contagion effect of the Sarbanes – Oxley Act: Evidence from Spain. *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 5, N° 2, pp. 140-152.

Crespí, R. y García-Cestona, M. A. (1998). Ownership and Control: a Spanish Survey. Working paper N° 23.99. Universidad Autónoma de Barcelona.

Crespí, R. y García-Cestona, M. A. (2002). Propiedad y control: una perspectiva europea. *Ekonomiaz*, Vol. 50, pp. 110-137.

Crespí, R., Gispert, C. y Renneboog, L. (2002). Cash-Based Executive Compensation in Spain and the UK. *Corporate Governance: Convergence and Diversity*. J. McCahery, P. Moerland, T. Raaijmakers y L. Renneboog, Oxford University Press.

Croissant, Y. y Millo, G. (2008). Panel Data Econometrics in R: The plm Package. *Journal of Statistical Software*. Vol. 27, N° 2, pp. 1-43.

Cuervo, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance*. Vol. 10, N° 2, pp. 84-93.

Cuervo García, A., Fernández, A. I. y Gómez Ansón, S. (2002): Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entorno de baja protección del inversor. *Ekonomiaz*. Vol. 50, pp. 54-73.

- Cuñat, V., Gine, M. y Guadalupe, M. (2012).** The Vote Is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value. *The Journal of Finance*, Vol. 67, N° 5, pp. 1943-1077.
- David, P. y Kochhar, R. (1996).** Barriers to effective corporate governance by institutional investors: implications for theory and practice. *European Management Journal*, Vol. 14, N° 5, pp. 457-466.
- David, P., Kochhar, R. y Levitas, E. (1998).** The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*. Vol. 41, N° 2, pp. 200-208.
- Davis, E. P. (2002).** Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector. *Economic Systems*, Vol. 26, pp. 203-229.
- Del Guercio, D. y Hawkins, J. (1999).** The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, pp. 293-340.
- Delgado-García, J. B., de Quevedo-Puente, E. y de la Fuente-Sabaté, J. M. (2010).** The Impact of Ownership Structure on Corporate Governance Reputation: evidence from Spain. Vol. 18, N° 6, pp. 540-556.
- Demsetz, H. (1983).** The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985).** The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequencies. *Journal of Political Economy*. Vol. 93, N°6, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. y Villalonga, B. (2001).** Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, Issue 3, pp. 209-233.
- Denis, D. K. y McConnell, J. J. (2003).** International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, Vol. 38, N° 1, pp. 1-36.
- Dharwadkar, R., Goranova, M., Brandes, P. y Khan, R. (2008).** Institutional Ownership and Monitoring Effectiveness: It's Not Just How Much but What Else You Own. *Organization Science*, Vol. 19, N° 3, pp. 419-440.
- Dyck, A. y Zingales, L. (2004).** Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, Vol. 59, N° 2, pp. 537-600.
- Eakins, S. (1995).** An Empirical Investigation of Monitoring by Institutional Investors. *American Business Review*, January 1995, pp. 67-74.
- Eisenhardt, K. M. (1989).** Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14, N° 1, pp 57-74.
- Easterbrook, F. H. (1984).** Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, Vol. 74, N° 4, pp. 650-659.
- Faccio, M. y Lang, L. (2002).** The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 365-395.

- Faccio, M., Lang, L. y Young, L. (2001).** Dividends and Expropriation. *The American Economic Review*, Vol. 91, N° 1, pp. 54-78.
- Fama, E. (1980).** Agency Problems and The Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*. Vol. 88, N° 2, pp. 288-307.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983 a).** Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983 b).** Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 327-349.
- Franks, J. y Mayer, C. (1996).** Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 163-181.
- Friend, I. y Lang, L. H. P. (1988).** An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, Vol. 43, N° 2, pp. 271-281.
- García Lara, J. M., García Osma, B. y Peñalva, F. (2007).** Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence. *European Accounting Review*, Vol. 16, N° 4, pp. 727-755.
- García Osma, B. y Gill de Albornoz, B. (2007).** The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain. *Corporate Governance*, Vol. 15, N° 6, pp. 1413-1428.
- Garmendia, A. y Del Orden, O. (2008).** Estructuras de propiedad y grupos empresariales en España. *Ekonomiaz*, Vol. 68, pp. 102-133.
- Gedajlovic, E. y Shapiro, D. M. (1998).** Management and ownership effects: evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, Vol. 19, pp. 533-553.
- Gillan, S. L. y Starks, L. T. (2000).** Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 275-305.
- Gillan, S. L. y Starks, L. T. (2003).** Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*. Vol. 13. N° 2, pp. 4-22.
- Gillan, S. L. y Starks, L. T. (2007).** The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 19, N° 1, pp. 55-73.
- Giovannini, R. (2010).** Corporate governance, family ownership and performance. *Journal of Management Governance*, Vol. 14, pp. 145-166.
- Gispert, C. y Ortin, P. (2002).** Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el consejo de administración y los sistemas de retribución. *Ekonomiaz*, Vol. 50, pp. 138-157.

- Gómez-Mejía, L. R., Nuñez-Nickel, M. y Gutierrez, I. (2001).** The Role of Family Ties in Agency Contracts. *Academy of Management Journal*, Vol. 44, N° 1, pp. 81-95.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. y Metrick, A. (2003).** Corporate Governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 (febrero), pp. 107-155.
- Gorton, G. y Kahl, (1999).** Blochholder Identity, Equity Ownership Structure and Hostile Takeovers. NBER Working Paper 7123.
- Gorton, G. y Schmid, F. A. (2000).** Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, pp. 29-80.
- Graves, S. B. y Waddock, S. A. (1990).** Institutional ownership and control: implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Executive*, Vol. 4, N° 1, pp. 75-83.
- Grinstein, Y. y Michaely, R. (2005).** Institutional Holdings and Payout Policy. *The Journal of Finance*, Vol. LX, N° 3, pp. 1389-1426.
- Grier, P. y Zychowicz, E. (1994).** Institutional investors, corporate discipline and the role of debt. *Journal of Economics and Business*. Vol. 46, pp. 1-11.
- Grossman, S. J. y Hart, O. D. (1980).** Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64.
- Grossman, S. J. y Hart, O. D. (1982).** Corporate financial structure and managerial incentives, en J. McCall, ed. *“The economics of information and uncertainty”*. University of Chicago Press, 1982, pp. 107-137.
- Hansen, G. S. y Hill, C. W. L. (1991).** Are Institutional Investors Myopic? A Timeseries Study of Four Technology-Driven Industries. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 1-16.
- Hartzell, J. C. y Starks, L. T. (2003).** Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*. Vol. LVIII, N° 6, pp. 2351-2374.
- Hayasi, F. (1982).** Tobin’s marginal q and average q : A neoclassical interpretation. *Econometrica*, Vol. 50, pp. 213-224.
- Helwege, J., Intintoli, V. J. y Zhang, A. (2011).** Voting with their Feet or Activism? Institutional Investors’ Impact on CEO Turnover. Working Paper, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1524541>.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (1998).** Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 96-118.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2003).** Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, Vol. 9, N° 1, pp. 7-26.

- Himmelberg, C. P., Glenn Hubbard, R. y Palia, D. (1999).** Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353-384.
- Hirschman, A. (1971).** *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States.* Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Hoi, C-K. y Robin, A. (2010).** Agency Conflicts, Controlling Owner Proximity, and Firm Value: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, Nº 2, pp. 124-135.
- Holmström, B. y Kaplan, S. N. (2001).** Corporate Governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s. *The Journal of Economics Perspectives*, Vol. 15, Nº 2, pp. 121-144.
- Hubbard, R. G. y Love, I. (2000).** Investor protection, ownership, and investment: Some cross-country evidence. Columbia University, working paper.
- Ingley, C. B. y van der Walt, N. T. (2004).** Corporate Governance, Institutional Investors and Conflicts of Interests. *Corporate Governance*. Vol. 12, Nº 4, pp. 534-551.
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J. y López de Foronda, O. (2008).** The contest to the control in European family firms: How other shareholders affect firm value. *Corporate Governance*, Vol. 16, Nº 3, pp. 146-159.
- Jensen, M. (1986).** Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76. Nº 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. (1988).** Takeovers: Their Causes and Consequences. *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 2, Nº 1, pp. 21-48.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976).** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, pp. 306-360.
- Kahn, C. y Winton, A. (1998).** Ownership structure, Speculation, and Shareholder Intervention. *The Journal of Finance*, Vol. LIII, Nº 1, pp. 99-129.
- Kim, W. S. y Sorensen, E. H. (1986).** Evidence of the impact of agency cost of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, Vol. 21, Nº 2, pp. 131-144.
- Kim, S., Sul, W. y Kang, S. AE (2010).** Impact of Foreign Institutional Investors on Dividend Policy in Korea: a Stock Market Perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 23, Nº 1, pp. 10-26.
- Kirchmaier, T. y Grant, J. (2005).** Corporate Ownership Structure and Performance in Europe. *European Management Review*, Vol. 2, Nº 3, pp. 231-245.
- Kochhar, R. y David, P. (1996).** Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses. *Strategic Management Journal*. Vol. 17, pp. 73-84.

- Krivogorsky, V. y Grudnitsky, G. (2010).** Country-specific institutional effects on ownership: concentration and performance of continental European firms. *Journal of Management Governance*, Vol. 14, pp. 167-193.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999).** Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* Vol. 54, N° 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1997).** Legal determinants of External Finance. *Journal of Finance*. Vol. 52, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998).** Law and finance. *Journal of Political Economy*. Vol. 106, N° 6, pp. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000a).** Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, pp. 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000b).** Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, Vol. 55, N° 1, pp. 1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2002).** Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, Vol. 57, N° 3, pp. 1147-1170.
- Lan LL, Heracleous L. (2010).** Rethinking agency theory: the view from law. *Academy of Management Review*, Vol. 35, N° 2, pp. 294–314.
- Li, J. y Qian, C. (2013).** Principal-Principal Conflicts Under Weak Institutions: A Study of Corporate Takeovers in China. *Strategic Management Journal*, Vol. 34, pp. 498-508.
- Linderberg, E. B. y Ross, S. A. (1981).** Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, Vol. 54, N° 1, pp. 1-32.
- López de Foronda, Ó., López Iturriaga, F. J. y Santamaría Mariscal, M. (2007).** Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence. *Corporate Governance*, Vol. 15, N° 6, pp. 1130-1143.
- Maher, M. y Andersson, T. (2000).** Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. *OCDE Working paper*. Paris.
- Markowitz, H. (1952).** Portfolio selection. *The Journal of Finance*. Vol. 7. N° 1, pp. 77-91.
- Martin, K. J. y McConnell, J.J. (1991).** Corporate performance, corporate takeover, and management turnover. *The Journal of Finance*, Vol. 46, N° 2, pp. 671-687.
- Maug, E. (1998).** Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, Vol. 53, N° 1, pp. 65-98.
- McConnell, J. J. y Servaes, H. (1990).** Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.

McConnell, J. J. y Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 131-157.

McKean, A. (2004). Corporate governance law in Spain: A vibrant transition fueled by the recent reforms of Aldama. *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 35, pp. 105-148.

Miguel, A. y Pindado, J. (2001). Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 77-99.

Miguel, A. de, Pintado, J. y Torre, C. de la (2003). How Does Ownership Structure Affect Firm Value? A Comparison using different Corporate Governance Systems. Universidad de Salamanca.

Miguel, A. de, Pintado, J. y Torre, C. de la (2004). Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal*. Vol. 25, pp. 1199-1207.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H. y Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, pp. 829-858.

Miller, D., Minichilli, A. y Corbetta, G. (2013). Is Family Leadership Always Beneficial? *Strategic Management Journal*, Vol. 34, pp. 553-571.

Mintzberg, H. (1983). *Power In and Aroutid Organizations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs. New Jersey.

Modigliani, F. y Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, N° 3, pp. 261-297.

Morck, R., Nakamura, M. y Shivdasani, A. (2000). Banks, ownership structure and firm value in Japan. *Journal of Business*, Vol. 73, N° 4, pp. 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, pp. 292-315.

Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1989). Alternative mechanisms for corporate control. *The American Economic Review*, Vol. 79, N° 4, pp. 842-852.

Morck, R. y Yeung, B. (2003). Agency problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol 27, N° 4, pp 367-382.

Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, pp. 147-175.

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, N° 3, pp. 575-592.

Myers, S. y Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, N° 2, pp. 187-221.

Noe, T. H. (2002). Investor Activism and Financial Market Structure. *The Review of Financial Studies* Spring, Vol. 15, N° 1, pp. 289-318.

Nordén, L. y Strand, T. (2011). Shareholder activism among portfolio managers: rational decisions or 15 minutes of fame? *Journal of Management Governance*, Vol. 15, pp. 375-391.

Olivencia Informe (1998). Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, El gobierno de las sociedades cotizadas, Madrid, disponible en <http://www.cnmv.es/delfos/tendencias/espa%F1a3.htm>

Palazzo, G. y Rethel, L. (2008). Conflicts of interest in Financial Intermediation. *Journal of Business Ethics*, Vol. 81, pp. 193-207.

Parrino, R., Sias, R.W. y Starks, L.T. (2003). Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 3-46.

Perrini, F., Rossi, G. y Rovetta, B. (2008). Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market. *Corporate Governance*, Vol. 16, N° 4, pp. 312-325.

Pindado, J., Requejo, I, y de la Torre, C. (2008). Ownership concentration and firm value: evidence from Western European family firms. 8th annual IFERA Conference.

Pindado, J., Requejo, I, y de la Torre, C. (2011). Family control and investment-cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, pp. 1389-1409.

Porter, M. E. (1992). Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 5, Issue 2, pp. 4-16.

Pound, J. (1988). Proxy contests and efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 237-265.

Rahman, M. (2009). Corporate Governance in the European Union: Firm Nationality and the “German” Model. *The Multinational Business Review*, Vol. 17, N° 4, pp. 77-98.

Rajan, R. y Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-1460.

Rose, C. (2007). Can institutional investors fix the corporate governance problem? Some Danish evidence. *Journal of Management Governance*, Vol. 11, pp. 405-428.

Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, N° 1, pp. 319-328.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, Vol. 5, N° 3, pp. 249-259.

- Rubach, M. J. y Seborá, T. C. (2009).** Determinants of Institutional Investor Activism: A Test of the Ryan-Schneider model (2002). *Journal of Managerial Issues*, Vol. 21, N° 2, pp. 245-261.
- Ruiz-Mallorquí, M. V. and Santana-Martín, D. J. (2009).** Ultimate Institutional Owner and Takeover Defenses in the Controlling versus Minority Shareholders Context. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, N° 2, pp. 238-254.
- Ryan, L. V. y Schneider, M. (2002).** The Antecedents of Institutional Investor Activism. *Academy of Management Review*. Vol. 27, N° 4, pp. 554-573.
- Sacristán, M. y Cabeza, L. (2008).** Participaciones industriales de la banca española: contexto, evolución y situación actual. *Ekonomiaz*, Vol. 68, pp. 156-181.
- Sánchez-Ballesta, J. P. y García-Meca, E. (2011).** Ownership Structure and the Cost of Debt. *European Accounting Review*, Vol. 20, N° 2, pp. 389-416.
- Santana-Martin, D. J. y Aguiar, I. (2007).** Corporate Ownership in Spain, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 5, Issue 1, pp. 322-331.
- Schneider, M. (2000).** When financial intermediaries are corporate owners: an agency model of institutional ownership. *Journal of Management and Governance*, Vol. 4, pp. 207-237.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1986).** Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*. Vol. 94. N° 3, pp. 461-488.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1990).** Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms. *The American Economic Review*, Vol. 80, N° 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Second Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1990), pp. 148-153.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1997).** A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*. Vol. 52, N° 2, pp. 737-783.
- Short, H., Keasey, K. y Duxbury, D. (2002).** Capital structure, management ownership and large external shareholders: a UK analysis. *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 9, N° 3, pp. 375-399.
- Smith, M. P. (1996).** Shareholder Activism by Institutional Investors: evidence from CALPERS. *The Journal of Finance*, Vol. LI, N° 1, pp. 227-252.
- Solís, J. L. (2006).** El Código Conthe: claves del buen gobierno. *Estrategia Financiera*, Vol. 231, pp. 50-55.
- Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981).** Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, Vol. 71, N° 3, pp. 393-410.
- Stulz, R. (1988).** Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-59.

Thomsen, S. y Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*. Vol. 21, pp. 689-705.

Thomsen, S. y Pedersen, T. y Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 246-269.

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, N° 1, pp. 15-29.

Tobin, J. y Brainard, W. (1977). Asset markets and the cost of capital, en R. Nelsen y B. Balassa (eds.), *Economic progress, Private values, and Public policy: Essays in honor of William Fellner*. Amsterdam: North-Holland.

Tong, S. y Ning, X. (2004). Does capital structure affect institutional investor choices? *The Journal of Investing*, Vol. 13, N° 4, pp. 53-66.

Tribo, J. A., Berrone, P. y Surroca, J. (2007). Do the Type and Number of Blockholders Influence R&D Investments? New evidence from Spain. *Corporate Governance*. Vol. 15, N° 5, pp. 828-842.

Velayos, J. (2006). Los principios reguladores del gobierno corporativo en España. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, Vol. 14, pp. 85-95.

Vintila, G. y Gherghina, S. C. (2012). An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance. *International Business Research*, Vol. 5, N° 10, pp. 175-191.

Wahal, S. (1996). Pension Fund Activism and Firm Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, N° 1, pp. 1-23.

Weill, L. (2008). Leverage and corporate performance: does institutional environment matter? *Small Business Economics*, Vol. 30, pp. 251-265.

Welch, E. (2003). The Relationship between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies. *Australian Journal of Management*, Vol. 28, N° 3, pp. 287- 305.

Williamson, O. (1984). Corporate Governance. *The Yale Law Journal*, Vol. 93, N° 7, pp. 1197-1230.

Woidtke, (2002). Agents watching agents?: evidence from pension fund ownership and firm value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, pp. 99-131.

Wong, Y. J., Chang, S. C. y Chen, L. Y. (2010). Does a Family-controlled Firm Perform Better in Corporate Venturing? *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, N° 3, pp. 175-192.

Woodridge (2002). *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*. MIT Press.

Yermack, D. (1996). Higher market valuations of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.

Yuan, R., Xiao, J. Z. y Zou, H. (2008). Mutual funds' ownership and firm performance: evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, pp. 1552-1565.

Zeckhauser, R.J., Pound, J., (1990). Are large shareholders effective monitors? an investigation of share ownership and corporate performance, en: Hubbard, R.G. (Ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 149– 180.

Zoido, M. E. (1998). Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas. *Investigaciones económicas*, Vol. 22, N° 3, pp. 427-468.