



Universitat Autònoma de Barcelona

Documents de Treball

**ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN LAS GRANDES
SOCIEDADES ANÓNIMAS POR ACCIONES.
EVIDENCIA EMPÍRICA ESPAÑOLA EN EL
CONTEXTO INTERNACIONAL**

Rafel Crespi

Eva Jansson

Document de Treball núm. 04/3

Departament d'Economia de l'Empresa

© Rafel Crespí; Eva Jansson

Coordinador / Coordinator *Documents de treball*:

Carles Gispert

<http://selene.uab.es/dep-economia-empresa/recerca/Documents.htm>

e-mail: carles.gispert@uab.es

Telèfon / Phone: +34 93 5814296

Fax: +34 93 5812555

Edita / Publisher:

Departament d'Economia de l'Empresa

<http://selene.uab.es/dep-economia-empresa/>

Universitat Autònoma de Barcelona

Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales

Edifici B

08193 Bellaterra (Cerdanyola del Vallès), Spain

Tel. 93 5811209

Fax 93 5812555

**ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN LAS GRANDES
SOCIEDADES ANÓNIMAS POR ACCIONES.
EVIDENCIA EMPÍRICA ESPAÑOLA EN EL
CONTEXTO INTERNACIONAL**

Rafel Crespí

Eva Jansson

Document de Treball núm. 04/3

La sèrie *Documents de treball d'economia de l'empresa* presenta els avanços i resultats d'investigacions en curs que han estat presentades i discutides en aquest departament; això no obstant, les opinions són responsabilitat dels autors. El document no pot ser reproduït total ni parcialment sense el consentiment de l'autor/a o autors/res. Dirigir els comentaris i suggerències directament a l'autor/a o autors/res, a la direcció que apareix a la pàgina següent.

A Working Paper in the *Documents de treball d'economia de l'empresa* series is intended as a mean whereby a faculty researcher's thoughts and findings may be communicated to interested readers for their comments. Nevertheless, the ideas put forwards are responsibility of the author. Accordingly a Working Paper should not be quoted nor the data referred to without the written consent of the author. Please, direct your comments and suggestions to the author, which address shows up in the next page.

**ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN LAS GRANDES SOCIEDADES ANÓNIMAS POR
ACCIONES. EVIDENCIA EMPÍRICA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO
INTERNACIONAL**

Rafel Crespí Cladera
Universitat de les Illes Balears

Eva Jansson
Universitat Autònoma de Barcelona

1. Introducción

Desde la aparición de la obra, ya clásica, de Bearle y Means (1932) la estructura de propiedad de las grandes sociedades anónimas, sus causas y consecuencias, ha ocupado un lugar importante en el debate del gobierno de las empresas. Los autores citados analizan la estructura de propiedad de las grandes empresas norteamericanas y los problemas de control que genera la dispersión del capital. Los desarrollos posteriores del tema se centraron también en las empresas norteamericanas, igual que Berle y Means, y es durante la década de los años 90 cuando se ha extendido el análisis a empresas de otros países, recogidos en trabajos como el de Franks y Mayer(1997), La Porta et al.(1997 y 1999) y Barca y Brecht (2001). En estos estudios se aprecian significativas diferencias en las estructuras de propiedad y formas de gobierno empresarial entre países y ello da pie a una clasificación que Franks y Mayer (1997) denominan como "sistema externo" y "sistema interno" de control y gobierno de las empresas. En el primero hay baja concentración de la propiedad y el control sobre los administradores viene a través del mercado de capitales esencialmente, y en el segundo la propiedad se encuentra mucho más concentrada y los administradores están sujetos al control interno de los órganos de la empresa.

El objetivo de este capítulo es analizar con datos actualizados la evolución de la estructura de propiedad de las empresas españolas cotizadas. Para ello se recurre en primer lugar a un análisis comparado de la situación en los diferentes países, tanto del entorno europeo como americano y asiático. Esta discusión internacional pretende cuestionar las clasificaciones

que han ganado popularidad recientemente basadas en el sistema legal dominante en los países. A su vez se trata de posicionar la estructura de propiedad de las empresas españolas con su reciente evolución temporal y con mayor detalle y riqueza de datos que aquellos que proceden de las comparaciones de múltiples países. La base de datos utilizada proviene de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con información sobre participaciones significativas desde el año 1989 hasta la actualidad, lo que permite un análisis longitudinal detallado. Este análisis permite la comparación de la estructura de propiedad de las empresas españolas con las de otros países, y especialmente los de nuestro entorno europeo, planteando la pregunta acerca de la convergencia hacia un sistema catalogable como "externo" o "interno". Durante la última década ha sido importante el proceso de privatizaciones de grandes empresas, algunas de las cuales eran consideradas monopolios naturales. Ello ha provocado un incremento de accionistas particulares y la creación de núcleos duros en sustitución del estado como accionista. Este análisis también se aborda en el estudio, para reflejar la menor importancia del sector público como accionista significativo.

El capítulo se organiza de la siguiente manera. En primer lugar se introduce brevemente el marco teórico y conceptual del problema que permite mostrar las causas y las consecuencias de la mayor o menor concentración de propiedad y revisar los resultados de estudios anteriores. El segundo apartado aborda la comparación internacional de la estructura de propiedad recogiendo la evidencia de estudios comparados recientes y son presentados para una comparación posterior con los datos de las empresas españolas, que se introduce en el tercer apartado. En él se analiza la estructura de propiedad de la empresa española desde una óptica longitudinal con especial atención a las empresas privatizadas. El capítulo acaba con un resumen y las conclusiones más relevantes que merecen ser destacadas.

2. Marco teórico

La separación entre propiedad y gestión y la dispersión de capital, puesto de relieve por Berle y Means (1932), traen como consecuencia problemas de agencia. La asimetría en la información a favor de los administradores conlleva problemas de riesgo moral y de selección adversa. Los objetivos de los administradores y los propietarios-accionistas no siempre coinciden, y los intentos de alinear los intereses de ambos consisten en incentivar a los administradores o someterles a un mayor control. Si la propiedad es más concentrada este control se hace más fácil, ya que los accionistas mayoritarios tendrán más interés en el control y habrá menos posibilidad de comportamiento de *free rider* por parte de los accionistas. No obstante, la concentración de propiedad crea otros problemas como por ejemplo la expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios, como muestran Gutiérrez y Tribó (2004), o problemas derivados del comportamiento de los inversores institucionales, analizado en Johnson y Greening (1999).

Diferentes estudios analizan tanto las causas de las diferentes estructuras de propiedad como sus posibles consecuencias. Demsetz y Lehn (1985) argumentan que la empresa adopta la estructura de propiedad que maximiza su valor. Las variables que influyen significativamente en la estructura son el tamaño de la empresa, la regulación por parte de los poderes públicos y la incertidumbre del entorno. Las primeras dos tienen una influencia positiva sobre la dispersión de propiedad y la última una relación negativa. Estudios más recientes relacionan la estructura de propiedad con el sistema legal vigente y la protección legal de que gozan los inversores, camino iniciado en el trabajo de La Porta et al. (1997). Según estos autores, la concentración de la propiedad es la respuesta a una inadecuada protección de los accionistas. A causa de la asimetría de la información los accionistas son susceptibles de ser expropiados por los administradores, que utilizan información en beneficio propio. Si el sistema legal no protege a los accionistas de estos potenciales abusos, la concentración de propiedad es una

solución ya que un accionista mayoritario tendrá mayor interés en supervisar a los administradores. En La Porta et al. (1998) se analizan empíricamente las relaciones entre sistema legal y estructura de propiedad, diferenciando entre países con sistemas basadas en *common law* y *civil law*. El *common law* es de origen inglés y como ejemplos de países que pertenecen a este grupo están EE.UU. y Gran Bretaña. El *civil law* es de origen romano y los autores subdividen este grupo en países de tradición francesa, alemana y escandinava. La hipótesis de los autores es que países con una protección débil de los inversores-accionistas como es el caso del sistema *civil law* tienen una concentración de propiedad mayor que las empresas que pertenecen al sistema de *common law*, lo que se corrobora con estudios empíricos *ad hoc*. En cambio, Easterbrook (1997) considera que son las necesidades financieras de las empresas y las fuerzas del mercado las que crean la regulación legal, igual que el sistema de pensiones influye en el tamaño del mercado de capitales. De los estudios citados, se desprende que existen dos modelos de estructura de propiedad, uno de mayor dispersión, frecuente en EE.UU. y Gran Bretaña, y otro de mayor concentración, mayoritario en Europa continental. Carlin y Mayer (2000) y Mayer (2000) discrepan de esta idea y dicen que no existe ningún modelo dominante. Incluso en EE.UU. se encuentra que conviven empresas de gran dispersión de capital con empresas de una propiedad muy concentrada. Según los autores, estructuras diferentes son adecuadas para diferentes tipos de actividades y distinguen entre inversiones con realización a largo o corto plazo e inversores con plazo de influencia también a largo y corto plazo. Aquellas inversiones con un tiempo de realización largo, deben ser financiadas por inversores con influencia a largo plazo, ya que en caso contrario se rechazaría este tipo de inversiones. En cambio, si la inversión es de corto plazo, también lo debería ser la influencia de los inversores, ya que en caso contrario el control sería ineficiente.

En una línea argumental similar Macey y O'Hara (2003) aproximan el enfoque de los dos modelos de gobierno tradicionales en términos de actividad de las empresas más que sobre una base

geográfica. Así, en un contexto donde la empresa se presenta como un nexo de contratos entre grupos de intereses, con accionistas, acreedores, trabajadores, comunidades locales, proveedores y clientes, la distinción entre empresa bancaria y no bancaria (manufacturera o de servicios) se traduce en modelos de gobierno diferenciados. Estos autores postulan que la mayoría de empresas (especialmente las no bancarias) responden al modelo de gobierno Anglo-Americano, donde los compromisos y obligaciones de administradores responden exclusivamente a los intereses de los accionistas. En cambio, el modelo de gobierno de las empresas bancarias hace que las obligaciones y responsabilidades de los directivos vayan más allá de los accionistas, por lo que acaban incluyendo, entre otros, a los acreedores o depositantes y al regulador, además del resto del sistema bancario.

Otro grupo de trabajos relaciona la estructura de propiedad con las consecuencias sobre la rentabilidad, el valor de la empresa y la política de dividendos. La hipótesis de Demsetz y Lehn(1985) y Demsetz y Villalonga(2001) es que no debe haber ninguna diferencia de beneficios entre empresas con diferentes estructuras de propiedad. Las empresas adoptan, según los autores, una estructura óptima según los costes a los que se enfrentan y por tanto, no debería haber diferencias en beneficios. Sin embargo, los resultados empíricos no son concluyentes. Demsetz y Villalonga(2001) encuentran al utilizar MCO una relación positiva entre la Q de Tobin (medida de *performance*) y la proporción de acciones en manos del directivo y una relación negativa con la proporción de acciones en manos de los 5 accionistas más importantes. En cambio, al utilizar un sistema de ecuaciones simultáneas desaparecen estas relaciones. Morck, Schleifer y Vishny(1988) encuentran una relación no lineal entre estructura y resultados igual que Stulz(1988) y McConnell y Servaes(1990). Un estudio más reciente, Myeong-Hyeon Cho(1998) analiza la relación entre propiedad, inversiones y valor de la empresa. Con MCO encuentra que la estructura afecta a las inversiones, que a su vez afectan al valor de la empresa. Pero utilizando un sistema de ecuaciones simultáneas los

resultados demuestran que las inversiones afectan al valor de la empresa que a su vez afecta a la estructura de propiedad, pero la relación a la inversa no se da. Bøhren y Ødegaard(2002) encuentran también diferencias al utilizar MCO o ecuaciones simultáneas. Los resultados con MCO muestran que existe una relación positiva entre el valor de la empresa y la propiedad en manos de administradores y consejeros y este efecto es mayor si la propiedad es directa y no indirecta por ejemplo a través de un inversor institucional. En cambio, también encuentran que la concentración de propiedad destruye valor de la empresa, en contra de lo hallado en estudios anteriores. La mayoría de las relaciones significativas desaparecen al utilizar ecuaciones simultáneas, lo mismo que se han encontrado en los otros estudios citados. Se trata por tanto de resultados muy ligados a la metodología de estimación utilizada.

Con datos de las empresas españolas existen también algunos trabajos que se han aproximado al problema de la estructura de propiedad y resultados. Podemos citar a Galve y Salas(1993) que estudiaron empresas españolas que cotizan en bolsa, clasificando a las empresas como con control familiar, empresas nacionales, empresas extranjeras, entidades de crédito o sector público. Sus conclusiones son que existe una relación entre los resultados de la empresa y la naturaleza del grupo de control, siendo la empresa familiar la más eficaz en explotar oportunidades de beneficios. Con una aproximación a la Demsetz y Lehn(1995), el trabajo de Crespí(1998) analiza los determinantes de la estructura de propiedad para un panel de datos de empresas españolas. Otros trabajos se encuentran recogidos en Gugler (2001) y Barca y Becht(2001).

3. Comparación internacional

En este apartado hacemos una comparación de la estructura de propiedad de las empresas de diferentes países. Como ya se mencionó en el marco teórico se ha observado que la estructura de propiedad de las empresas de un mismo país tiende a seguir un patrón similar, aunque con variaciones pero siempre menores que las observadas entre diferentes países. Hemos visto que es usual

clasificar los modelos de propiedad-gobierno en sistemas orientados hacia el mercado o hacia la banca. Países donde se observan que las empresas siguen el primer sistema serían los países anglosajones, y los que siguen el segundo correspondería a países de Europa continental, especialmente Alemania y Japón. Estas diferencias se manifiestan en el trabajo de Schleifer y Vishny(1997) y dan pie a una serie de trabajos en cadena sobre la misma idea a partir de La Porta et al.(1998,1999). Esta nueva forma de abordar el problema relaciona las estructuras de propiedad con el sistema legal, o el origen del sistema legal operante en cada país. Mantienen que los países con tradición de *common law* tienen una protección mayor de los inversores lo que permite un grado mayor de dispersión del accionariado de las empresas. En cambio los países de tradición de *civil law* dan menor protección a los inversores, y para protegerse contra esta desprotección muestran una tendencia hacia mayor concentración del accionariado. Trabajos críticos con la clasificación de sistemas orientados a la banca o al mercado se encuentran en Carlin y Mayer(2000) y Mayer(2000). En otro trabajo Holderness y Sheehan(1988) muestran que en EE.UU., para las empresas cotizadas, no es raro encontrar accionistas mayoritarios y por tanto el accionariado no es tan disperso como se ha pensado. Otra característica que está cambiando en los últimos años es el porcentaje de acciones en manos de los administradores. En un trabajo del 1999 Holderness, Kroszner y Sheehan muestran que este porcentaje está aumentando. En cambio Allen y Gale(2001) dan una visión diferente y relacionan el sistema gobierno-propiedad con la evolución histórica de los sistemas de financiación. En Inglaterra la importancia del mercado de capitales incrementó durante el siglo XIX al mismo tiempo que se desarrolló el sistema bancario dando lugar a que al principio del siglo XX hubiera cinco bancos nacionales grandes. En cambio en EE.UU. el sistema bancario era muy descentralizado durante el siglo XIX. No existían bancos nacionales con una amplia red de sucursales, y los bancos tenían prohibido mantener acciones en empresas. Después de la crisis de 1929 los bancos fueron objeto de más restricciones todavía lo que ayudó al desarrollo de los mercados

de capitales. En Europa continental, especialmente en Alemania, los bancos tenían por costumbre financiar a la industria dando lugar a las relaciones banca-industria tan características hoy en día. La poca importancia del mercado de capitales también se debe a que la propiedad de las empresas es muy concentrada, en ocasiones en unas pocas familias. En Japón el gobierno ha tenido mucha importancia en el desarrollo del sistema bancario y los mercados financieros. Durante la segunda guerra mundial todas las empresas armamentísticas fueron asignadas a un banco que les proveía de los fondos necesarios. Este sistema se desarrolló después de la guerra en el sistema de banco principal (*main bank*) tan característico de los grandes grupos empresariales niponas. La intervención del gobierno también fue importante al indicar qué industrias deberían ser prioritarias en la reconstrucción de la economía.

Para recoger el estado de la cuestión en términos de comparación internacional acudimos a los datos de estudios ya publicados. La dificultad estriba en que cada estudio utiliza metodología, definiciones, variables, etc. diferentes lo que dificulta una correcta comparación. Por ese motivo nos hemos limitado a un número mínimo de fuentes con la condición de que los datos fueran lo más recientes posibles. Del trabajo de La Porta et al. (1999) nos interesan las respuestas que dan a las siguientes preguntas: ¿Cómo es de habitual el accionariado disperso de las empresas en diferentes países? ¿Qué explican las diferencias de modelos de propiedad en los diferentes países? Para contestar a estas preguntas utilizan dos tipos de muestras. El primero consta de las 20 empresas más grandes según la capitalización bursátil de 27 países y el segundo las 10 empresas más pequeñas pero con una capitalización bursátil de cómo mínimo de 500\$ millones al final del 1995 (empresas medianas). Además los países no se clasifican según el origen de su sistema legal sino según la protección legal de que gozan los accionistas. No siempre coincide por un lado origen de *common law* y mayor protección y por otro lado *civil law* y menor protección. Tenemos por ejemplo países de origen *civil law* y mayor protección de los accionistas como pueden ser Noruega y España, y países con menor

protección pero de origen *common law* como Corea. Si las empresas no tienen ningún accionista con poder de control los autores las clasifican de control disperso. Las demás se clasifican según si el control lo tiene las familias, el Estado, una empresa financiera de control disperso, o una empresa no financiera de control disperso. En el grupo "Otros" se incluyen empresas no societarias como por ejemplo las cooperativas. Los límites de control se ha fijado en el 20% y el 10%, es decir si el accionista mayoritario tiene más del 20% o del 10% de los votos directos más los indirectos.¹ Algunos de sus resultados se muestran en el Cuadro II.1.

CUADRO II.1.

Propiedad y control de grandes empresas en países con diferentes grados de protección. Límite de control al 20% para el mayor accionista. Valores promedio en porcentaje.

	Control Disperso	Familias	Estado	Empresas no financieras	Empresa financiera	Otros
<hr/>						
Panel Empresas Grandes						
Mayor protección	47,9	24,6	13,8	8,3	2,5	2,9
Menor protección	27,3	34,3	22	2,3	7	7
	(-1,95)*	(1,09)	(1,2)	(-2,38)**	(1,7)	(1,4)
<hr/>						
Panel Empresas Medianas						
Mayor protección	37,5	38,5	8,7	3,6	4,2	7,8
Menor protección	12,7	50,5	20	4	4	8,7
	(-2,86)**	(1,24)	(1,64)	(0,18)	(-0,45)	(0,16)

Fuente: La Porta et al. (1999) y elaboración propia
 Datos entre paréntesis: valores de *t de Student*. * y ** diferencias significativas al 10 y 5% respectivamente entre las empresas que pertenecen a ambos grupos de países.

Los datos concuerdan con las hipótesis de los autores de que en países con mayor protección el accionariado es más disperso.

¹ Los porcentajes corresponden a derechos de voto y no al porcentaje de derechos de *cash flow*.

Podemos resaltar que hay diferencias importantes entre las empresas grandes y medianas. Hay un porcentaje considerable de empresas de control disperso tanto en países con protección mayor como menor. Esto parece razonable ya que las empresas grandes tienen mayor capital y por tanto es más difícil que haya un accionista o grupo de accionistas que pueda conseguir un paquete importante de acciones.

Estudios más recientes como los de Claessens et al.(2000) y de Faccio y Lang(2002) utilizan una metodología similar, lo que permite hacer comparaciones entre sus datos y combinarlos en una misma tabla. Las muestras incluyen empresas tanto financieras como no financieras cotizadas², e incluyen 5.232 empresas europeas y 2.980 asiáticas. Los datos son de diferentes años, desde el 1996 hasta el 1999, pero aunque los datos se refieren a diferentes fechas no presentan problemas, ya que los autores aseguran que la estructura de propiedad suele ser bastante estable en el tiempo. Además la clasificación sigue el criterio de los derechos de voto en lugar del porcentaje de acciones ya que en muchos países existen acciones con voto múltiple o un tope máximo de votos que un accionista puede emitir. También se ha hecho una corrección por "pirámides" para poder identificar el accionista que tiene el último control de la empresa.³ Los países se han clasificado como en La Porta et al.(1999), es decir, de mayor o menor protección de los inversores. El límite de control es del 20% para el mayor accionista, una definición similar a la de La Porta et al (1998). En el cuadro II.2 se demuestran los valores promedios en porcentaje.

² Las empresas europeas de clasificación "Familias" también incluyen empresas no cotizadas.

³ En el trabajo de Faccio y Lang aparece una categoría de "Varias" que corresponde a fundaciones, cooperativas e inversores extranjeras minoritarios. Como esta categoría no existe en el trabajo de Claessens et al. hemos corregido los valores del Faccio y Lang para poder comparar los datos

CUADRO II.2.

Propiedad y control de grandes empresas en países con diferentes grados de protección. Límite de control al 20% para el mayor accionista. Valores promedio en porcentaje.

	Control Disperso	Familias	Estado	Empresas no financieras	Empresa financieras
Mayor protección	41,2	39,8	6,45	5,7	6,6
Menor protección	23,5	58,4	7,0	2,1	8,5
	(0,18)	(0,06)	(0,9)	(0,25)	(0,32)

Fuente: Claessens et al.(2000), Faccio y Lang (2002) y elaboración propia Datos entre paréntesis: valores de *t de Student*. * y ** diferencias significativas al 10 y 5% respectivamente entre las empresas que pertenecen a ambos grupos de países.

La comparación muestra que no hay diferencia significativa entre los países de mayor o menor protección y por tanto los resultados difieren de los obtenidos por La Porta et al.(1999). Las causas pueden ser varias. En primer lugar los datos europeos y asiáticos difieren bastante y esto da lugar a mayor variabilidad entre los países. En segundo lugar las muestras son mucho más grandes en estos últimos trabajos lo que en principio puede dar mayor fiabilidad a estos resultados. Y en tercer lugar la metodología y la definición de las variables no son exactamente las mismas en los trabajos. Siguiendo la línea argumental de La Porta et al.(1999) y clasificando los países según el origen de sus normas legales se puede abordar la cuestión de la existencia de diferencias entre los países según el origen de sus normas legales para los datos de Claessens et al ((2000)y Faccio y Lang(2002). Los datos se demuestran en el cuadro II.3.

CUADRO II.3.

Propiedad y control de grandes empresas en países con diferentes grados de protección. Límite de control al 20% para el mayor accionista. Porcentaje de empresas clasificadas según el tipo de accionista que tiene el control.

	Control Disperso	Familias	Estado	Empresas no financiera s	Empresa financie ras
Origen anglosajón					
Hong Kong	7	66.7	1.4	19.8	5.2
Irlanda	65.65	25.95 (13,7)	1.53	2.29	4.58
Malasia	10.3	67.2	13.4	6.7	2.3
Reino Unido	65.34	24.53 (12,7)	0.08	0.79	9.26
Singapur	5.4	55.4	23.5	11.5	4.1
Tailandia	6.6	61.6	8	15.3	8.6
promedio	26.7	50.2	8,0	9.4	5.7
Origen francés					
Bélgica	22.9	59.03 (8,37)	2.7	0.9	14.5
España	26.5	56.1 (6,3)	4.1	1.7	11.6
Filipinas	19.2	44.6	2.1	26.7	7.5
Francia	14.1	65.4 (26,3)	5.2	3.8	11,5
Indonesia	5.1	71.5	8.2	13.2	2
Italia	13.1	60.3 (40,0)	10.5	2.9	12.4
Portugal	23.5	64.8 (5,6)	6.2	0.6	4.9
promedio	17.8	60.3	5.6	7.1	9.2
Origen alemán					
Alemania	10.7	66.9 (28,0)	6.5	3.8	9.4
Austria	12.5	59.5 (13,6)	17.2	0	9.7
Corea	43.2	48.4	1.6	6.1	0.7
Japón	79.8	9.7	0.8	3.2	6.5
Suiza	29.4	51.4 (24,2)	7.8	1.2	10,0
Taiwan	26.2	48.2	2.8	17.4	5.3
promedio	33.6	47.3	6.1	5.3	6.9
Origen escandinavo					
Finlandia	30.0	51.2 (17,1)	16.5	1.6	0.7
Noruega	38.5	40.4 (11,1)	13.7	0.3	4.7
Suecia	41.6	49.8 (24,0)	5.2	0	3.0
promedio	36.7	47.1	11.81	0.65	2.79
Prob. test F	(0,49)	(0,44)	(0,53)	(0,44)	(0,09)

Fuentes: Claessens et al.(2000), Faccio y Lang(2002), y elaboración propia.

Para los valores europeos la clasificación de Familias incluyen tanto las familias como empresas no cotizadas. Los datos entre paréntesis corresponden al porcentaje de sólo Familias.

La clasificación según el tipo de accionista mayoritario (más del 20% de los votos). Si no hay accionista mayoritario es de control disperso.

Datos del 1996: todos los países asiáticos, Francia, Alemania, Italia, Suiza, Reino Unido.1997: Portugal, España. 1998: Suecia, Noruega. 1999: Austria, Bélgica, Finlandia, Irlanda.

Del cuadro II.3 destaca que no existen diferencias significativas según el origen del sistema legal para ningún tipo de empresa excepto para el caso en que el control lo tiene una empresa financiera de control disperso, donde las diferencias son significativas al nivel de significación estadística del 10%. Analizando los valores con más detalle se puede apreciar que dentro de cada grupo de origen legal existe una gran variabilidad para la misma clasificación de empresas. Para los sistemas legales de origen anglosajón vemos que los porcentajes de empresas clasificadas como de control disperso varían desde el 5,4% para Singapur hasta el 65,65% para Irlanda, y en el caso de origen legal alemán las variaciones van desde el 10,7% para Alemania hasta el 79,8% para Japón. Para las otras clasificaciones de empresas nos encontramos también con una gran variabilidad, aunque en menor grado que para las empresas de control disperso. Esto podría indicar que no es el sistema legal lo que determina las diferencias observadas, que era la hipótesis de La Porta et al.(1999), sino que debe haber otras causas como podrían ser la zona geográfica, o diferencias históricas y culturales. Por ese motivo analizamos ahora los países según sean europeos o asiáticos. Según Claessens et al. (2000) los países asiáticos tienen un capitalismo muy particular con una fuerte implantación de empresas familiares, lo que motiva analizar por separado para cada zona.

Si nos fijamos sólo en los valores europeos del cuadro II.3 destacan Irlanda y Reino Unido que tienen un porcentaje de empresas de control disperso muy superior a los otros países, el 65.7% y el 65.3% respectivamente. En los demás países los porcentajes varían desde el 10.7% en Alemania hasta el 41,6% en Suecia, con un promedio del 23.9%. El porcentaje de empresas

bajo control familiar es importante en ambos grupos pero con grandes diferencias. Para los países anglosajones el porcentaje promedio es del 25.2% y para el resto de países del 56.8%. El Estado mantiene poca participación en las empresas anglosajonas pero tienen un peso importante en Austria, Finlandia, Italia y Noruega donde superan más del 10% de las empresas en cada país. La intervención de las instituciones financieras como accionistas, con paquetes importantes de acciones es muy irregular. Bélgica, Francia, Italia y España son los países donde la intervención es mayor. Los promedios en los países anglosajones es del 6,9% y para los otros es del 8,4%. Las diferencias de valores medios no son muy elevadas aunque la dispersión entre países es muy grande, por ejemplo la mínima participación la ostenta Finlandia con un 0,7% y la máxima Bélgica con el 14.5. En el cuadro II.4 se muestra un resumen de los valores europeos donde las diferencias entre países son significativas para todo tipo de empresa menos que para las empresas bajo control de otra empresa, lo que concuerda con las hipótesis de La Porta et al.(1999).

CUADRO II.4.

Propiedad y control de grandes empresas en países con diferentes grados de protección. Límite de control al 20% para el mayor accionista. Porcentaje de empresas clasificadas según el tipo de accionista que tiene el control. Países Europeos

promedios	Control Disperso	Familias	Estado	Empresas no financieras	Empresas financieras
Países anglosajones	65.5	25.24	0.81	1.54	6.92
Origen francés	20.04	61.13	5.72	1.97	10.98
Origen alemán	17.55	59.24	10.52	1.65	9.68
Origen escandinavo	36.7	47.1	11.81	0.65	2.79
diferencia	(0,0001)***	(0,0001)***	(0,074)*	(0,65)	(0,018)**

Fuentes: Claessens et al. (2000), Faccio y Lang (2002), y elaboración propia

Entre paréntesis valores de la probabilidad de F.

*,** y *** diferencias significativas al 10, 5 y 1% respectivamente.

Si nos centramos en la estructura de los países asiáticos, vemos en el cuadro II.3 que domina el control familiar

independientemente del origen de sus normas legales, con la única excepción de Japón. Dejando aparte Japón, el máximo porcentaje de empresas familiares se da en Indonesia con un 71,5 % y el mínimo en Filipinas con el 44,6%, siendo el promedio del 58,0%. Pero al mismo tiempo existen un porcentaje importante de control disperso en bastantes países, como por ejemplo en Corea y Taiwán con porcentajes del 43,2 y 26,2% respectivamente. También hay que anotar que el control por parte de otra empresa es importante en casi todos los países, menos en Corea y Malasia. El Estado mantiene un control importante en Malasia y Singapur con los respectivos porcentajes de 13,4 y 23,5%.

En cambio, la estructura de propiedad de las empresas niponas es completamente diferente. Predominan las empresas con control disperso con poca participación de empresas familiares o del Estado. Según los datos incluidos en el cuadro II.3 las empresas japonesas parecen que siguen el patrón de las empresas anglosajonas. Es verdad, que después de la segunda guerra mundial los japoneses han adoptado leyes inspirados en la legislación norteamericana, lo que podría explicar esta situación. De todos modos, con estos datos es difícil apreciar las estructuras de los *keiretsu* japonesas y los *chaebols* coreanos. El cuadro II.5 resume los datos de las empresas en los países asiáticos.

CUADRO II.5.

Propiedad y control de grandes empresas en países con diferentes grados de protección. Límite de control al 20% para el mayor accionista. Porcentaje de empresas clasificadas según el tipo de accionista que tiene el control. Países Asiáticos

promedios	Control Disperso	Familias	Estado	Empresas no financieras	Empresa financieras
Origen anglosajón	7.3	62.7	11.6	13.3	5.1
Origen francés	12.5	58.1	5.2	20,0	4.8
Origen alemán	49.7(34.7)	35.4(48.3)	1.7(2.2)	8.9(11.8)	4.2(3)
diferencia	(0,0034)**	(0,14)	(0,24)	(0,3)	(0,93)

Fuentes: Claessens et al. (2000), Faccio y Lang (2002), y elaboración propia

La clasificación de Familias incluyen tanto las familias como empresas no cotizadas.

La última fila "diferencia" indican valores de la probabilidad de F. Los datos entre paréntesis de los países de origen alemán son excluyendo a Japón

*,** y *** diferencias significativas al 10, 5 y 1% respectivamente.

Vemos que todas las diferencias resultan no significativas menos para las empresas de control disperso. No obstante como vimos ya en el cuadro II.3 los datos japoneses difieren considerablemente de los otros países. Si dejamos fuera a Japón del análisis, las diferencias son significativas excepto para las empresas bajo control estatal. Llama la atención el hecho de que en los países de tradición anglosajón tengan un número tan pequeño de empresas de control disperso y tantas de control familiar muy diferente de lo que hemos visto para los países europeos. Si comparamos los cuadros II.4 y II.5 también vemos grandes diferencias entre los países europeos y asiáticos, lo que implica que el origen legal no debe ser la única variable explicativa sobre el sistema de control de las empresas.

No sólo es interesante conocer la tipología de los accionistas sino también la concentración del accionariado. Los datos recogen el porcentaje de votos que tiene el accionista mayoritario y que se muestra en el cuadro II.6. Los datos provienen de Faccio y Lang(2002) para las empresas europeas y para las asiáticas de Claessens et al.(2000). Las muestras constan de 4.806 empresas europeas y 2.611 asiáticas. En ambos casos todas las empresas cotizan en bolsa, incluyen empresas

financieras y no financieras, y el accionista mayoritario tiene por lo menos el 5% de los votos.

CUADRO II.6.

Porcentaje de voto del mayor accionista. Promedio para cada país y conjunto de países

Países europeos	Porcentaje de votos	Países asiáticos	Porcentaje de votos
Origen anglosajón (promedio)	23.3	Origen anglosajón (promedio)	29.8
Irlanda	21.6	Hong Kong	28.1
Reino Unido	25.1	Malasia	28.3
		Singapur	27.5
		Tailandia	35.3
Origen francés (promedio)	44.4	Origen francés (promedio)	29.0
Bélgica	40.1	Filipinas	24.4
España	44.2	Indonesia	33.7
Francia	48.3		
Italia	48.43		
Portugal	41		
Origen alemán (promedio)	51.6	Origen alemán (promedio)	15.7 (18.4)
Alemania	54.5	Corea	17.8
Austria	53.5	Japón	10.3
Suiza	46.7	Taiwan	19,0
Origen escandinavo (promedio)	33.3		
Finlandia	37.4		
Noruega	31.5		
Suecia	31,0		
diferencia	(0,0001)***	(0,014)**	

Fuentes: Claessens et al.(2000), Faccio y Lang (2002), elaboración propia. Los datos entre paréntesis de la fila origen alemán excluye a Japón.

En la fila diferencia los valores entre paréntesis son las probabilidades del test F de diferencias entre los valores promedio de cada grupo de origen legal.

** y *** diferencia significativa al 5 y 1% respectivamente.

Con una simple inspección del cuadro II.6 se aprecian diferencias entre los países y sobre todo destacan los altos valores en las empresas de Europa continental. Las diferencias son todas significativas tanto según el origen legal como según el área geográfica. No obstante, las diferencias observadas

entre las empresas de Asia no son tan grandes, especialmente se acercan los valores para los países de origen legal anglosajón y francés. Los menores porcentajes de votos se encuentran en Corea y Japón. Como no se han tenido en cuenta el tamaño de las empresas podría ser una causa de este hecho ya que en estos países es donde nos encontramos con los grandes grupos de empresas.

4. La estructura de propiedad de las empresas españolas

La caracterización de la estructura de propiedad de las empresas españolas es sensible al número de observaciones que se analizan, la base de datos de donde provienen las informaciones y el año en que se realiza el cómputo para el análisis. La variedad de resultados mostrados en los diferentes estudios de comparación internacional de estructuras de propiedad en diversos países, en aquellos que se refiere a España es muy elevada e incluso a veces presentan resultados opuestos. Faccio y Lang(2002) toman datos de 632 empresas españolas registradas en la comisión nacional del mercado de valores (CNMV) española en el año 1998, un número elevado que supuestamente debe incluir las sociedades de inversión mobiliaria. Laporta et al(1999) utilizan en su muestra las 20 mayores empresas españolas por capitalización y otra muestra de 10 empresas cuya capitalización es mayor de 500 millones de dólares. Gutiérrez y Tribó(2002) en un detallado trabajo sobre los accionistas significativos en España utilizan una muestra de 3504 empresas de la base de datos de Informa a partir de notificaciones al registro mercantil. También Crespí y García-Cestona(2001) con datos de 1995 de la CNMV analizan una muestra de 394 empresas cotizadas, de las cuales 193 son empresas no financieras.

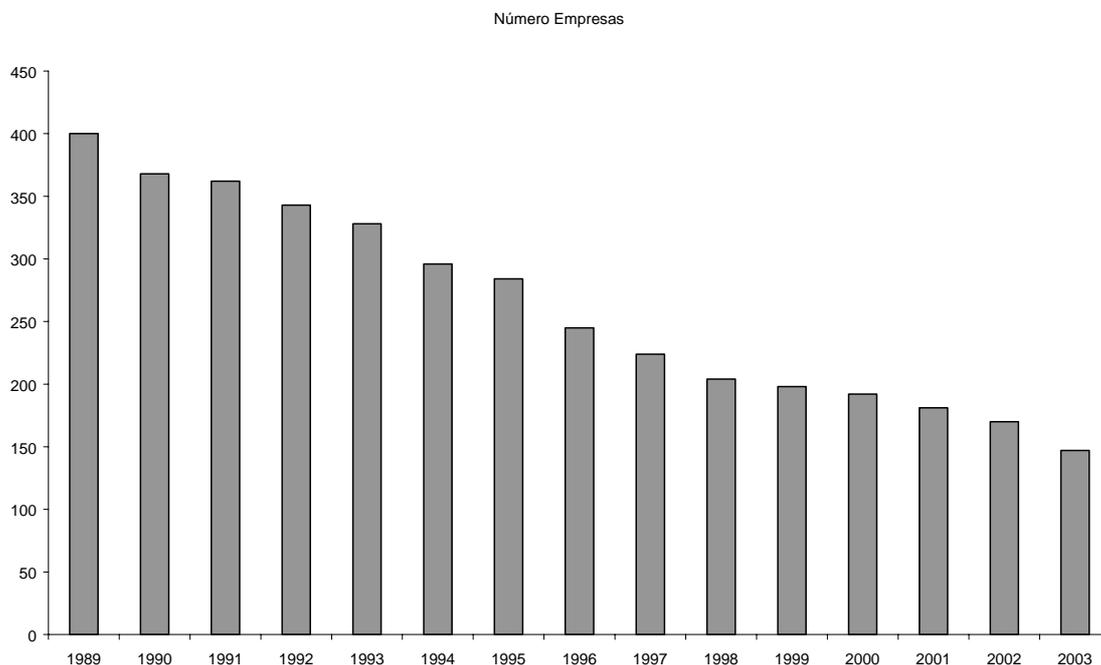
Entre estas aproximaciones existen diferencias significativas en los resultados, fruto del análisis de los datos, al determinar los porcentajes de control disperso o de la participación estatal por citar dos ejemplos. Para Faccio y Lang(2002) el porcentaje de empresas españolas con control disperso es del 26.5%, para Laporta et al.(1999) existe un 35% de empresas catalogables de control disperso y para Gutierrez y Tribó(2002)

un 7.1% para un concepto similar. La participación estatal en las empresas españolas cotizadas lo cifran 2,3% de valor promedio en Crespí y García-Cestona(2001) mientras que el porcentaje de empresas españolas bajo control del estado para Laporta et al.(1999) es del 30%, y para Faccio y Lang(2002) el 4,1%.

Ante estas disparidades en la catalogación de las estructuras de propiedad presentamos evidencia empírica detallada para el conjunto de sociedades anónimas por acciones cotizadas en los mercados de capitales españoles desde el año 1989 hasta el año 2003. Los datos recogen todas las participaciones significativas (iguales o superiores al 5% del capital) y las participaciones accionariales de los consejeros (sea cual sea su participación) de las empresas españolas manufactureras y de servicios y las entidades bancarias, quedando excluidas las sociedades financieras de inversión mobiliaria. El gráfico II.1 recoge la evolución del número de empresas cotizadas que cumplen el mencionado criterio con información sobre participaciones significativas en los registros de la CNMV. La disminución del número de empresas obedece en primer lugar a una política de regularización y ajuste de empresas admitidas a cotización con bajos niveles de contratación y que todavía seguían en los registros. También ha habido procesos de fusión que han supuesto la desaparición de determinados valores en las bolsas sin ser compensados por la aparición de nuevos valores en el conjunto de los años analizados. El número de observaciones decrece desde las 400 empresas no financieras más las bancarias para el primer año de actividad de registro de la CNMV, el año 1989, hasta las 147 empresas recogidas en el año 2003.

GRÁFICO II.1

Número de empresas no financieras y empresas bancarias incluidas en los registros de la CNMV. Período 1989-2003.



Fuente: elaboración propia a partir de los registros de participaciones significativas de la CNMV

La evolución temporal de la estructura de la propiedad permite analizar con mayor detalle sus cambios recientes a la vez que supera los problemas derivados del sesgo en la selección del período de análisis. Las catalogaciones por tipología de propiedad y límites con los que trabajamos en este estudio son idénticas a las utilizadas en los trabajos internacionales mencionados de definiciones con la finalidad de conseguir mayor homogeneidad. Los cuadros reflejan la distribución de la propiedad en la muestra de empresas fijándonos únicamente en el control del mayor accionista. De esta forma ganamos en homogeneidad pero perdemos en riqueza de matices, en la medida que un corte al 10% de propiedad en manos del primer accionista, e incluso al 20%, no necesariamente recoge que el mayor accionista pueda alcanzar participaciones promedio cercanas al 50% como ocurre frecuentemente con los datos españoles, o que la suma de los dos mayores accionistas supere con facilidad la mayoría de las acciones de las empresas.

Aún con estas restricciones, y tomando el límite de control al 10% para el mayor accionista, una de cada diez empresas puede catalogarse como "control disperso" para el período analizado. Efectivamente, según los datos del cuadro II.7 la proporción de empresas de control disperso era del 6%, o visto de otra manera, el 94% de las empresas cuentan con un accionista mayoritario con un paquete de control de más del 10% o superior.

Si la restricción la imponemos a paquetes de control del 20%, como muestra el cuadro II.8, la proporción de empresas bajo la denominación de control disperso era del 23,2% en el año 1995. Se trata de una estructura de propiedad altamente concentrada que durante los quince últimos años ha seguido una evolución con una ligera forma de U: mayores tasas de dispersión en los primeros años, con una mayor concentración a mediados de los años 90 con un retorno hacia la situación inicial en los años más recientes. Estas tendencias en la distribución de empresas bajo control disperso, se pueden desagregar en función de la tipología de accionista de control. Efectivamente podemos conocer la magnitud de las participaciones significativas de los inversores individuales o familiares, de las empresas no financieras y de las empresas financieras entre las que es posible distinguir las bancarias y las no bancarias. También se computan las participaciones estatales o bajo control gubernamental. En esta tipología de accionistas se toman en consideración las participaciones directas y los derechos de voto que les confieren las participaciones indirectas, a través de sociedades controladas, de modo que evitamos duplicidades en el cómputo. Los inversores catalogados como empresas financieras no bancarias como mayor accionista tienen un comportamiento relativamente estable a lo largo del tiempo. Al límite de control del 10% los porcentajes giran alrededor del 6,5% y al límite del 20% alrededor del 5%. La mayoría de las empresas han estado bajo control de una empresa no financiera durante los últimos 15 años, ya sea el límite de control al 10% como al 20%. Los porcentajes respectivos son el 39,5 y el 33% de las empresas cotizadas para el año 2003. Las participaciones de la banca como mayor accionista han decrecido a lo largo del período analizado,

aún manteniendo valores equiparables con los reportados por Faccio y Lang(2002). El control de las familias e individuos mantiene el segundo nivel de importancia por detrás de las empresas no financieras, con algunos altibajos a lo largo de los últimos 15 años. La decreciente participación estatal durante estos años es debida al proceso de privatizaciones de los sucesivos gobiernos, con mayor intensidad a partir del año 1996 aspecto que se aborda en un punto específico posterior en este trabajo.

De la comparación con el cuadro II.3 destaca la diferente atribución de importancia a las participaciones mayoritarias de familias y de empresas no financieras que es debida al concepto de "propietario último" de Faccio y Lang(2002). En este proceso de asignación de derechos de voto los autores distinguen entre familias identificadas (próximo a nuestro concepto de familia e individuo) y empresas no cotizadas, es decir, se consideran que el último propietario de las acciones de una empresa no cotizada es de control familiar. Ésta es una aproximación discutible en la medida que en el extremo siempre existe un individuo o familia como último propietario de cualquier valor, generalmente por vía indirecta.

CUADRO II.7.

**Propiedad y control de grandes empresas cotizadas en España.
Límite de control al 10% para el mayor accionista. Porcentaje de
empresas clasificadas según el tipo de accionista que tiene el
control. Período 1989-2003. España.**

Año	Control Disperso	Familias	Estado	Empresas no Financie ras	E. Financier as no Bancarias	Bancos	Empresas Muestra
1989	12,3	24,0	5,5	32,8	6,8	18,5	400
1990	12,0	23,9	5,7	31,5	8,4	18,5	368
1991	11,6	21,3	7,2	34,5	8,0	17,4	362
1992	10,5	23,0	7,9	35,6	6,4	16,6	343
1993	7,6	24,4	7,6	36,0	5,8	18,6	328
1994	8,1	24,7	7,8	35,5	7,1	16,6	296
1995	6,0	28,5	7,7	32,7	6,7	18,0	284
1996	6,1	22,0	8,6	35,9	6,5	20,0	245
1997	8,0	17,9	7,7	39,7	7,1	17,9	224
1998	12,7	15,7	4,4	41,2	8,3	17,6	204
1999	13,1	19,2	4,5	41,9	5,6	15,7	198
2000	10,9	21,9	3,6	41,7	6,3	15,6	192
2001	9,4	24,9	2,2	39,2	5,0	18,8	181
2002	10,0	25,9	1,2	40,0	5,3	17,1	170
2003	10,2	27,9	0,7	39,5	4,8	16,3	147

Fuente: elaboración propia a partir de los registros de participaciones significativas de la CNMV

CUADRO II.8.

**Propiedad y control de grandes empresas cotizadas en España.
Límite de control al 20% para el mayor accionista. Porcentaje de
empresas clasificadas según el tipo de accionista que tiene el
control. Período 1989-2003. España.**

Año	Control Disperso	Familias	Estado	Empresas no Financieras	E. Financieras	
					no Bancarias	Bancos
1989	30,5	15,5	4,8	27,3	5,8	15,3
1990	28,3	16,8	4,9	25,8	7,6	16,0
1991	26,0	15,5	6,4	28,5	7,2	15,5
1992	24,8	17,2	7,3	30,0	5,5	14,0
1993	22,0	18,6	7,0	32,3	5,2	14,0
1994	24,3	17,2	7,1	31,8	5,4	13,9
1995	23,2	20,1	7,0	29,9	5,3	14,4
1996	23,7	16,7	8,2	31,0	6,1	14,3
1997	25,9	12,9	7,0	33,0	6,3	12,9
1998	30,9	10,3	4,4	35,3	6,4	12,7
1999	28,8	15,2	4,5	37,4	4,0	10,1
2000	27,1	17,2	3,6	37,0	4,7	10,4
2001	26,0	21,0	2,2	34,8	3,9	12,2
2002	24,7	22,9	1,2	36,5	4,7	10,0
2003	29,9	23,1	0,7	33,3	4,1	8,8

Fuente: elaboración propia a partir de los registros de participaciones significativas de la CNMV

Sin embargo no son únicamente las sociedades no cotizadas y las familias la tipología de accionistas que hacen uso de participaciones indirectas para apalancar su posición financiera en relación con el poder de voto que pueden ejercer. El uso de estructuras piramidales es muy frecuente en países como Italia. Bianchi, Bianco y Enriques(2001) documentan este extremo que no se repite con la misma intensidad en otros países, aunque se haga uso de esta técnica de ingeniería financiera.

Para el caso español es posible computar, con los datos de la CNMV, los niveles de utilización de participaciones indirectas a través de terceras empresas con la finalidad de desviarse de la estricta proporcionalidad entre participación económica y poder político. Esta práctica es atribuible a toda la tipología de

accionistas mayoritarios presentada en los cuadros anteriores, aunque con grados de intensidad diferentes.

El cuadro II.9 ilustra la proporción de empresas que tienen al mayor accionista con un 20% del capital de la sociedad, separada por tipo de accionistas, que hacen uso de las participaciones indirectas. Las participaciones individuales, que atribuimos al epígrafe de "familias" utilizan con elevada y creciente frecuencia participaciones indirectas a través de terceras persona o sociedades controladas. Esta práctica también ha sido habitual en el pasado por la propia administración pública, especialmente a través de las participaciones a través de empresas públicas y no siempre con el control del 100% de ellas.

Alrededor de la mitad de las empresas financieras no bancarias donde el mayor accionista ostenta paquetes del 20% o superiores utilizan participaciones indirectas, y el porcentaje es ligeramente superior al de las empresas no financieras, con una tendencia creciente a lo largo del tiempo. Mención aparte merecen los bancos como accionista mayoritario donde la proporción de éstos que hacen uso de participaciones cruzadas es muy elevada, siendo el 100% en los últimos años. Ello se explica en múltiples ocasiones por la existencia de bancos filiales cotizados, en los cuales los bancos matrices aparecen como accionista mayoritario. Estas participaciones en algunos casos alcanzan el 100%, y por tanto no suponen apalancamiento de sus posiciones como accionista mayoritario, en otros sólo son participaciones por debajo del 50%, situación que permite el control efectivo con bajas aportaciones económicas.

CUADRO II.9.

Proporción de empresas con poderes de voto del mayor accionista superiores al 20% que utilizan participaciones indirectas. Porcentajes por tipología de accionista. Período 1989-2003. España.

Año	Familias	Estado	E. Financieras		
			Empresas no Financieras	no Bancarias	Bancos
1989	48,4	78,9	36,7	30,4	86,9
1990	59,7	77,8	47,4	46,4	88,1
1991	58,9	82,6	42,7	46,2	85,7
1992	66,1	80,0	50,5	47,4	89,6
1993	67,2	82,6	46,2	41,2	80,4
1994	62,7	85,7	50,0	43,8	80,5
1995	66,7	80,0	56,5	53,3	73,2
1996	63,4	80,0	56,6	73,3	68,6
1997	55,2	80,0	66,2	57,1	69,0
1998	71,4	66,7	63,9	53,8	73,1
1999	73,3	44,4	56,8	62,5	85,0
2000	72,7	28,6	57,7	55,6	95,0
2001	78,9	25,0	54,0	71,4	95,5
2002	82,1	0,0	41,9	75,0	100,0
2003	76,5	0,0	55,1	66,7	100,0

Fuente: elaboración propia a partir de los registros de participaciones significativas de la CNMV

El grado de desviación de las participaciones en términos monetarios y en términos políticos, cuando los inversores utilizan participaciones indirectas no es muy elevado, por debajo de los valores tradicionalmente mostrados para países como Italia. Efectivamente en el cuadro II.10 apreciamos como los grados de dispersión promedio para todos los colectivos y los 15 años analizados en ningún caso llegan al 50%, con diferencias importantes en los comportamientos de los diversos tipos de accionistas. Un análisis de mayor a menor profundidad en el apalancamiento sobre participaciones indirectas nos muestra como los inversores financieros no bancarios son los que en mayor medida apalancan sus participaciones para detentar mayor poder de voto, por unidad monetaria invertida. Ello es debido a que la mayoría de estos inversores utilizan con mayor frecuencia participaciones indirectas y cuando las usan lo hacen

con desviaciones fuertes (bajo porcentaje de acciones de las participadas) que a lo largo del tiempo siguen una forma de U ya comentada en otros epígrafes. Los inversores individuales, catalogados bajo la denominación de familias aplican grados de apalancamiento del poder de voto sobre las participaciones económicas con tasas algo más bajas a los de los inversores financieros no bancarios. Ello es fruto, nuevamente, de recurrir de forma frecuente a participaciones indirectas y en estos casos con niveles de control sobre las sociedades participadas relativamente bajos. Las empresas no financieras como mayor accionista con el 20% de participación no apalancan de forma significativa sus participaciones indirectas, lo que da como resultado una reducida desviación del poder económico sobre el poder de voto. Los bancos cuando detentan la posición de mayor accionista tienen las tasas de utilización de participaciones indirectas más elevadas, pero a diferencia de los casos anteriores lo hacen en muchos casos con participaciones sobre filiales del 100% del capital, resultando, en consecuencia, desviaciones poco significativas del poder económico y poder político. Una explicación a este fenómeno es la existencia de bancos filiales, con marcas diferentes y otras empresas del grupo que controlan de forma total y que sirven de vehículo para sus inversiones como accionistas de control en empresas cotizadas. Una mención aparte merecen las participaciones estatales, a las que dedicamos un apartado específico.

El análisis longitudinal de los patrones de utilización de las participaciones indirectas mediante empresas interpuestas no aporta información ni matices adicionales, mostrando un comportamiento aleatorio, sin una tendencia remarcable.

CUADRO II.10.

Desviación promedio del poder de voto en relación a la participación económica para empresas con participaciones del mayor accionista superiores al 20% que utilizan participaciones indirectas. Período 1989-2003. España.

Año	Familias	Estado	Empresas no Financieras	Em. Financieras no Bancarias	Bancos
1989	22,1%	13,6%	11,6%	45,4%	12,7%
1990	19,8%	12,5%	11,8%	26,7%	12,5%
1991	19,9%	16,1%	13,4%	23,2%	10,1%
1992	20,1%	18,6%	10,7%	30,6%	11,2%
1993	18,0%	17,5%	11,2%	28,1%	11,7%
1994	15,7%	17,5%	13,8%	25,8%	12,8%
1995	19,2%	18,9%	13,7%	30,6%	13,4%
1996	23,0%	19,9%	9,7%	28,6%	9,1%
1997	30,0%	22,3%	5,8%	21,7%	7,1%
1998	25,1%	22,4%	3,7%	19,3%	6,9%
1999	7,9%	24,3%	4,4%	19,4%	4,4%
2000	15,7%	31,3%	5,8%	18,4%	0,7%
2001	9,9%	49,1%	3,5%	10,8%	1,0%
2002	38,8%	-	5,2%	46,2%	2,7%
2003	32,7%	-	19,2%	41,0%	6,9%

Fuente: elaboración propia a partir de los registros de participaciones significativas de la CNMV

Este análisis detallado de la propiedad y el control en España de las grandes sociedades anónimas por acciones cotizadas se ajusta en cierto modo a los valores promedio de las clasificaciones de países a los que se atribuye "menor protección" del inversor. También es cierto que, dada la variedad de estructuras, independientemente del origen legal del cual provienen, el ajuste al origen francés no es el único en el que tendría cabida la estructura de propiedad de las empresas españolas. La importancia de las empresas financieras como mayor accionista es muy relevante, y la distinción entre empresas bancarias y no bancarias nos permite ver su tendencia ligeramente decreciente a lo largo de los últimos años. Las empresas no financieras y las familias son el núcleo más estable como mayor accionista, cubriendo entre ambos más del 50% de las empresas si el control se fija al 20%. El control disperso, sin

tener accionista de referencia al corte del 20%, afecta entre un 25 y un 30% de las empresas cotizadas dependiendo del año.

Esta descripción se restringe al mayor accionista, sin considerar que propietarios de menor importancia pueden ser relevantes en la explicación de la estructura de propiedad. Si la pregunta es acerca de qué porcentaje de la propiedad detentan los diversos tipos de accionistas en las grandes sociedades cotizadas, EL cuadro II.11 refleja que para 1989 el 19,5% estaba en manos de las familias, valor promedio para las empresas registradas en la CNMV en este año. La suma en cada uno de los años analizados de las participaciones de los diferentes tipos de accionistas refleja la distribución de propiedad conocida de las empresas, siempre refiriéndonos a las declaraciones por encima del 5% del capital. La diferencia de esta suma respecto al 100% del capital es desconocido para los registros oficiales y puede interpretarse como una aproximación al capital flotante para estas empresas. El porcentaje no identificado es decreciente a lo largo del tiempo, esencialmente por la creciente importancia como accionistas de las familias o individuos, con sus participaciones directas e indirectas, y las participaciones de las empresas no financieras, que recogen el mayor peso en la distribución de la propiedad de las sociedades cotizadas. Las entidades bancarias han tenido una evolución creciente con un retroceso en los años más recientes y la participación de empresas financieras no bancarias, sin ser excesivamente relevante ha ido creciendo. En conjunto la suma de participaciones de empresas financieras, bancarias y no bancarias, ha crecido a la vez que las participaciones estatales es insignificante después del proceso de privatizaciones.

El resultado muestra como la distribución de las participaciones significativas de todos los accionistas, sigue un patrón similar al de las participaciones del accionista mayoritario cuando está por encima del 10% y del 20%, una correlación que se utiliza frecuentemente en los estudios sobre gobierno empresarial y concentración de propiedad. Es una buena aproximación de la estructura de propiedad la distribución de participaciones del mayor accionista, aunque matices sobre la importancia relativa

de segundos o sucesivos accionistas significativos y su identidad han merecido atención en la literatura de gobierno empresarial.

CUADRO II.11.

Propiedad y control de grandes empresas cotizadas en España. Promedio de las participaciones por tipología de accionistas declaradas como participaciones significativas en la CNMV.. Período 1989-2003. España.

Año	Familias	Estado	Empresas no Financieras	E. Financieras no Bancarias	Bancos
1989	19,5	3,7	20,3	4,7	11,0
1990	18,7	3,7	21,1	4,8	11,4
1991	17,6	4,7	24,1	4,8	12,0
1992	18,9	5,3	26,1	4,8	11,2
1993	19,6	5,2	26,8	4,5	12,1
1994	19,6	5,2	26,8	4,9	11,8
1995	22,1	5,0	24,8	4,8	12,5
1996	18,8	5,7	28,6	5,6	13,6
1997	15,5	5,0	31,8	5,6	14,6
1998	13,2	2,7	32,7	6,4	15,7
1999	21,2	2,5	34,5	6,0	14,6
2000	21,8	2,1	36,3	6,7	15,3
2001	24,8	1,7	35,7	6,6	16,9
2002	28,1	0,9	37,4	7,0	14,8
2003	30,7	0,4	36,9	6,3	12,9

Fuente: elaboración propia a partir de los registros de participaciones significativas de la CNMV

4.1. La sustitución del estado en las empresas privatizadas

Desde una perspectiva teórica las privatizaciones pueden perseguir objetivos muy diversos, algunos de tipo estrictamente político. Más allá de sacar del ámbito del estado empresas con pérdidas o ingresar fondos de las privatizaciones para mejorar las cuentas públicas, o facilitar la competencia por la vía de la desregulación de los antiguos monopolios públicos apoyados en privatizaciones, Megginson et al.(1994) remarcan el interés de los gobiernos por maximizar el número de accionistas, incluso

por encima de otros objetivos como maximizar los ingresos por la privatización. Las explicaciones provienen de la irreversibilidad que supone la dispersión accionarial de las empresas una vez privatizadas. Este comportamiento supone acrecentar el problema de información asimétrica entre el estado después de la privatización y el conjunto de accionistas que asumen el riesgo. Estas relaciones entre incertidumbre, precio de las acciones y estrategias de señalización sobre la calidad de los activos que se privatizan se pueden seguir en Pagano et al.(1998). El fundamento teórico lo muestra Perotti(1995) quien plantea el problema de información asimétrica una vez llevada a cabo la privatización. El comportamiento gubernamental, según su modelo, puede ser de no interferencia después de la privatización o bien puede llevar a cabo acciones de redistribución mediante cambios en la política o mediante otros mecanismos que pueden afectar la riqueza de los nuevos accionistas. En este contexto el trabajo teórico anticipa que para las privatizaciones de grandes empresas, con paquetes importantes de acciones, la salida a precios bajos (*underpricing*) es imprescindible, siendo aún mayor este efecto cuando existen posibles intervenciones futuras mediante la regulación. Ello conlleva a diferentes configuraciones de la estructura de propiedad que se basan en las condiciones de salida de las privatizaciones, ya sea por volumen o bien por salidas a precios ventajosos.

Las privatizaciones en el estado español se han realizado mediante fórmulas de precio fijado de antemano, incorporando incentivos dirigidos a los pequeños inversores con reglas de pro-rata favorables o incluso mediante bonos y derechos ejecutables tras el mantenimiento de las acciones de las empresas privatizadas tras un periodo de tiempo prefijado. Ha habido procesos de privatización parcial, especialmente hasta 1996 y privatizaciones totales a partir de esa fecha, aunque manteniendo derechos políticos mediante las "acciones de oro" en empresas privatizadas de sectores considerados estratégicos como las telecomunicaciones.

Las cuestiones que nos planteamos aquí son acerca de este proceso de privatizaciones y la sustitución del papel del estado por otros tipos de accionistas. ¿Qué tipo de accionistas de control sustituyen al estado? ¿Hasta que punto la dispersión accionarial ha cambiado la configuración de la propiedad de estas empresas?. Hemos comprobado en el cuadro II.7 como para el caso del estado como mayor accionista de control con un 10% se ha pasado de un porcentaje superior al 7% en la mitad de la década de los 90 hasta su casi total desaparición en el año 2003. Si el límite de control se fija en el 20%, con los datos del cuadro II.8, las proporciones de empresas bajo control estatal casi no cambian pues están recogiendo el proceso de privatización parcial seguido por los gobiernos socialistas, y la posterior caída se explica por las privatizaciones totales de los gobiernos conservadores. Este decrecimiento en las participaciones tiene su reflejo en la desviación del promedio del poder de voto mostrado en el cuadro II.10. A medida que se iban privatizando⁴ las empresas se mantenían participaciones indirectas con un menor porcentaje de control de la empresa participada. Con ello la relación entre poder de voto y participación económica era mayor. El control mediante acciones de oro, que confieren un poder de veto para determinadas decisiones de las empresas privatizadas ha expirado a mediados de 2004 par algunas empresas mientras que la "acción de oro" en tres empresas privatizadas, Repsol, Telefónica y Endesa, expiran en febrero de 2006, febrero de 2007 y mayo de 2008, respectivamente⁵.

⁴ Es importante notar como al reducir el número de empresas que tiene la catalogación de su mayor accionista como estatal, el número de observaciones se reduce y los valores de la tabla 10 muestran mayores distorsiones de las participaciones indirectas porque la muestra corresponde a un número muy reducido de empresas cotizadas.

⁵ Las autoridades españolas, en octubre de 2004 se han comprometido ante la Comisión Europea a modificar la ley que regula la 'acción de oro' en las empresas privatizadas, en respuesta al segundo

El peso de las participaciones estatales en el conjunto de accionistas significativos también ha desaparecido, cuando antes tenía valores entre el 4 y el 5% en la década de los 90. Este extremo que muestra el cuadro II.11 da pie a la pregunta que apuntábamos anteriormente: ¿cuál ha sido el proceso de sustitución del estado como accionista?

El gráfico II.2 es una representación gráfica de las participaciones de los diversos tipos de accionistas en las empresas públicas. En él se incluyen todas las empresas que en las bases de datos de la CNMV, desde 1989 hasta 2003 en algún momento tenían como accionista significativo una institución pública (por ejemplo la Dirección General del Patrimonio del Estado) o bien una empresa pública, en la que entre sus accionistas de control figurara un organismo estatal (por ejemplo empresas entre cuyos accionistas figuraba Telefónica cuando ésta tenía entre sus accionistas al estado). También se considera participación estatal la que se ejerce de manera indirecta través de los mencionados organismos públicos o empresas públicas cuando éstas estaban controladas por la Administración Pública.

La muestra recoge las empresas vivas durante todo el período, reflejando la estructura de propiedad de 50 sociedades cotizadas que en algún momento en los 15 últimos años han sido participadas por el estado directa o indirectamente. El número de observaciones varía por tanto a lo largo del período de análisis y los datos se muestran como promedio de las participaciones de los diversos colectivos o tipos de accionistas. El primer dato significativo es ver como el promedio de las participaciones estatales en este grupo de empresas se mantiene por encima del 25% hasta el año 1997 en el cual se acelera el proceso de privatizaciones hasta la actualidad, en la que el porcentaje en las empresas que siguen

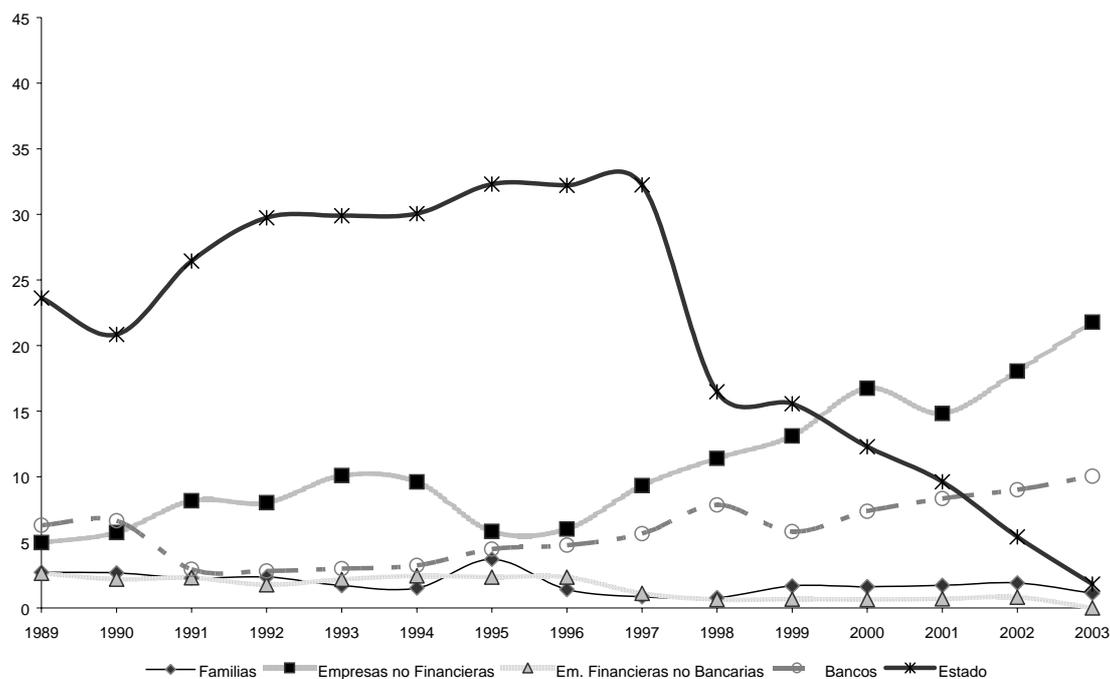
expediente que inició Bruselas contra España el 15 de julio de 2004 al exigir una corrección de la situación.

cotizando en los mercados de valores está entorno al 1% de valor promedio debido a que en la mayoría de ellas la participación estatal es nula.

Si nos fijamos pues en este grupo de empresas "públicas", a lo largo del tiempo observamos que el decrecimiento de la participación estatal tiene dos efectos sobre la estructura de propiedad. El primer efecto es sobre el grado de concentración de le propiedad y una segunda consecuencia se refleja en los cambios en los accionistas de referencia.

GRÁFICO II.2

Porcentaje de propiedad promedio, con participaciones directas e indirectas, por tipología de accionistas en la empresas cotizadas que han tenido participación estatal superior al 5% en algún momento del período 1989-2003.



Fuente: elaboración propia a partir de los registros de participaciones significativas de la CNMV

Efectivamente, de los datos de las empresas cotizadas que han tenido participación estatal en algún momento desde 1989 hasta la actualidad se comprueba que el promedio de participaciones ha pasado del 45% al 35% al final del año 2003, un síntoma claro de menor concentración de propiedad y mayor porcentaje de acciones en manos de accionistas no significativos.

En cuanto a la sustitución del rol de accionista de referencia, los datos de la CNMV muestran que las participaciones estatales se han sustituido por participaciones de empresas no financieras y en menor medida por participaciones de las entidades bancarias. El gráfico II.2 muestra el proceso de sustitución del estado y destaca el comportamiento de la tendencia a partir de 1997. A partir de este año se acentúa el proceso privatizador, que coincide con el fuerte crecimiento de las participaciones de las empresas no financieras, que aún recientemente siguen consolidando sus posiciones. Las participaciones bancarias también parecen compensar la salida del estado como accionista significativo. Las participaciones de individuos o familias y empresas no financieras no han variado sustancialmente a pesar de la salida del estado.

Este análisis descriptivo de la estructura de propiedad de las empresas con participación estatal y la sustitución del estado por otros accionistas de control sugiere que los centros de decisión se mueven del ámbito público al privado. Sin embargo la permanencia de administradores de las empresas privatizadas, con nuevos núcleos de control estable o con accionariado disperso, y que fueron nombrados cuando la participación estatal todavía era significativa, ha generado cierta polémica. Son los resultados de estas empresas y el grado de competitividad en los mercados de productos y servicios, como mercados de capitales los que han de confirmar o no esta conjetura, aspecto que queda fuera del alcance de este trabajo.

CONCLUSIONES

La estructura de propiedad de las grandes sociedades anónimas ha ocupado un lugar importante en el debate del gobierno de las empresas desde Berle y Means(1932) que fueron pioneros en el estudio empírico sobre las empresas estadounidenses. En la última década se han ampliado los estudios al incluir empresas de otros países como ocurre en los trabajos de Franks y Mayer (2001), La Porta et al.(1997,1999), Barca y Becht(2001), Claessens et al.(2000) y Faccio y Lang(2002). En estos estudios se aprecian notables diferencias entre países, en unos hay escasa concentración de la propiedad de las acciones mientras que en otros la concentración es considerable. Sin embargo, no hay unanimidad sobre las causas de tales diferencias. La Porta et al. las justifican por las diferencias en los orígenes de los sistemas legales, siendo los países con menor protección legal a los inversores los que tienen la mayor concentración de propiedad. En cambio, para Carlin y Mayer(2000) la causa puede ser el sector industrial al que pertenece la empresa.

Abordamos la comparación internacional utilizando principalmente los datos de los trabajos de Claessens et al. y de Faccio y Lang. De los datos analizados hemos podido constatar que existen diferencias en la estructura de propiedad entre países y su significatividad, y sobre todo, se nota una gran diferencia entre empresas europeas y las asiáticas a excepción de Japón. En los países asiáticos se encuentran más empresas bajo control familiar que en Europa. Si analizamos cada grupo de países por separado se puede encontrar diferencias según el origen legal imperante en el país, pero no si tomamos las empresas en su conjunto lo que va en contra de los resultados obtenidos por La Porta et al.(1997). En cuanto a la concentración de voto medido como el porcentaje de votos por parte del mayor accionista también existen diferencias entre países según el origen legal y geográfico pero en menor medida. Destacan los porcentajes altos en los países de Europa continental. España como participante en

este grupo no se diferencia del patrón general observado en estos países.

Un detallado análisis de la evolución de la estructura de propiedad en España desde 1989 hasta finales de 2003 para el conjunto de empresas cotizadas, nos muestra el predominio de las empresas controladas por otras empresas no financieras y el control de las participaciones individuales o familiares. Las empresas financieras, que en otros entornos geográficos se denominan inversores institucionales, han perdido peso como accionista mayoritario de control, aún cuando consideramos separadamente las empresas financieras bancarias de las no bancarias, pero mantienen su importancia como accionistas significativos de las grandes empresas cotizadas, con participaciones del orden del 20% en el conjunto de la bolsa española.

Este análisis descriptivo de la estructura de propiedad se ha corregido por las participaciones indirectas, a través de sociedades participadas sobre las cuales, sólo se controla una proporción del capital inferior al 100%, resultando una diferencia entre participación económica y el poder de voto que realmente pueden ejercer. Esta desviación es relativamente reducida si la comparamos con lo que sucede en países como Italia. Son los accionistas individuales o familiares y las empresas financieras no bancarias, cuando son accionistas mayoritarios, los que en mayor medida utilizan participaciones indirectas. Los niveles de desviación entre proporción de acciones y proporción de votos se sitúan del orden de un 32% y del 40% respectivamente a finales de 2003. En cambio las entidades bancarias, aunque utilizan participaciones indirectas lo hacen con grados de control muy elevados sobre sus filiales, resultando un nivel de apalancamiento entre recursos invertidos y poder de voto reducido.

Una mención especial merece el estado como accionista de control en una década en la que se han privatizado numerosas empresas. La proporción de empresas cotizadas bajo control estatal ha pasado de representar un 5% hasta su práctica desaparición. La

pregunta de quién ha sustituido el estado como accionista de referencia tiene una respuesta muy clara: las empresas no financieras y las entidades bancarias son los grupos de control sustitutivos que más se significan en la submuestra de empresas en las que el estado ha mantenido participaciones accionariales significativas alguna vez a lo largo de estos 15 últimos años.

El análisis presentado es de carácter descriptivo, y mantiene los términos de comparación con el contexto internacional, aunque la profundidad en la desagregación de las tipologías de accionistas y la observación longitudinal del proceso cuestiona algunas clasificaciones que acerca de la estructura de propiedad española se mencionan en los estudios comparados a nivel internacional. Esta mayor riqueza hace difícil acertar en la catalogación generalizada que últimamente se impone según sea su origen legal.

BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, F. Y D.GALES (2001: *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge y London.
- BØHREN, Ø Y B. ØDEGAARD, (2001: " Corporate Governance and Economic Performance: A Closer Look", mimeo.
- BARCA, F Y M.BECHT (eds) (2001): *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press
- BERLE, A.A. AND G.C.MEANS (1933): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House
- BIANCHI, M., M. BIANCO AND L. ENRIQUES (2001): "Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy", en BARCA, F., BECHT, M.(eds): *The control of Corporate Europe*. Oxford, Oxford University Press
- CARLIN, W. Y C. MAYER (2000): " Finance, Investment and Growth", mimeo, University of Oxford
- CLAESSENS, S. et al. (2000): "The separation of ownership and control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, págs. 81-112.
- CHO M.H. (1998): " Ownership Structure, Investment, and the Corporate value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 47, págs.103-121.
- CRESPÍ, R. (1998): 'Determinantes de la estructura de propiedad: con datos de panel', *Moneda y Crédito* 206 (Junio), pags. 115-143.
- CRESPÍ, R. Y M. A. GARCÍA-CESTONA (2001): "Ownership and Control of Spanish Listed Firms" en Barca, F., Becht, M.(eds): *The control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press, págs. 207-227.
- CUERVO, A. (1997): *La Privatización de la Empresa Pública*, Madrid, Ediciones Encuentro.
- DEMSETZ, H. AND K.LEHN (1985): "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, págs.1155-1177.
- DEMSETZ, H. Y B.VILLALONGA (2001): " Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7, págs. 209-233.
- EASTERBROOK, F.H. (1997): "International Corporate Differences: Market or Law?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 9/4, págs. 23-29.
- FACCIO, M. Y L.H.P.LANG (2002): "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, 65, págs. 365-395.
- FRANKS, J. Y C.MAYER (2001): "The Ownership and Control of German Corporations", *Review of Financial Studies*, 2001, reprinted in Watson, R., K. Keesey, S. Thompson and M. Wright (eds), *Governance and Ownership*, Cheltenham: Edward Elgar.

- FRANKS, J. Y C.MAYER (1997): "Corporate Ownership and Control in the UK, Germany and France" with J Franks, in D. Chew (ed) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford: Oxford University Press, 1997, reprinted in *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, págs.30-45, 1997, in D. Chew and S. Gillan (ed) *Corporate Governance at the Crossroads: A Book of Readings*, McGraw-Hill, 2005 and J Stern and D. Chew (eds) *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell, 2003.
- GALVE, C. Y V.SALAS (1993): " Propiedad y resultados de la gran empresa española", *Investigaciones económicas*, Vol.XVII (2) págs. 207-238.
- GUGLER K. (ed) (2001): *Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press.
- GUTIERREZ, M AND TRIBÓ, J.A.(2002): "Multiple Large Shareholders in Corporate Control: Evidence for Spain." *SSRN research papers*
- GUTIÉRREZ, M. AND J.A.TRIBO (2004): "Private Benefits Extraction In Closely-Held Corporations: The Case For Multiple Large Shareholders" (August 2004). *ECGI - Finance Working Paper No. 53/2004*; EFMA 2002 London Meetings.
<http://ssrn.com/abstract=302756>
- HARRIS M. Y A.RAVIV (1991): " The Theory of Capital structure", *Journal of Finance*, Vol.XLVI, nº 1, págs.297-352.
- HOLDERNESS C. et al. (1999): " Where the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great Depression", *Journal of Finance*,54, págs.435-469.
- HOLDERNESS C. Y D.SHEEHAN (1988): " The role of majority shareholders in publicly held corporations: An explanatory análisis", *Journal of Financial Economics*, 20, págs.317-346.
- JENSEN, G.R., D.P. SOLBERG Y T.S.ZORN (1992): " Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, págs.247-263.
- JOHNSON, R.A. Y D.W.GREENING(1999): " The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance", *Academy of Management Journal*, Vol.42, nº 5, págs. 564-576.
- KANG, J.K. Y A. SHIVDASANI (1995): " Firm performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, 38, págs.29-58.
- KAPLAN, S.N. Y B.A. MINTON (1994): " Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics*,36, págs.225-258.
- LA PORTA, R. et al. (1997): "Legal Determinants of external Finance" *Journal of Finance*, 52, págs.1131-1180
- LA PORTA, R. et al. (1999): " Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54, págs.471-517.
- LA PORTA, R. et al.(1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, págs. 1113-1155.

- MACEY, J. Y M. O'HARA (2003): «The corporate governance of banks», *Economic Policy Review*, 9, págs. 91-108.
- MAYER, C. (2000): "Ownership matter". Brussels, inaugural lecture.
- MCCONELL, J.J. Y H. SERVAES (1990): " Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 39, págs.595-612.
- MEGGINSON, W. L., NASH, R. C. AND VAN RANDENBORGH, M. (1994): The Financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis, *Journal of Finance*, 49(2), págs. 403-452
- MORCK, R., A.SCHLEIFER Y R. VISHNY (1988): " Management Ownership and Market valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, págs.293-315.
- PAGANO, M., PANETTA, F. AND ZINGALES, L. (1998): "Why do companies go public: an empirical analysis", *Journal of Finance*, 53(1),págs. 27-64.
- PEROTTI, E. C. (1995): "Credible privatization", *American Economic Review*, 85(4), págs.847-859.
- SHLEIFER, A Y R.W.VISHNY (1997): " A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol.LII, nº 2, pp. 737-783
- STULZ, R.M. (1988): "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20, págs.25-54.

Edicions / Issues:

- 95/1 *Productividad del trabajo, eficiencia e hipótesis de convergencia en la industria textil-confección europea*
Jordi López Sintas
- 95/2 *El tamaño de la empresa y la remuneración de los máximos directivos*
Pedro Ortín Ángel
- 95/3 *Multiple-Sourcing and Specific Investments*
Miguel A. García-Cestona
- 96/1 *La estructura interna de puestos y salarios en la jerarquía empresarial*
Pedro Ortín Ángel
- 96/2 *Efficient Privatization Under Incomplete Contracts*
Miguel A. García-Cestona
Vicente Salas-Fumás
- 96/3 *Institutional Imprinting, Global Cultural Models, and Patterns of Organizational Learning: Evidence from Firms in the Middle-Range Countries*
Mauro F. Guillén (The Wharton School, University of Pennsylvania)
- 96/4 *The relationship between firm size and innovation activity: a double decision approach*
Ester Martínez-Ros (Universitat Autònoma de Barcelona)
José M. Labeaga (UNED & Universitat Pompeu Fabra)
- 96/5 *An Approach to Asset-Liability Risk Control Through Asset-Liability Securities*
Joan Montllor i Serrats
María-Antonia Tarrazón Rodón
- 97/1 *Protección de los administradores ante el mercado de capitales: evidencia empírica en España*
Rafael Crespi i Cladera
- 97/2 *Determinants of Ownership Structure: A Panel Data Approach to the Spanish Case*
Rafael Crespi i Cladera
- 97/3 *The Spanish Law of Suspension of Payments: An Economic Analysis From Empirical Evidence*
Esteban van Hemmen Almazor
- 98/1 *Board Turnover and Firm Performance in Spanish Companies*
Carles Gispert i Pellicer
- 98/2 *Libre competencia frente a regulación en la distribución de medicamentos: teoría y evidencia empírica para el caso español*
Eva Jansson
- 98/3 *Firm's Current Performance and Innovative Behavior Are the Main Determinants of Salaries in Small-Medium Enterprises*
Jordi López Sintas y Ester Martínez Ros

- 98/4 *On The Determinants of Export Internalization: An Empirical Comparison Between Catalan and Spanish (Non-Catalan) Exporting Firms*
Alex Rialp i Criado
- 98/5 *Modelo de previsión y análisis del equilibrio financiero en la empresa*
Antonio Amorós Mestres
- 99/1 *Avaluació dinàmica de la productivitat dels hospitals i la seva descomposició en canvi tecnològic i canvi en eficiència tècnica*
Magda Solà
- 99/2 *Block Transfers: Implications for the Governance of Spanish Corporations*
Rafael Crespí, and Carles Gispert
- 99/3 *The Asymmetry of IBEX-35 Returns With TAR Models*
M.^a Dolores Márquez, César Villazón
- 99/4 *Sources and Implications of Asymmetric Competition: An Empirical Study*
Pilar López Belbeze
- 99/5 *El aprendizaje en los acuerdos de colaboración interempresarial*
Josep Rialp i Criado
- 00/1 *The Cost of Ownership in the Governance of Interfirm Collaborations*
Josep Rialp i Criado, i Vicente Salas Fumás
- 00/2 *Reasignación de recursos y resolución de contratos en el sistema concursal español*
Stefan van Hemmen Alamazor
- 00/3 *A Dynamic Analysis of Intrafirm Diffusion: The ATMs*
Lucio Fuentelsaz, Jaime Gómez, Yolanda Polo
- 00/4 *La Elección de los Socios: Razones para Cooperar con Centros de Investigación y con Proveedores y Clientes*
Cristina Bayona, Teresa García, Emilio Huerta
- 00/5 *Inefficient Banks or Inefficient Assets?*
Emili Tortosa-Ausina
- 01/1 *Collaboration Strategies and Technological Innovation: A Contractual Perspective of the Relationship Between Firms and Technological Centers*
Alex Rialp, Josep Rialp, Lluís Santamaria
- 01/2 *Modelo para la Identificación de Grupos Estratégicos Basado en el Análisis Envoltante de Datos: Aplicación al Sector Bancario Español*
Diego Prior, Jordi Surroca
- 01/3 *Seniority-Based Pay: Is It Used As a Motivation Device?*
Alberto Bayo-Moriones
- 01/4 *Calidad de Servicio en la Enseñanza Universitaria: Desarrollo y Validación de una Escala de Medida.*
Joan-Lluís Capelleras, José M.^a Veciana

- 01/5 *Enfoque estructural vs. recursos y capacidades: un estudio empírico de los factores clave de éxito de las agencias de viajes en España.*
Fabiola López-Marín, José M.^a Veciana
- 01/6 *Opción de Responsabilidad Limitada y Opción de Abandonar: Una Integración para el Análisis del Coste de Capita.*
Neus Orgaz
- 01/7 *Un Modelo de Predicción de la Insolvencia Empresarial Aplicado al Sector Textil y Confección de Barcelona (1994-1997).*
Antonio Somoza López
- 01/8 *La Gestión del Conocimiento en Pequeñas Empresas de Tecnología de la Información: Una Investigación Exploratoria.*
Laura E. Zapata Cantú
- 01/9 *Marco Institucional Formal de Creación de Empresas en Catalunya: Oferta y Demanda de Servicios de Apoyo*
David Urbano y José María Veciana.
- 02/1 *Access as a Motivational Device: Implications for Human Resource Management.*
Pablo Arocena, Mikel Villanueva
- 02/2 *Efficiency and Quality in Local Government. The Case of Spanish Local Authorities*
M.T. Balaguer, D. Prior, J.M. Vela
- 02/3 *Single Period Markowitz Portfolio Selection, Performance Gauging and Duality: A variation on Luenberger's Shortage Function*
Walter Briec, Kristiaan Kerstens, Jean Baptiste Lesourd
- 02/4 *Innovación tecnológica y resultado exportador: un análisis empírico aplicado al sector textil-confección español*
Rossano Eusebio, Àlex Rialp Criado
- 02/5 *Caracterización de las empresas que colaboran con centros tecnológicos*
Lluís Santamaria, Miguel Ángel García Cestona, Josep Rialp
- 02/6 *Restricción de crédito bancario en economías emergentes: el caso de la PYME en México*
Esteban van Hemmen Almazor
- 02/7 *La revelación de información obligatoria y voluntaria (activos intangibles) en las entidades de crédito. Factores determinantes.*
Gonzalo Rodríguez Pérez
- 02/8 *Measuring Sustained Superior Performance at the Firm Level*
Emili Grifell - Tatjé, Pilar Marquès - Gou
- 02/9 *Governance Mechanisms in Spanish Financial Intermediaries*
Rafel Crespi, Miguel A. García-Cestona, Vicente Salas
- 02/10 *Endeudamiento y ciclos políticos presupuestarios: el caso de los ayuntamientos catalanes*
Pedro Escudero Fernández, Diego Prior Jiménez

- 02/11 *The phenomenon of international new ventures, global start-ups, and born-globals: what do we know after a decade (1993-2002) of exhaustive scientific inquiry?*
Alex Rialp-Criado, Josep Rialp-Criado, Gary A. Knight
- 03/1 *A methodology to measure shareholder value orientation and shareholder value creation aimed at providing a research basis to investigate the link between both magnitudes*
Stephan Hecking
- 03/2 *Assessing the structural change of strategic mobility. Determinants under hypercompetitive environments*
José Ángel Zúñiga Vicente, José David Vicente Lorente
- 03/3 *Internal promotion versus external recruitment: evidence in industrial plants*
Alberto Bayo-Moriones, Pedro Ortín-Ángel
- 03/4 *El empresario digital como determinante del éxito de las empresas puramente digitales: un estudio empírico*
Christian Serarols, José M.^a Veciana
- 03/5 *La solvencia financiera del asegurador de vida y su relación con el coste de capital*
Jordi Celma Sanz
- 03/6 *Proceso del desarrollo exportador de las empresas industriales españolas que participan en un consorcio de exportación: un estudio de caso*
Piedad Cristina Martínez Carazo
- 03/7 *Utilidad de una Medida de la Eficiencia en la Generación de Ventas para la Predicción del Resultado*
María Cristina Abad Navarro
- 03/8 *Evaluación de fondos de inversión garantizados por medio de portfolio insurance*
Sílvia Bou Ysàs
- 03/9 *Aplicación del DEA en el Análisis de Beneficios en un Sistema Integrado Verticalmente Hacia Adelante*
Héctor Ruiz Soria
- 04/1 *Regulación de la Distribución Eléctrica en España: Análisis Económico de una Década, 1987-1997*
Leticia Blázquez Gómez; Emili Grifell-Tatjé
- 04/2 *The Barcelonnettes: an Example of Network-Entrepreneurs in XIX Century Mexico. An Explanation Based on a Theory of Bounded Rational Choice with Social Embeddedness.*
Gonzalo Castañeda
- 04/3 *Estructura de propiedad en las grandes sociedades anónimas por acciones. Evidencia empírica española en el contexto internacional*
Rabel Crespí; Eva Jansson