

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-

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.

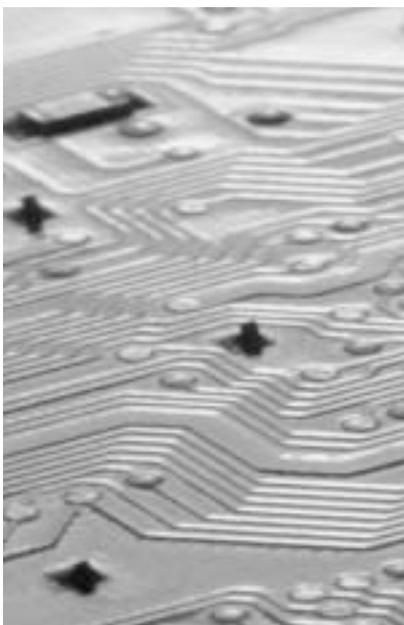
Una segunda ventaja para una institución financiera, derivada de su participación accionarial en la industria, se desprende del negocio bancario que le puede proporcionar y los beneficios privados que ello conlleva. Su posición como accionista le facilita la concesión de nuevas operaciones de crédito, 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

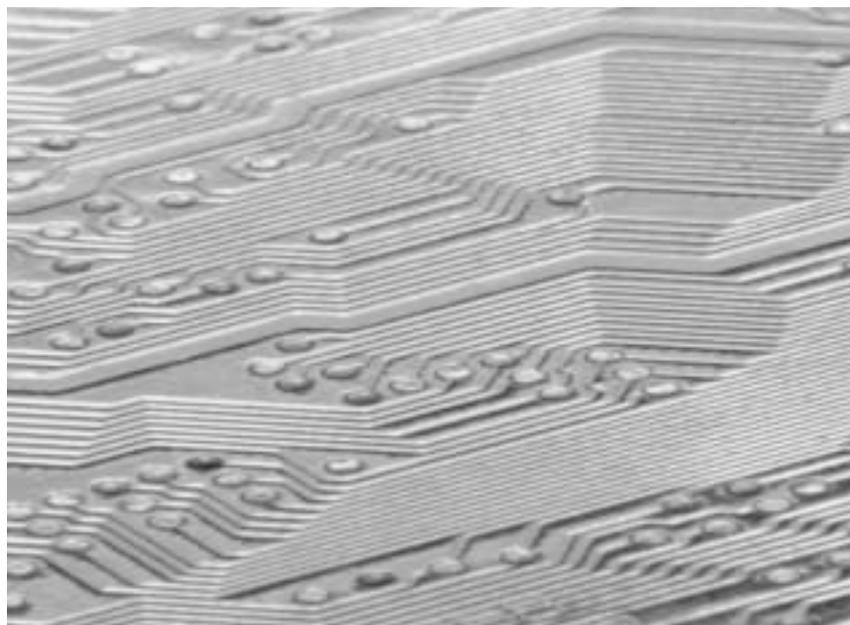
deseo. En otros, preferirá no hacerlo, para no proporcionar datos confidenciales a la competencia, ya que una fuente de ventajas competitivas se basa, precisamente, en la posesión de recursos que sean opacos para los competidores, que, de esta manera, no podrán imitarlos y con ello erosionar la ventaja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

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 Kraehuen, 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 Kraehuen (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.

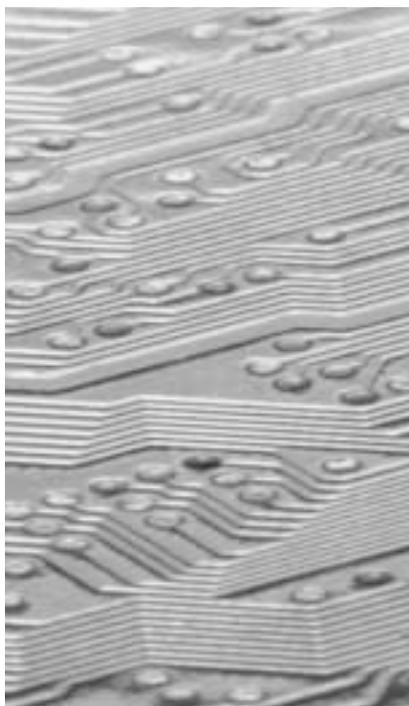
(3) La Porta *et al.* (1999) estudian, para cada una de las 27 economías más ricas del mundo, las 20 mayores empresas que cotizan en Bolsa, junto con un número variable de otras más pequeñas, siempre que su valoración bursátil no sea inferior a 500 millones de dólares, con el propósito de identificar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