

LAS RELACIONES BANCA-INDUSTRIA: UN TIEMPO PARA LA REVISIÓN.

.....
ZULIMA FERNÁNDEZ

Universidad Carlos III de Madrid

EN LOS ÚLTIMOS AÑOS, EL ESTUDIO DE LAS DIFERENCIAS ENTRE LOS SISTEMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO HA IDO ADQUIRIENDO UNA IMPORTANCIA CRECIENTE. EN LOS PAÍSES ANGLOSAJONES PRIMA LA PROPIEDAD DISPERSA Y EL PREDOMINIO DE LOS MERCADOS DE VALORES;

13

mientras que en otros, como Japón y Alemania, la propiedad está más concentrada y es más estable, y el sistema bancario desempeña un papel central. Aunque los dos tienen ventajas, en las últimas décadas se ha destacado el papel del segundo en el apoyo al crecimiento, frente a los problemas que aparentemente sufría el mercado de valores.

Es bien conocida la tesis de Gerchenkron (1962) sobre la responsabilidad de la banca en el desarrollo industrial alemán. También en Japón se veía en el modelo de

banco principal uno de los factores explicativos más importantes del crecimiento y la competitividad de los *keiretsu* a los que se vinculan.

Los efectos de esta larga relación entre bancos y empresas no financieras no han sido, con todo, tan beneficiosos como cabría esperar. El caso japonés es el más llamativo, ya que nos ha permitido asistir al hundimiento de un sistema basado en grupos industriales formados alrededor de un banco principal; como consecuencia, entre otros factores, de una carencia de

instrumentos capaces de disciplinar el comportamiento de los directivos (Westney, 2001, p. 125). Por el contrario, y para mayor contraste, la antes criticada economía norteamericana ha mostrado una elevada capacidad de recuperación.

En España tenemos una larga tradición de bancos con importantes carteras de participaciones accionariales en empresas no financieras. Esta tendencia se ha incrementado durante los últimos años, no sólo por la incorporación de bancos históricamente alejados de las inversiones indus-

triales, sino también por la entrada en el negocio de las cajas de ahorros. A ello han contribuido significativamente los procesos de privatización de los últimos años, que han buscado la constitución de núcleos duros de accionistas, en los que bancos y cajas ocupan una posición destacada.

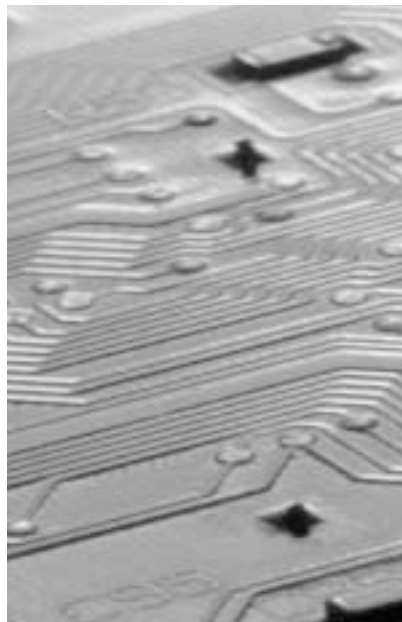
Parece conveniente, pues, recapitular sobre la utilidad real de tal sistema de gobierno, a la luz de la información disponible, tanto teórica como empírica; lo que haremos a lo largo de las siguientes páginas. El primer apartado se destina a revisar la contraposición entre los dos modelos, el basado en la banca y el que se centra en el mercado de valores. A continuación, se revisan las razones que llevan a un banco a tomar participaciones accionariales en empresas no financieras y las consecuencias que ello lleva aparejado. El tercer epígrafe se dedica a discutir la doble condición del banco como accionista y prestamista, lo que se traduce en una serie de conflictos de interés, cuyo resultado puede ser perjudicial para la empresa participada. Con el ánimo de aclarar, esta cuestión se revisan los principales trabajos empíricos que se han realizado sobre el tema, tratando de discernir si realmente las empresas participadas se han visto beneficiadas por contar entre sus accionistas con un banco. El trabajo concluye con unas reflexiones finales.

DOS MODELOS DE GOBIERNO

14

Habitualmente se distingue entre sistemas financieros basados en el mercado de capitales, como los del Reino Unido y Estados Unidos, y en la banca, cuyos ejemplos más representativos son Alemania y Japón.

Se ha discutido mucho sobre las bondades relativas de ambos; sin embargo, no está claro cuál es el mejor (Shleifer y Vishny, 1997). El sistema basado en la banca se caracteriza por el bajo desarrollo de los mercados financieros y, con ello, de las oportunidades de diversificar las inversiones financieras. El ahorro se canaliza a través del sistema bancario y a éste acuden las empresas en busca de financiación, eminentemente en forma de deuda. Las estructuras de propiedad son concentradas y suelen gozar de elevada estabilidad. La



propiedad, por tanto, está en condiciones de controlar a la dirección, aun cuando no coincida con ella.

Por el contrario, el sistema basado en el mercado de capitales tiene a éste como principal asignador de fondos hacia las inversiones productivas, dejando al banco preferentemente la financiación a corto plazo. Es un sistema muy flexible, que ofrece múltiples oportunidades para acomodar el ahorro a la inversión. En él, la propiedad está dispersa, lo que se traduce en una separación entre la propiedad y la dirección de la empresa, que puede llegar a gozar de gran autonomía. En estas condiciones, los principales mecanismos de control directivo son externos, basados en el mercado de control societario.

Durante bastante tiempo, y, en parte, gracias al éxito —entonces— japonés, se atribuyó a este último sistema una serie de limitaciones, relacionadas con los problemas para financiar las inversiones en intangibles o con largos períodos de maduración; así como, en general, los procesos de crecimiento. Se entendía que el mercado exigía dividendos elevados y tenía una preferencia por el corto plazo (Porter, 1992); lo que, unido a la falta de información de la que disponía sobre determinados tipos de inversión, ponía en peligro la realización de inversiones en recursos intangibles, como tecnologías, marcas o capital humano.

En efecto, todas estas inversiones en activos intangibles presentan problemas, en la medida en la que son de resultados inciertos, a largo plazo, y no pueden aportar garantías reales que aseguren la financiación obtenida, por lo que difícilmente el mercado de capitales estaría dispuesto a financiarlas. Por el contrario, los bancos pueden dar estabilidad a su participación en el capital de las empresas, consecuencia tanto de su mayor información como de su orientación a largo plazo, no especulativa. Por ello se entendía que era un modelo financiero más orientado hacia el crecimiento. El éxito de las economías alemana y japonesa parecía confirmar tales supuestos, frente al relativo estancamiento que en aquellos años sufrió la economía norteamericana. Más adelante tendremos ocasión de comprobar cómo los hechos refutaban tales suposiciones.

Estudios más recientes, con todo, han sugerido que mercado de capitales y banca no son necesariamente sistemas excluyentes. Así, en Japón convive un mercado de capitales desarrollado con un modelo de banco principal que, por cierto, tiene limitada su participación en el capital de las empresas. En el Reino Unido no hay impedimentos para que los bancos participen en el capital de las empresas industriales; mientras que en Francia e Italia ninguno de los dos sistemas tiene demasiada importancia (La Porta *et al.*, 2000, p. 18). De hecho, se ha encontrado que, en media, los países con mercados de capitales más desarrollados también tienen los mayores niveles de deuda privada respecto al PIB (La Porta *et al.*, 1997).

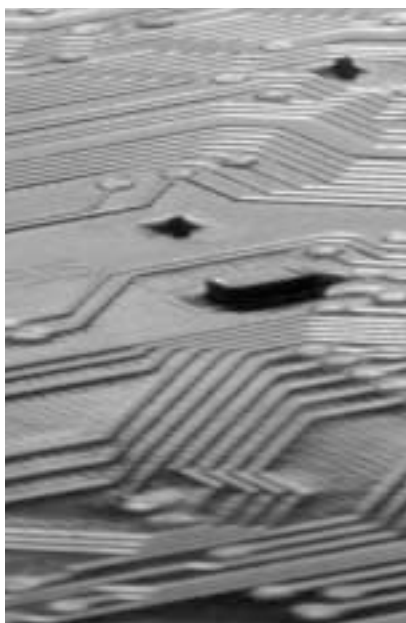
Más aún, un mercado de capitales líquido —pese a lo que habitualmente se predica— hace más efectivo el control corporativo. En efecto, se cree que los sistemas son antagonísticos, porque un mercado líquido reduce las posibilidades de control corporativo por parte de inversores relevantes; ya que, en lugar de forzarles a intervenir en la gestión, les facilita su salida de la empresa sin experimentar pérdidas de valor cuando anticipan un empeoramiento de las expectativas de aquélla. Por el contrario, un mercado poco líquido les obligaría a mantener su participación y, con ello, a intervenir en la gestión de la empresa para tratar de mejorar sus resultados y así proteger su inversión.

Pues bien, Maug (1998) demuestra teóricamente lo contrario. En un mercado poco líquido, los inversores no estarán dispuestos a adquirir elevadas participaciones accionariales, de las que no podrán desprenderse con facilidad, lo que les llevaría a asumir los costes de un control que después favorecerá al resto de accionistas *free riders*. El mercado líquido permite a los grandes inversores beneficiarse de sus actividades de control a través de la negociación informada de títulos y eliminar el problema de oportunismo. El activismo de aquéllos se incrementará en la medida en la que puedan comprar títulos adicionales a un precio que no refleje los beneficios que ellos esperan generar con su intervención. Por supuesto, el mercado les permite desprenderse de su inversión antes de que pierda más valor; pero, en definitiva, puede servir de acicate para invertir e intervenir en la gestión.

La línea divisoria entre los sistemas de gobierno la establecería, en realidad, la forma en la que la ley y los tribunales protegen a accionistas externos y acreedores de la expropiación que directivos y accionistas de control puedan ejercer sobre sus derechos como inversores (La Porta *et al.*, 1997, 2000). Es decir, la mejor o peor salvaguarda de los derechos de los inversores externos es la que permite distinguir entre los sistemas; de manera que una buena protección legal (1) favorece el desarrollo de los mercados financieros, tanto de crédito como de acciones. Cuando no se da, la estructura de propiedad y el modelo de financiación asumen otras formas (Shleifer y Vishny, 1997), como la concentración de la propiedad, que permite, precisamente, salvaguardar los derechos de los accionistas y facilitar la alineación de sus intereses y los de los directivos (2).

EL BANCO ACCIONISTA

La propiedad está concentrada en la mayoría de los países no anglosajones. En estos últimos es donde realmente se ha producido la tan manida separación entre propiedad y dirección, que señalaron Berle y Means en 1932. Por el contrario, en el resto del mundo hay accionistas relevantes, sobre todo familias o, en menor medida, bancos. Tales son los casos de España



(Cuervo Cazorra, 1997; Galvé y Salas, 1992), Alemania (Gorton y Schmid, 2000) o Italia (Barca, 1995). En general, así ocurre en la mayoría de las economías más ricas del mundo, donde predomina la propiedad vinculada a familias y Estado (La Porta *et al.*, 1999 (3).

La propiedad de las entidades financieras no es muy usual, salvo en Alemania, España y Bélgica (cuando se identifica al accionista último que tiene al menos el 20% de las acciones), y los países nórdicos y Portugal (cuando se fija el límite en el 10%), según datos de La Porta *et al.*, (1999). Este estudio se hizo con datos de 1995, por lo que aún recogió una elevada participación del Estado en las empresas españolas, que las privatizaciones posteriores diluyeron, a cambio de incrementar la participación bancaria en la economía.

En efecto, los principales bancos y cajas del país tomaron participaciones en el núcleo duro de muchas empresas privatizadas, a las que pueden controlar con paquetes reducidos con la ayuda de medidas de blindaje; lo que, previsiblemente, ha incrementado su peso en la economía.

Japón, por el contrario, se sitúa entre los países donde prevalece la propiedad dispersa, aunque las 50 mayores empresas tienen propietarios últimos individuales. Así lo confirma, además, un nuevo estu-

dio, más exhaustivo si cabe, con una muestra de cerca de 3.000 empresas de nueve países de Extremo Oriente, en la mayoría de las cuales se detecta una elevada concentración de la propiedad (Claessens, 2000). La singularidad de Japón se atribuye a la buena protección de los derechos de los accionistas que existe en el país.

En contrapartida, en Japón abundan las participaciones cruzadas (Prowse, 1992), lo que protege a las empresas —y a sus directivos— de las tomas de control hostiles. Por ello, se ha llegado a sugerir que el sistema de los *keiretsu* no es sino una confederación de empresas no relacionadas que se intercambian participaciones accionariales con objeto de proteger a sus altos directivos (4) (Kraakman, 2001, p. 155).

Pues bien, dada la difusión de la propiedad concentrada, cabe preguntarse cuál es el papel diferencial que puede desempeñar un banco dentro del control corporativo de una empresa no financiera y qué aporta que no puedan hacer otros propietarios mayoritarios; ya que, en general, hasta ahora, la evidencia empírica disponible soporta la existencia de una relación positiva entre concentración de la propiedad y resultados (Mock *et al.*, 1988, y McConnell y Servaes, 1990).

El banco interviene de forma decisiva en el gobierno de una empresa, de varias maneras. La primera es, evidentemente, a través de la toma de una posición accionarial. Aunque aquí puede tener intereses encontrados, ya que si se hace con una participación de control (entre el 10% y el 20%) reduce la liquidez del mercado de capitales, incrementa el coste de capital y con ello penaliza el valor de su inversión. Por tanto, los mecanismos de blindaje, que impiden a cualquier accionista ejercer derechos de control por encima de un determinado límite, con independencia de las acciones que posea, les permiten acceder a posiciones de control sin necesidad de hacer fuertes inversiones. Además, en la medida en que muchos pequeños propietarios tienen sus acciones depositadas en la entidad, ello les da unos derechos de control adicionales. De hecho, cuando la propiedad está dispersa pueden acceder a los consejos de administración, con inde-

pendencia de su participación accionarial. Hay varias razones que ayudan a entender por qué un banco toma una participación accionarial en una empresa industrial. En primer lugar, le proporciona una oportunidad para invertir de forma rentable. En momentos como los actuales, donde los márgenes financieros se reducen ostensiblemente, la banca busca alternativas para estabilizar sus cuentas de resultados; aunque, de nuevo, en este caso no debería de tomar una porción demasiado alta del capital si desea diversificar su riesgo y no asumir compromisos excesivos.

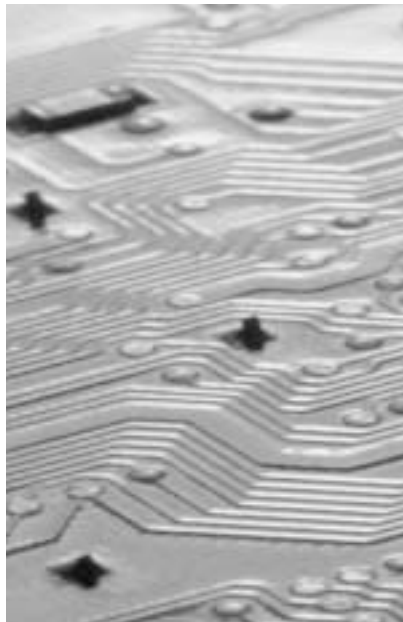
Una segunda ventaja para una institución financiera, derivada de su participación accionarial en la industria, se desprende del negocio bancario que le puede proporcionar y los beneficios privados que ello conlleva. Su posición como accionista le facilita la concesión de nuevas operaciones de crédito, gestión de tesorería, etc. Así, no sorprende la participación bancaria en negocios que generan mucha liquidez, como servicios públicos, energía o telecomunicaciones.

En otros casos, la entrada en el capital de una empresa no es más que una consecuencia de los problemas financieros que arrastra, lo que lleva al banco a intervenir con el propósito de salvaguardar la inversión crediticia que ya ha realizado mediante su conversión en capital.

Por último, queda una explicación adicional, vinculada, precisamente, con la capacidad informativa del banco y las posibilidades que ello proporciona cuando hay asimetrías de información en los mercados de capitales. Tal capacidad tiene una serie de manifestaciones, agrupables en tres categorías: supervisión, financiación y apoyo a las empresas con dificultades.

SUPERVISIÓN E INCENTIVOS

Las ventajas informativas del banco como prestamista se conocen bien. Se trata de una entidad financiera especializada en la recolección y análisis de información relevante sobre las empresas (Diamond, 1984). El banco explota economías de escala en la producción de información, pero también de alcance, en la medida en que esa información puede ayudarle a



ejercer un control eficiente sobre las empresas. Esta capacidad aumenta sustancialmente cuando el banco adquiere una participación relevante en el capital de la empresa, ya que está en condiciones de mejorar de forma significativa su conocimiento sobre ésta, al aumentar su implicación en ella.

El banco tiene ahora más información y también más capacidad para influir, como resultado de su posición como propietario, que refuerza y amplía su posibilidad de incidir en las decisiones de la empresa. Además, y puesto que controla una buena parte de la financiación externa de ésta, posee un poder adicional que no tiene ningún otro propietario concentrado y que facilita su intervención en las actividades de la empresa (Gorton y Schmid, 2000, p. 69).

Por último, tiene un incentivo adicional para supervisar la gestión, ya que como accionista participará de los incrementos de riqueza que genere su actuación. De esta manera, el banco no será sólo un inversor bien informado, sino que también tendrá claros incentivos para intervenir en el control de las empresas en cuya propiedad participa e instrumentos activos para realizarla.

Dentro de esta línea de argumentación se ha defendido que el banco suplente al mercado de control societario, y con ello provo-

ca el desplazamiento de la dirección ineficiente de una forma más sencilla y menos traumática que con una OPA. Así al menos se ha postulado (Sheard, 1989) y comprobado en Japón (5). La investigación empírica en este país ha encontrado que el banco principal substituye a los directivos de las empresas con problemas y los substituye por los suyos (Kaplan, 1994b; Kaplan y Minton, 1994, y Kang y Shivdanasi, 1995, 1997).

No parece ocurrir otro tanto en Alemania, donde se ha detectado que los malos resultados empresariales provocaban la substitución de los directivos responsables (Kaplan, 1994a) y de los consejos de administración (Franks y Mayer, 2001); pero que en ello no influía la propiedad de forma diferenciada.

La cuestión —como veremos más adelante— es si realmente este tipo de decisiones están tomadas por un accionista preocupado y responsable de su papel como tal o, por el contrario, obedece a otros intereses.

APOYO A LAS INVERSIONES REALIZADAS POR LAS EMPRESAS PARTICIPADAS

La posición del banco dentro de la empresa le permite evaluar la calidad de las inversiones futuras a realizar por ésta. Esta función es especialmente importante en presencia de mercados con asimetrías serias de información, algo cada vez más difícil de encontrar en economías abiertas y globales. Con todo, aún podrían persistir situaciones problemáticas cuando se trata de construir un *stock* de activos intangibles, cuyas características los hacen poco adecuados para obtener financiación del mercado y, por lo tanto, más dependientes de la financiación interna.

En efecto, la búsqueda de financiación para inversiones altamente inciertas, con largos períodos de maduración y carentes de garantías reales (como las de I+D) sigue planteando dificultades, aun en mercados desarrollados, ya que podría continuar el problema de asimetría de información. En unos casos, la empresa no estará en condiciones de transmitir información creíble y contrastable al mercado sobre el verdadero valor de sus recursos, aunque así lo

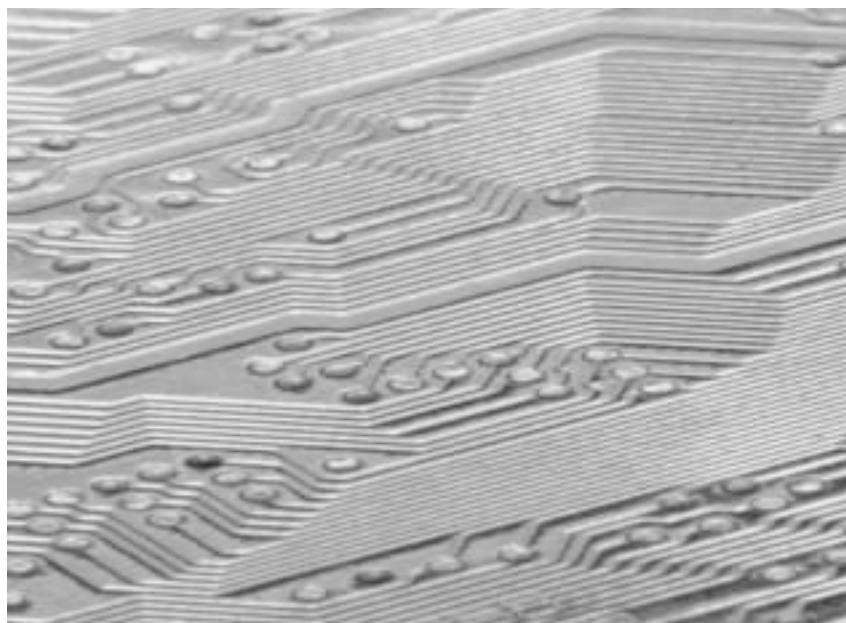
deseo. En otros, preferirá no hacerlo, para no proporcionar datos confidenciales a la competencia, ya que una fuente de ventajas competitivas se basa, precisamente, en la posesión de recursos que sean opacos para los competidores, que, de esta manera, no podrán imitarlos y con ello erosionar la ventaja de su poseedor inicial.

En consecuencia, el mercado, incluso el desarrollado, carecerá de suficiente información para valorar con precisión las oportunidades y riesgos que lleva aparejados una inversión, lo que producirá un fenómeno de subinversión. Por razones similares, el mercado no sería capaz de calibrar la bondad de inversiones con largos períodos de maduración, lo que afectará al plazo de las operaciones que esté dispuesto a financiar.

Este problema desaparece si el financiador es a la vez accionista y, por lo tanto, con derecho y medios para obtener más y mejor información y sin incentivos para divulgarla. Ahora dispone de más elementos de juicio para evaluar las posibilidades reales y aguantar su posición durante más tiempo. En consecuencia, la empresa participada por un banco tendrá una capacidad financiera adecuada a las oportunidades rentables de inversión que se le ofrezcan y será menos dependiente de sus posibilidades de generar recursos.

Por ello, se podría entender que el banco proporciona una especie de seguro a las empresas con las que mantiene relaciones estables, al garantizarles una provisión segura de fondos; seguro que podría explicar el incremento en los tipos cobrados por sus créditos, que no serían, por tanto, consecuencia de su poder de negociación, sino de la función aseguradora que aporta a las empresas.

De nuevo, Japón ha sido el campo de pruebas de esta hipótesis. Hoshi *et al.* (1991) encontraron que las empresas vinculadas a un banco principal experimentaban menos restricciones financieras que el resto, de modo que sus inversiones dependían menos de la generación de fondos internos. En sentido contrario, las inversiones de las empresas que reducían su dependencia del banco principal eran más sensibles a la disponibilidad de liquidez y *cash flow* (Hoshi *et al.*, 1990).



El acceso a información confidencial y las ventajas en materia de supervisión que ello le produce permiten al banco ejercer una función adicional para las empresas, con las que mantiene una relación estable, que también se traduce en financiación adicional para ellas. En efecto, la participación bancaria puede entenderse como una muestra de la confianza del banco en la empresa, lo que dará al mercado, en condiciones de asimetría de información, una señal que le permitirá calibrar mejor sus compromisos futuros con la empresa. El banco señala la calidad de los proyectos de las empresas que financia (6) (Diamond, 1984), sobre todo cuando éstas son pequeñas o están en las primeras etapas de su existencia y no se dispone de suficiente información sobre ellas (7). También ejerce esta función certificadora en su papel de prestamista, pero lo hace, igualmente, cuando toma una participación en el capital de la empresa.

APOYO A LAS EMPRESAS CON PROBLEMAS

La última ventaja del banco accionista surge en presencia de crisis empresariales, cuyos costes puede reducir de varias formas (Hoshi *et al.*, 1990). En primer lugar, y de nuevo gracias a su condición de accionista bien informado, está en mejores condiciones para evaluar las perspectivas rea-

les de recuperación de la empresa y, por lo tanto, decidir con más conocimiento de causa si es factible seguir apoyándola financieramente. Así, en lugar de forzar la liquidación de sus activos puede incluso proporcionar financiación adicional a la empresa que sufre dificultades de forma transitoria.

Además, en la medida en que posee una fuerte inversión crediticia y accionarial en ella podrá beneficiarse de su decisión sin tener que afrontar el típico problema de *free rider* cuando son muchos los prestamistas de una empresa. En este último caso es difícil que se pongan de acuerdo en las condiciones de renegociación de la deuda y lleguen a un compromiso colectivo. Una estructura crediticia difusa hace más difíciles los acuerdos informales. La concentración de derechos del banco como accionista y acreedor permite que en esta última condición asuma el control en momentos de dificultades, lo que facilita la resolución de las mismas con menores costes (Berglöf, 1990).

Una empresa con problemas, por último, no sólo tiene dificultades con sus acreedores financieros, sino que también sus proveedores y clientes comienzan a plantearle problemas. Los primeros, dejando de concederle crédito, y los últimos, buscando vías adicionales de aprovisionamiento. Ante esta profecía, que se cumple a sí mis-

ma, el mantenimiento de la relación por parte del banco, que, previsiblemente, tendrá relaciones con algunos de esos proveedores y clientes, les da a éstos mayores garantías de que la empresa podrá seguir cumpliendo sus compromisos.

En esta línea, Hoshi *et al.* (1990) encontraron que las empresas vinculadas a un banco principal se recuperaban antes de los problemas financieros que hubieran experimentado; incluso las que no pertenecían a ningún *keiretsu*, pero tenían fuertes relaciones con un banco, invertían y vendían más.

Ahora bien, ese apoyo puede obedecer a causas diferentes. La primera, y en su momento aceptada, es que el apoyo del banco es eficiente por su mayor información; aunque también podría deberse a que «los directivos de las otras empresas del grupo sientan una debilidad personal hacia los de la empresa con problemas o, incluso, que los directivos de los bancos se nieguen a admitir que han cometido un error en su política crediticia» (Hoshi *et al.*, 1990, p. 86). Desgraciadamente, los hechos han confirmado esta hipótesis, pese a que los autores la descartaron en su momento al comprobar que el banco no sólo inyectaba fondos adicionales, sino que también trataba de reestructurar la empresa.

Sea como fuere, la evidencia no es concluyente; así, una comparación entre empresas japonesas, pertenecientes y no pertenecientes a *keiretsu*, y norteamericanas con problemas financieros no encuentra diferencias entre ambas: estas últimas no invierten menos que las otras tras salir de una situación de crisis (Hall y Weinstein, 1996).

Igualmente, Zoido (1998) encuentra en los bancos españoles un comportamiento radicalmente distinto. Así, en una muestra de empresas incluidas en la Central de Balances del Banco de España detecta indicios de que los bancos actúan de forma estricta cuando sus participadas experimentan problemas de viabilidad financiera; no presionan a los acreedores para que alarguen los plazos ni continúan financiándolas.

En Alemania, por su parte, Elsas y Krauen (1998), con una muestra de empre-

| CUADRO 1 EFECTOS PARA EL BANCO COMO ACCIONISTA | |
|---|---|
| Positivos | Negativos |
| Realización de una inversión rentable. | Control laxo. Desconocimiento del negocio. Riesgo de asunción de compromisos a largo plazo con empresas que pueden experimentar dificultades financieras. |
| Generación de negocio bancario inducido u obtención de beneficios privados. | Concentración de riesgos. Conflicto de intereses. |
| Supervisión de sus inversiones crediticias. | |

FUENTE: Elaboración propia.

sas medianas, encuentran que el banco principal (8) proporciona liquidez adicional a sus empresas cuando éstas tienen problemas de pequeña magnitud o temporales. Problemas financieros de mayor envergadura no conllevan ese apoyo de liquidez.

••••• LOS EFECTOS DE LA DOBLE CONDICIÓN DE ACCIONISTA Y ACREEDOR

En resumidas cuentas, el banco que asume una doble posición en una empresa no financiera, como accionista y acreedor, tiene una serie de ventajas, no exentas de riesgos, como se aprecia en el cuadro 1.

En primer lugar, realiza una inversión rentable, lo que tiene un atractivo especial, ante la caída de márgenes en el sector financiero. Inversión aún más favorable si tenemos en cuenta que se trata de un supervisor ilustrado que, además, financia; por lo que puede ofrecer a sus empresas recursos en condiciones competitivas para la realización de inversiones críticas y para la construcción de ventajas competitivas a largo plazo, pero que el mercado no sea capaz de evaluar con precisión, por la falta de información que su propia naturaleza provoca.

En contrapartida, se diversifica y asume compromisos de gestión en actividades que pueden llegar a estar muy alejadas de su núcleo de negocio y, más preocupante aún, contrae responsabilidades a largo plazo que podrían obligarle a intervenir y

apoyar a empresas con problemas de viabilidad.

A ello se añade la posibilidad de que el banco ejerza un control laxo sobre sus participadas (Shleifer y Vishny, 1997, p. 761). En primer lugar, el banco sufre problemas de agencia similares a los de otras empresas, ya que su propiedad suele estar dispersa. Esto concentra el poder en sus directivos, cuyos intereses no necesariamente coinciden con los de los accionistas, y que, a su vez, pueden no estar interesados en un control estrecho y efectivo de la actuación de los directivos de las empresas participadas. Además, pueden preferir mantener sus inversiones en negocios poco rentables en lugar de liquidarlas (9), por los compromisos que tienen con ellos, incluso de carácter personal.

La posibilidad de ejercer un control efectivo, por lo demás, exige contar con una participación elevada en el capital (entre el 10% y el 20%); esto afecta a la liquidez del título y con ello al coste de capital, lo que acaba por reducir el valor de la inversión realizada por el banco.

Las medidas de blindaje resuelven este problema, ya que garantizan el control con una participación ostensiblemente más reducida (Cuervo, 1999); pero ello atenta contra los intereses de los accionistas minoritarios, que se ven desprovistos del efecto disciplinante que produce el mercado de control societario cuando los directivos y accionistas de control abusan de su posición. Son muchos los argumentos que se emplean para defender la limitación de los derechos de los accionistas

ajenos al núcleo duro, pero la razón última tiene que ver con la defensa de intereses creados.

En segundo lugar, el banco accionista tiene poder, lo que le permitiría generar un negocio financiero adicional e, incluso obtener beneficios privados (Dittus y Prowse, 1996), al margen del resto de accionistas. Esto le llevaría a cargar tipos de interés superiores a los del mercado, forzar el endeudamiento de la empresa, cobrar comisiones abusivas, etc. En todos los casos se apropiará de las rentas generadas por su actuación, mientras que como accionista sólo se verá perjudicado en proporción al capital poseído.

Por último, el banco puede emplear su posición de preeminencia para proteger sus inversiones crediticias, tanto para impedir que se destinen a actividades de alto riesgo como en situaciones de crisis empresarial. En contrapartida, asume una concentración creciente de riesgos, ya que aporta crédito y capital al mismo negocio. Es decir, que el banco que simultáneamente concede créditos y participa en el capital de una empresa se encuentra con un conflicto de intereses, del que puede aflorar antes su condición de prestamista que la de propietario. El banco tiene una posición de poder y esto le permite imponer sus condiciones, con independencia de cómo afecten al resto de accionistas. Esta doble condición del banco, como accionista y acreedor, suscita, pues, al menos tres cuestiones:

- ✓ ¿Participa en el capital para evitar que la empresa emprenda inversiones arriesgadas?
- ✓ ¿Interviene en la empresa en dificultades para proteger sus créditos?
- ✓ Finalmente, ¿cómo afecta su actuación a la empresa participada, en términos de creación de valor para sus accionistas?

De las respuestas a tales preguntas podremos saber si la participación accionarial del banco en la empresa realmente aporta valor a ésta. Una relación de las ventajas e inconvenientes que proporciona a una empresa el que un banco se cuente entre sus accionistas principales se recoge en el cuadro 2.

CUADRO 2
EFECTOS DE LA PARTICIPACIÓN DE UN BANCO EN EL CAPITAL DE LA EMPRESA

| Positivos | Negativos |
|--|---|
| Accionista exigente. | Control laxo. Falta de control de mercado de empresas. |
| Inversor bien informado y con orientación a largo plazo. | Aversión al riesgo y abandono de inversiones arriesgadas. Política crediticia conservadora. |
| Financiación en mejores condiciones (precio, estabilidad) que el mercado, en especial para las inversiones en activos intangibles. | Desviación de negocio bancario. Estracción de rentas. Búsqueda de beneficios privados. |
| Apoyo en situaciones de crisis. | Relajamiento de la disciplina financiera de las empresas. |

FUENTE: Elaboración propia.

LA DEFENSA DE LOS CRÉDITOS CONCEDIDOS

En primer lugar, la toma de participaciones accionariales puede obedecer al deseo del banco de eliminar el problema de sustitución de activos (Jensen y Meckling, 1976). En efecto, el que presta fondos a una empresa corre el riesgo de que ésta los emplee en proyectos muy arriesgados de elevada rentabilidad. La consecuencia es inmediata: los resultados positivos —de haberlos— serán para la empresa; en caso contrario, la responsabilidad de ésta es limitada, las mayores pérdidas serán para el acreedor (10).

Para limitar el riesgo de los créditos que ha concedido, el banco puede exigir el mantenimiento de unos determinados ratios de solvencia o endeudamiento en la empresa. Ahora bien, se trata de un control formal, menos efectivo como mecanismo de supervisión de lo que resulta la participación en el capital.

Más allá de disposiciones formales, el banco no está en condiciones de intervenir en el uso que se hace de los créditos que concede, salvo que se declare una situación de insolvencia. Esto se resuelve si obtiene la doble condición de accionista: poseedor de los derechos residuales y prestamista. Por ello, el banco puede decidir velar por sus intereses crediticios, incidiendo en la política inversora de las empresas mediante su toma de una participación en el capital. Gracias a ella, está en disposición de supervisar el uso de los créditos que tiene concedidos a la empresa en cuyo capital participa. De esta forma

estará calificado para impedir que se lleven a cabo inversiones arriesgadas que pongan en peligro la recuperación de los créditos que ha concedido.

Por lo tanto, es previsible que, ante estas circunstancias, el banco opte por una conducta conservadora, y desincentive en sus empresas la realización de inversiones arriesgadas. Como prestamista financiero, el banco es averso al riesgo y utilizará su capacidad decisoria como accionista para impedir que se efectúen inversiones de alto riesgo. Tal vez ello explique la elevada correlación que encuentra Prowse (1990) entre los niveles de deuda y de capital mantenidos por los mayores prestamistas de una empresa, significativa en las actividades en las que es más fácil que los accionistas se comporten de forma oportunista.

En el mismo sentido puede interpretarse la evidencia encontrada por Weinstein y Yafeh (1998), según la cual las empresas japonesas participadas por un banco principal experimentan niveles de crecimiento más reducidos que el resto; resultados similares a los que había encontrado Nakatani (1984). Es decir, el banco apoya el desarrollo de políticas inversoras más conservadoras, lo que supone también reducir sus posibilidades de expansión y crecimiento a cambio de una mayor seguridad y estabilidad.

LA INTERVENCIÓN EN MOMENTOS DE CRISIS

La defensa de sus créditos puede estar también detrás de la intervención —ya mencionada— de los bancos japoneses

en las empresas en crisis. Según esta interpretación, el desplazamiento de los directivos y la intervención en las empresas con dificultades no obedece necesariamente al deseo del banco de ejercer la labor de control de los directivos a la que antes hicimos referencia. Antes al contrario, la sustitución de directivos puede obedecer a su preocupación por la protección de los créditos concedidos y a su interés en garantizar su devolución.

Se ha comprobado que la conducta del banco difiere según que trate con empresas de su grupo, o independientes (Mork y Nakamura, 1999, y Ahmadjian y Robbins, 1999). De manera que en las que no pertenecen a su grupo lo que buscan es defender sus intereses como prestamistas, no como accionistas. Así, los bancos japoneses envían a sus directivos a controlar empresas ajenas al grupo cuando éstas experimentan problemas de liquidez, no porque haya caído su valor bursátil. Lo contrario ocurre con las empresas del grupo, que son intervenidas tras caer las cotizaciones, reducirse el ritmo de crecimiento o los niveles de empleo, pero no como consecuencia de situaciones de falta de liquidez.

En Alemania y España, por el contrario, no parece que impere esta motivación. Como vimos, en Alemania la sustitución de los directivos se produce como consecuencia de los malos resultados, pero no se encuentran diferencias significativas de comportamiento entre distintos tipos de accionistas. Sí parece que el banco está dispuesto a apoyar a las empresas; más como consecuencia de su mejor información que por sus intereses como prestamista, ya que sólo lo hace ante situaciones de crisis coyuntural. En España no se detecta ningún tipo de conducta diferencial con las empresas en dificultades.

En resumen, la investigación empírica es variada y no concluyente, aunque una rápida comparación de los resultados obtenidos en los países más estudiados, Japón, España y Alemania (cuadro 3), nos permite apreciar algunas diferencias, que pueden obedecer a la complejidad del sistema japonés frente a la situación europea.

CUADRO 3
TRABAJOS EMPÍRICOS RELACIONADOS CON EL DOBLE PAPEL DE BANCO
COMO ACCIONISTA Y COMO ACREEDOR

| | Japón | Alemania | España |
|--|---|-----------------------|----------------------|
| Protección de la inversión crediticia | | | |
| Menores niveles de crecimiento | Nakatani, 1984 Weinstein y Yafeh, 1998 | | |
| ENDEUDAMIENTO | | | |
| Elevado | Nakatani, 1984 Weinstein y Yafeh 1998 | | Cuervo Cazorra, 1999 |
| Actuación en momentos de crisis. El banco | | | |
| Asigna directivos | Kaplan, 1994, Kaplan y Minton, 1994, Kang y Shivdasani, 1995, 1997 | | |
| Otorga apoyo financiero | Hoshi <i>et al.</i> , 1990 | Elsas y Krahuen, 1998 | |
| Mantiene una conducta | | Kaplan, 1994 a (*) | Zoido, 1998 (**) |

(*) Estudia la asignación de directivos. (**) Estudia el posible apoyo financiero.

FUENTE: Elaboración propia.

RESULTADOS DE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DEL BANCO

Los estudios sobre las características de la financiación ligada a la propiedad bancaria frente al modelo del mercado de capitales no proporcionan resultados consistentes. En unos casos parece primar más el poder de los bancos, que les capacita para extraer rentas de sus empresas participadas en forma de intereses más elevados; en otros, se confirma cómo la mayor información de la entidad financiera permite fijar tipos de interés más acordes con la situación real de la empresa; inferiores, en suma, a los que el mercado establecería.

Los efectos de la participación bancaria en las empresas japonesas se incluyen en el primer caso; ya Caves y Uekusa (1976) detectaron que las empresas japonesas vinculadas a un banco principal pagaban intereses superiores a los de mercado. A resultados análogos llegan Weinstein y Yafeh (1998).

El nivel de tales intereses, con todo, podría obedecer al efecto de aseguramiento que se entiende proporcionan los bancos ante situaciones difíciles, tal y como ocurre en Japón. De hecho, en España, donde no se da ese efecto, Zoido (1998) encuen-

tra que los bancos cargan tipos de interés inferiores a los del mercado a las empresas en las que participan; lo que podría ser tanto una consecuencia de la mejor información de la que disponen como de la seguridad que les proporciona el control que ejercen. En Alemania, por último, Elsas y Kerahuen (1998) no detectan evidencia de que haya diferenciación de tipos de interés.

El mayor endeudamiento de las empresas participadas por un banco también tiene varias interpretaciones. Para algunos, se trata de una manifestación del poder del banco y de su interés por generar más negocio en las empresas bajo su control. Para otros, ese endeudamiento elevado es, precisamente, el que habría llevado al banco a tomar una participación accionarial, con objeto de proteger sus intereses de los riesgos arriba comentados (Sheard, 1989). Por último, el apalancamiento podría deberse a las posibilidades adicionales de obtener financiación ajena en términos ventajosos (incluso fiscales), que producen tanto la mejor información con la que cuenta el banco como la señal que éste proporciona a terceros.

En todo caso, Nakatani (1984), encontró que las empresas japonesas estaban más endeudadas que el resto, lo interpreta como un indicio adicional del poder del

banco para extraer rentas de sus empresas participadas. Más adelante, Weinstein y Yafeh (1998) realizan un nuevo análisis sobre la estructura financiera de las empresas japonesas y concluyen que, antes de la liberalización del mercado de bonos en los años ochenta, las empresas vinculadas a bancos empleaban más capital que las independientes, un signo, nuevamente, del poder que ejercían antes de la liberalización financiera. En España, Cuervo Cazorra (1999) encuentra indicios de que las empresas que cotizan en Bolsa y tienen un banco entre los tres accionistas con más del 5% del capital están más endeudadas, en general, y con los bancos en particular.

Quizás el mejor indicio sobre el comportamiento bancario lo proporcione el efecto de la propiedad bancaria sobre los resultados; ya que la consecuencia lógica de contar con un accionista avisado, con orientación a largo plazo y con capacidad e incentivos para disciplinar a los directivos, debería traducirse en una mayor riqueza para el resto de accionistas. Pues bien, de nuevo los resultados empíricos de las investigaciones efectuadas en Japón, Alemania y España no son concluyentes.

Así, Mork *et al.* (1998) estiman el efecto de la propiedad bancaria sobre la Q de Tobin de una muestra de empresas japonesas y encuentran que dicho efecto es negativo para niveles de participación reducidos. Ello es debido —en su interpretación— precisamente a que el banco con una pequeña participación en el capital busca incrementar su poder como prestamista de la empresa, lo que le permitirá orientar la política inversora de ésta de acuerdo con sus intereses como acreedor, aun a costa de la riqueza de los accionistas.

Por su parte, Prowse (1992), con una muestra donde se incluyen tanto empresas independientes como pertenecientes a los *keiretsu*, encuentra que para ninguno de los tipos de propiedad hay correlación entre concentración de la propiedad y resultados. La concentración de la propiedad está positivamente correlacionada con la variabilidad de los beneficios.

No parece similar el caso alemán, donde Cable (1985) encuentra que la propiedad bancaria mejora los resultados de las em-

CUADRO 4
EL EFECTO DE LA PROPIEDAD BANCARIA SOBRE LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL
RESUMEN DE LOS PRINCIPALES TRABAJOS EMPÍRICOS EN ESPAÑA, ALEMANIA Y JAPÓN

| | Japón | Alemania | España |
|---|---------------------------|---|--|
| Tipos de interés | | | |
| Superiores a los del mercado | Caves y Uekusa 1976 | | |
| Inferiores | Weinstein y Yafeh, 1998 | | Zoido, 1998 |
| Iguals | | Gorton y Schmid, 1996 Elsas y Krauen, 1998 | |
| Resultados de las empresas participadas (*) | | | |
| Relación positiva entre propiedad bancaria y resultados | | Cable, 1985 Gorton y Schmid, 2000 | Zoido, 1998 |
| No hay relación | Prowse, 1992 | | Zoido, 1998 Bergés y Sánchez del Villar, 1991 |
| Relación negativa | Mork <i>et al.</i> , 1998 | | Cuervo Cazorra, 1999 |

(*) En negrita, los trabajos que han empleado medidas bursátiles, en el resto se han utilizado medidas contables.

FUENTE: Elaboración propia.

presas industriales en las que participa. Más adelante, y en la misma línea, Gorton y Schmid (2000) confirman que los resultados de las empresas alemanas (medidos por la relación valor de mercado/valor en libros, una variante de la Q de Tobin) mejoran cuando la propiedad está concentrada; pero sobre todo cuando ese propietario concentrado es un banco. No encuentran evidencia de que haya ningún conflicto de intereses entre aquél y el resto de accionistas de la empresa.

En España, por su parte, y tras analizar un panel de empresas de la Central de Balances del Banco de España, Zoido (1998) encuentra cómo la participación bancaria es beneficiosa (en términos de creación de valor), tanto para los accionistas como para los acreedores de la empresa participada, cuando ésta cotiza en Bolsa, y siempre que el nivel de endeudamiento no sea muy alto. A medida que éste aumenta, la condición acreedora del banco parece pesar más, por lo que induce una conducta más conservadora, menos favorable al resto de accionistas. Por el contrario, y con metodología y muestra distintas, Bergés y Sánchez del Villar (1991) no encuentran relación entre la participación bancaria y el valor bursátil y el PER de las empresas participadas. Hay que reseñar que los resultados de Zoido (1998) son menos concluyentes cuando se emplean medidas contables

de resultados con el conjunto de empresas cotizadas y no cotizadas, ya que no encuentra relación entre la participación bancaria y las medidas de rentabilidad, económica o financiera. En contrapartida, y también con datos contables, Cuervo Cazorra (1999) encuentra una relación negativa entre rentabilidad y propiedad bancaria. Un resumen de todos los trabajos aparece en el cuadro 4.

En conclusión, la investigación empírica es variada y no permite aún extraer resultados definitivos. El caso japonés probablemente sea el que presenta un peor panorama, no sólo por los resultados que se resumen en los cuadros 3 y 4 sino por el hecho evidente de que su economía se ha desplomado.

Las causas de tal fracaso son demasiado complejas como para abordarlas aquí, aparte de que exceden los objetivos de este trabajo; pero es evidente que las estrechas relaciones entre la banca y las empresas han tenido alguna responsabilidad en él. El sistema de los *keiretsu* ha demostrado debilidades con las que sus defensores acérrimos no contaban. Entre ellas, estaban la dificultad para controlar la actuación de unas empresas entrelazadas por participaciones cruzadas y vínculos entre sus presidentes, amén de las relaciones bancarias. El banco principal era el responsable de supervisar la actuación de las empresas del *keiretsu*. Igualmente, se

apliquen el sistema normativo existente, lo que permite que se vayan aprovechando los vacíos legales para expropiar a los inversores externos en beneficio de los internos y de los directivos de la empresa. Tal es el caso de Francia. Los países anglosajones se rigen por la *common law*; mientras que en una situación intermedia entre los dos anteriores se encuentran Alemania (en cuyo grupo se incluye Japón) y los países escandinavos, que protegen mejor a los prestamistas.

(2) La concentración de los derechos de control se hace, en ocasiones, aún más acusada, mediante el empleo de participaciones cruzadas, sistemas piramidales de participación y medidas de blindaje, habituales en algunos países.

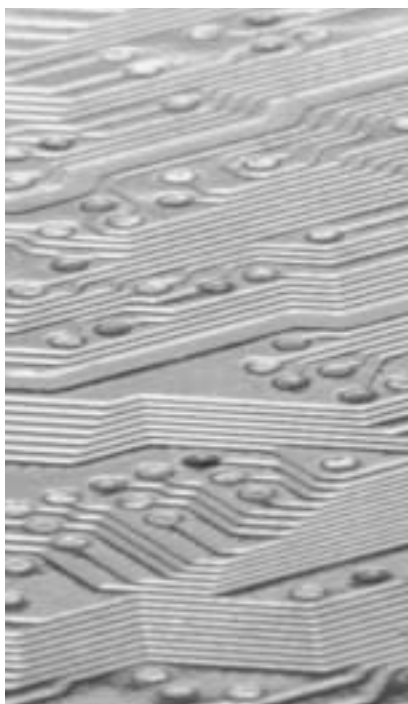
(3) La Porta *et al.* (1999) estudian, para cada una de las 27 economías más ricas del mundo, las 20 mayores empresas que cotizan en Bolsa, junto con un número variable de otras más pequeñas, siempre que su valoración bursátil no sea inferior a 500 millones de dólares, con el propósito de identificar a sus propietarios últimos.

(4) Esta interpretación ha surgido tras la última crisis bancaria. Antes se entendía que era una forma adicional de apoyar el papel supervisor del banco principal del grupo.

(5) Debemos recordar la idiosincrasia de Japón, donde las OPA hostiles eran poco frecuentes, como consecuencia de las participaciones cruzadas entre las empresas.

(6) La capacidad informativa y de control de un banco principal se encuentra detrás de los hallazgos de Kang *et al.* (2000), quienes estudian la reacción del mercado ante operaciones de compra, para encontrar que el anuncio de tales operaciones por parte de las empresas japonesas que mantenían relaciones estables con un banco eran apreciadas positivamente por el mercado de valores; sobre todo si la compradora tenía escasas oportunidades de inversión, lo que parece ser un indicio del valor que el mercado asigna al papel señalizador del banco. El estudio se realizó para el período 1977-1993, y hay que destacar que el mercado sólo reaccionó positivamente ante los anuncios de compra de los primeros años. En los últimos dejó de hacerlo, lo que se corresponde con un sistema financiero más competitivo, en el que el mercado de bonos japonés se había desarrollado, en detrimento de unos bancos cada vez con mayores problemas.

(7) Así, por ejemplo, Low *et al.* (2001) encuentran que la reacción del mercado ante el anuncio de que no se van a pagar dividendos por parte de empresas pequeñas es menos mala cuando tienen una relación estable con un banco acreedor. No ocurre así con las empresas grandes, para las que los inversores no valoran el papel controlador del banco y tienden a penalizar más, si cabe, la relación fuertemente deudora con la entidad financiera.



(8) En este caso, la definición de banco principal no viene definida por la condición de accionista, sino que se obtiene por una doble vía, que sea definido como tal por el propio banco y que sea el mayor prestamista de la empresa.

(9) Un indicio sobre la laxitud del control lo proporcionan Lins y Servaes (1999), quienes encuentran un descuento del 10% en el valor de mercado de las empresas japonesas pertenecientes a *keiretsu* y que se diversifican. De un sistema de control superpuesto, del grupo y del banco, se esperaría que la diversificación fuera bien valorada por el mercado; ya que no debería responder a los intereses de los directivos sino a los de los accionistas. El mercado, sin embargo, penaliza la diversificación, al igual que ocurre en los países anglosajones, donde el descuento es superior, ya que ronda el 15%. En el mismo sentido cabe interpretar los resultados de Dewenter *et al.* (2001), quienes, tras evaluar la reacción del mercado ante OPV hechas por *keiretsu* y empresas independientes confirman el carácter opaco de los grupos y la posibilidad de que florezcan los problemas de agencia entre el grupo y los inversores externos.

(10) Ante tal posibilidad, aquél elevará el precio de la financiación que esté dispuesto a conceder. Los accionistas externos tendrán un comportamiento similar, ya que ellos también se encuentran expuestos a una política inversora excesivamente arriesgada, de cuyos beneficios se aprovecharán los directivos y accionistas de control, pero con cuyas pérdidas serán solidarios. Este temor se reflejará nuevamente en el precio de las acciones.

BIBLIOGRAFÍA

- AHMADJIAN, C. L. y ROBBINS, G. E. (1999): «Foreing share ownership and corporate behavior in Japan», ponencia presentada en la Academy of Management, conference.
- BARCA, F. (1995): «On corporate governance in Italy; Issues, facts, and agency», Banco de Italia, Roma.
- BERGÉS, A. y SÁNCHEZ DEL VILLAR, E. (1991): «Las participaciones bursátiles de la banca en España», *Papeles de Economía Española*, 34, pp. 72-86.
- BERGLÖF, E. (1990): «Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial systems», en Aoki, M.; Gustafsson, B. y Williamson, O. E. (eds.): *The firm as a nexus of treaties*, Sage Pu.
- CABLE, J. R. (1985): «Capital market information and industrial performance: The role of West German banks», *Economic Journal*, 95, pp. 118-132.
- CAVES, R. y UEKUSA, M. (1976): *Industrial organization in Japan*, Brookings Institution, Washington D.C.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. y LANG, L. H. P. (2000): «The separation of ownership and control in East asian corporations», *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81-112.
- CUERVO CAZURRA, A. (1997): «Estructura de propiedad y comportamiento de la empresa: objetivos alternativos de los accionistas en España», tesis doctoral, Universidad de Salamanca.
- CUERVO CAZURRA, A. (1999): «Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de bancos como accionistas de empresas no financieras», *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, vol. 5, n.º 1, pp. 21-44.
- CUERVO GARCÍA, A. (1999): «El mercado de control de empresas. El 'blindaje' de los directivos y del 'núcleo duro'», en *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.
- DEWENTER, K.; NOVAES, W. y PETTWAY, R. H. (2001): «Visibility vs. complexity en business groups: Evidence from japanese keiretsu», *Journal of Business*, vol. 74, n.º 1, pp. 79-100.
- DIAMOND, D. (1984): «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- DITTUS, P. y PROWSE, S. (1996): «Corporate control in Central Europe and Russia. Should the banks own shares?», en Frydman, R.; Gray, C. W. y Rapacznsky, A. (eds.): *Corporate governance in Central Europe and Russia. Banks, funds and foreign investors*, Central Europe University Press, Nueva York.
- ELSAS, R. y KRAHNEN, J. P. (1998): «Is relationship lending special? Evidence from credit-file data in Germany», *Journal of Banking & Finance*, 22, pp. 1283-1316.

- FRANKS, J. y MAYER, C. (2001): «The ownership and control of German corporations», *Review of Financial Studies*, vol. 14, n.º 3.
- FRANKS, J.; MAYER, C. y RENNEBOOG, L. (2001): «Who disciplines management in poorly performing companies?», Discussion Paper, n.º 2949, Centre for Economic Policy Research, septiembre.
- GALVE, C. y SALAS, V. (1992): «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, 17, pp. 207-238.
- GERCHENKRON, A. (1962): *Economic backwardness in historical perspectives*, Harvard University Press, Cambridge, Ma.
- GORTON, G. y SCHMID, F. A. (2000): «Universal banking and the performance of German firms», *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 29-80.
- HALL, B. J. y WEINSTEIN, D. E. (1996): «The myth of the patient Japanese: Corporate myopia and financial distress in Japan and the US», NBER Working Paper Series 5818, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Ma.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN, D. (1990): «The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 67-88.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN, D. (1991): «Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups», *Quarterly Journal of Economics*, pp. 33-60.
- JENSEN, M. y MECKLING, M. (1976): «Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- KANG, J.-K. y SHIVDASANI, A. (1995): «Firm performance, corporate governance, and the top executive turnover in Japan», *Journal of Financial Economics*, 38, pp. 29-58.
- KANG, J.-K. y SHIVDASANI, A. (1997): «Corporate restructuring during performance declines in Japan», *Journal of Financial Economics*, 46, pp. 29-65.
- KANG, J.-K. y SHIVDASANI, A. (1999): «Alternative mechanisms for corporate governance in Japan: An analysis of independent and bank-affiliated firms», *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, p. 22.
- KANG, J.-K.; SHIVDASANI, A. y TAMADA, T. (2000): «The effect of banks relations of investment decisions: An investigation of Japanese takeover bids», *The Journal of Finance*, vol. LV, n.º 5, pp. 2197-2218.
- KAPLAN, S. (1994a): «Top executives, turnover, and firm performance in Germany», *Journal of Law, Economics and Organization*, 10, pp. 142-159.
- KAPLAN, S. (1994b): «Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and US», *Journal of Political Economy*, 102, pp. 510-546.
- KAPLAN, S. y MINTON, B. A. (1994): «Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers», *Journal of Financial Economics*, 36, pp. 225-258.
- KRAAKMAN, R. (2001). «The durability of the corporate form», en Di Maggio, P. (ed.): *The twenty-first century firm*, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SCHLEIFER, A. (1997): «Legal determinants of external finance», *The Journal of Finance*, vol. LII, n.º 3, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SCHLEIFER, A. (1999): «Corporate ownership around the world», *The Journal of Finance*, vol. LIV, n.º 2, pp. 471-516.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F., SCHLEIFER, A. y VISHNY, R. (2000): «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.
- LIMPAPHAYOM, P. y POLWITON, S. (1999): «The relation between equity ownership and firm behavior: Empirical evidence from Thailand», ponencia presentada en la Academy of Management, conference.
- LINS, K. y SERVAES, H. (1999): «International evidence on the value of corporate diversification», *The Journal of Finance*, vol. LIV, n.º 6, pp. 2215-2239.
- LOW, S.-W.; GLORFELD, L.; HEARTH, D. y RIMBEY, J. N. (2001): «The link between bank monitoring and corporate dividend policy: The case of dividend omissions», *Journal of Banking & Finance*, 25, pp. 2069-2087.
- MAUG, E. (1998): «Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?», *The Journal of Finance*, vol. LIII, n.º 1, pp. 65-98.
- MCCONNELL, J. J. y SERVAES, H. (1990): «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1988): «Management ownership and market valuation: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 292-315.
- MORCK, R.; NAKAMURA, M. y SHIVDASANI, A. (1998): «Bank equity ownership and firm valuation in Japan», Working paper, University of North Carolina.
- MORCK, R. y NAKAMURA, M. (1999): «Banks and corporate control in Japan», *The Journal of Finance*, vol. LIV, n.º 1, pp. 319-339.
- NAKATANI, I. (1984): «The economic role of financial corporate grouping», en Aoki, M. (ed.): *The economic analysis of the Japanese firm*, North Holland, Amsterdam.
- PORTER, M. E. (1992): «Capital disadvantage: America's failing capital investment system», *Harvard Business Review*, 46, sept-oct., pp. 65-82.
- PROWSE, S. D. (1990): «Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 43-66.
- PROWSE, S. (1992): «The structure of corporate governance in Japan», *The Journal of Finance*, vol. XLVII, pp. 1121-1140.
- SHEARD, P. (1989): «The main bank system and corporate monitoring and control in Japan», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 11, pp. 399-422.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1997): «A Survey of Corporate Governance», *The Journal of Finance*, vol. LII, n.º 2, pp. 737-783.
- WEINSTEIN, D. E. y YAFEH, Y. (1998): «On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan», *The Journal of Finance*, vol. LIII, n.º 2, pp. 635-672.
- WESTNEY, E. (2001): «Japanese enterprise faces the twenty-first century», en Di Maggio, P. (ed.): *The twenty-first century firm*, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- ZOIDO, E. (1998): «Un estudio de las participaciones de los bancos en las empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, vol. XXII (3), pp. 427-467.