

# EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LAS PARTICIPACIONES INDUSTRIALES DE LA BANCA.

.....  
FRANCISCO GONZÁLEZ

Universidad de Oviedo

**UNO DE LOS ASPECTOS QUE CONTINÚA SUSCITANDO GRAN INTERÉS Y DEBATE CUANDO SE ANALIZA EL DISEÑO DEL SISTEMA FINANCIERO ES EL GRADO DE SEPARACIÓN QUE DEBE EXISTIR ENTRE BANCA E INDUSTRIA. EN ESTADOS UNIDOS Y GRAN BRETAÑA ESTOS DOS ASPECTOS ESTÁN**

25

separados, mientras que en países como Alemania, Italia, Japón o España se permite a los bancos mantener participaciones en el capital de empresas industriales (1). Sin embargo, en ambos grupos de países continúa existiendo una controversia sobre la conveniencia de la reforma de cada uno de los sistemas, ya que tanto costes como beneficios han sido atribuidos a la vinculación entre banca e industria.

Una excepción a la prohibición de los bancos de adquirir acciones se produce en empresas con dificultades financieras declaradas y que han de optar entre alcan-

zar un convenio con los acreedores que permita la continuidad de la empresa o bien liquidar los activos de la misma. En este tipo de situaciones es el único caso donde legislaciones como la norteamericana o la británica permiten a los bancos adquirir temporalmente acciones para facilitar la salida de la situación de insolvencia financiera y posibilitar que empresas viables no sean liquidadas.

Esta excepción refleja el gran consenso existente sobre los beneficios de las participaciones bancarias para reducir conflictos de intereses en empresas con proble-

mas de insolvencia financiera ya que facilitan que los acreedores apuesten por la continuidad de la empresa aceptando proyectos que nunca estarían dispuestos a financiar con deuda si tienen dudas sobre su verdadero nivel de riesgo. De esta forma, la condonación de deuda a cambio de acciones es uno de los habituales acuerdos contenidos en los convenios de suspensión de pagos entre acreedores y accionistas (Gilson *et al.*, 1990; Hoshi *et al.*, 1990; James, 1995 y Berlin *et al.*, 1996).

Por tanto, en las empresas que no se enfrentan a situaciones declaradas de insol-



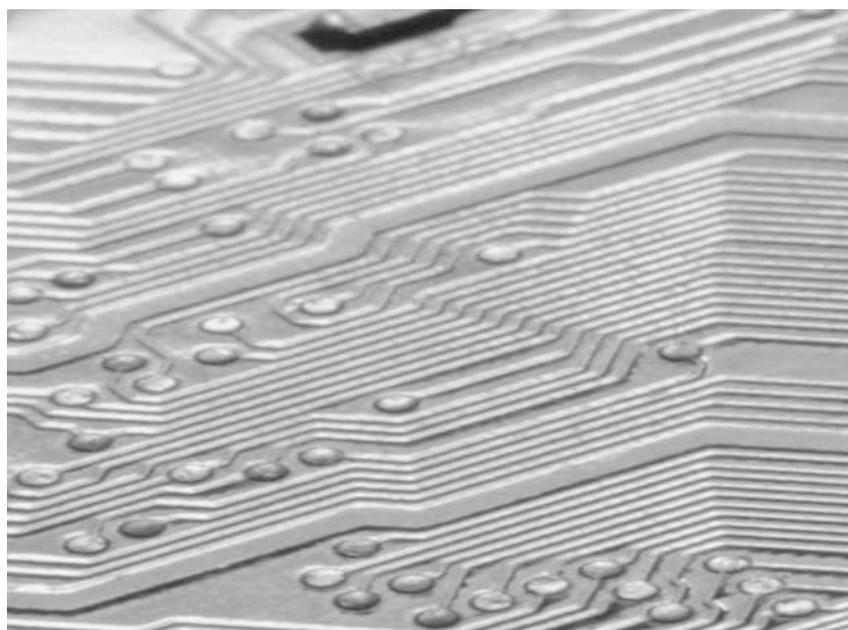
acciones de la empresa deudora, al ser interpretado por el mercado como una revisión a la baja de la calidad crediticia por parte de un agente que tiene buena información sobre la empresa (3).

Esta participación en el excedente empresarial que puede conseguir el banco acreedor utilizando su alto poder de negociación genera ineficiencias, al disminuir los incentivos de los accionistas a esforzarse para maximizar el rendimiento de las inversiones cuando una parte del excedente vinculado al esfuerzo realizado no es apropiado por ellos.

Por tanto, la compra de acciones de la empresa por el banco acreedor puede ofrecer alguna ventaja adicional sobre el mantenimiento de relaciones estables de endeudamiento, ya que, por una parte, permite mantener los beneficios de reducir los problemas de selección adversa y de riesgo moral, y por otra, disminuye el problema de expropiación de fondos y de ineficiencia, señalado por Rajan (1992) cuando el banco mantiene exclusivamente una posición de acreedor. Consistente con este beneficio de las participaciones bancarias en el capital de las empresas deudoras, Mahrt-Smith (2000) presenta que la adquisición de acciones por el banco disminuye sus incentivos por apropiarse del excedente generado con las inversiones y, en consecuencia, incrementa la eficiencia empresarial al mejorar los incentivos de los accionistas-directivos para esforzarse.

Compensando los beneficios indicados para la participación de los bancos en el capital de empresas, los defensores de la separación entre banca e industria argumentan que la participación bancaria incrementa la inestabilidad del sistema bancario al aumentar el riesgo de los bancos. Y es que la adquisición de acciones de empresas industriales tiene un mayor riesgo que la concesión de préstamos a esas mismas empresas industriales o que la adquisición de cualquier título de renta fija emitido por las empresas.

Este argumento es relevante desde el punto de vista del regulador, ya que el control del riesgo bancario es una función obligatoria de la autoridad supervisora, que suple la ausencia de incentivos de los depositantes a supervisar las inversiones de los



bancos cuando los depósitos tienen un alto nivel de fragmentación y están garantizados. Por tanto, el incremento de las posibilidades de los bancos para asumir mayores riesgos, al permitirles mantener carteras de acciones industriales, aumenta los costes de supervisión y la probabilidad de crisis bancarias, siendo éste el principal coste señalado por el regulador a la hora de limitar o prohibir las participaciones industriales de los bancos.

Siguiendo este esquema de costes y beneficios, la literatura previa básicamente consiste en modelos teóricos centrados en buscar la regulación óptima sobre el porcentaje de la propiedad de las empresas que debe estar controlado por bancos. En estos modelos, la participación bancaria socialmente óptima se determina como un *trade off* entre el coste derivado del incremento en el riesgo bancario y el beneficio obtenido con la mejora de la eficiencia empresarial, al reducirse los problemas de riesgo moral o conflictos de intereses entre los accionistas y el banco acreedor (John *et al.*, 1994, y Park, 2000).

Los planteamientos teóricos expuestos contrastan con la escasez de evidencia empírica sobre los efectos de las participaciones industriales, debido, en parte, a la tradicional prohibición de las mismas en países como Gran Bretaña o Estados Unidos, y que impide su análisis en estos

países. De esta forma, no existen estudios sobre los efectos originados en el riesgo bancario y, aunque existen trabajos realizados en Japón, Alemania o España sobre el efecto de las participaciones bancarias en la eficiencia de las empresas, los resultados son contradictorios y se centran, exclusivamente, en analizar los efectos que sobre la eficiencia empresarial tiene la potencial reducción de conflictos.

En Japón, Kim (1991) y Hoshi *et al.* (1991) analizan empresas pertenecientes a grupos industriales contruidos en torno a bancos (*keiretsu*), y señalan que estas empresas encuentran más fácil obtener fondos y que disminuye la sensibilidad de la inversión a las variaciones de los fondos internos. Puschner (1995) también encuentra evidencia consistente con un efecto positivo sobre la eficiencia empresarial. Sin embargo, Weinstein y Yafeh (1998) analizan el efecto de relaciones estables entre bancos y empresas en Japón, y observan que estas empresas no obtienen mayores beneficios que las que no mantienen dichas relaciones, ya que ambos tipos de empresas tienen las mismas tasas de crecimiento. Mork *et al.* (1999) encuentran evidencia significativa de una relación convexa entre el volumen de la participación bancaria en el capital y el valor de la empresa, ya que la relación negativa existente para bajos niveles de participación bancaria se vuelve positiva para altos niveles de participación.





CUADRO 2  
RENTABILIDADES EXTRAORDINARIAS DE LAS ACCIONES ANTE ANUNCIOS DE PARTICIPACIONES BANCARIAS

	Ventana de análisis	% RA	Test de Brown y Warner	Test de Corrado	% RA>0
Total	-1	-0,0063	-1,64	-1,47	41,1
N=56	(-1,0)	0,0868	-1,16	-0,77	42,8
Incremento de la deuda bancaria	-1	0,6280	1,78*	0,71	54,8
N=31	(-1,0)	0,7574	1,15	0,75	54,8
Reducción de la deuda bancaria	-1	-0,7929	-4,44***	-2,85***	24,0
N=25	(-1,0)	-0,7448	-3,02***	-1,89**	28,0

\* Estadísticamente significativo al 10%. \*\* Estadísticamente significativo al 5%. \*\*\* Estadísticamente significativo al 1%.

FUENTE: Elaboración propia.

la reacción del precio de las acciones de las empresas deudoras ante anuncios de compras de sus acciones por parte de un banco. Las rentabilidades extraordinarias promedio de los 56 anuncios de participación bancaria en el capital se estiman utilizando la metodología habitual en el estudio de eventos con rentabilidades diarias.

Esta metodología consiste en estimar la rentabilidad extraordinaria en un día «t» determinado como la diferencia entre la rentabilidad real de la acción y la rentabilidad esperada para ese día. La rentabilidad esperada se determina a partir de las previsiones que se derivan de aplicar el modelo de mercado de Sharpe (1963), estimado con datos de 120 días previos a la fecha del anuncio ( $t=-145,-25$ ). La significación de las rentabilidades extraordinarias se estima con el test de Brown y Warner (1985) y con el de Corrado (1989), que es más adecuado en el caso de muestras de escaso tamaño.

Los resultados para la muestra total de anuncios recogidos en el cuadro 2 indican la existencia de rentabilidades extraordinarias positivas que no son estadísticamente significativas. Fernández-Blanco y García-Martín (2000) también obtienen rentabilidades extraordinarias positivas, aunque estadísticamente significativas, en una muestra de toma de participaciones accionariales que representaban menos del 25% de la propiedad de la empresa y que fueron realizadas en la Bolsa de Madrid entre 1987 y 1995.

Aunque la existencia de rentabilidades extraordinarias positivas es consistente con el efecto beneficioso de la participación bancaria para reducir los conflictos de intereses entre accionistas y acreedores, los resulta-

dos cambian drásticamente en consonancia con la hipótesis de señales cuando dividimos la muestra en dos grupos, según que la deuda bancaria aumente o disminuya. El cambio en la deuda bancaria es medido comparando el porcentaje de deuda bancaria sobre el activo total al final del año, en el que la participación tiene lugar con el existente al final del año anterior a la toma de participación. Se observa que la compra de acciones por el banco sólo tiene efectos positivos cuando va acompañada de incrementos en la deuda bancaria mientras aquellos anuncios de toma de participación acompañados de disminuciones en el porcentaje de deuda bancaria provocan reacciones negativas en el precio de las acciones de las empresas participadas.

Las rentabilidades extraordinarias acumuladas a lo largo del período (-25,25) para la muestra total de anuncios de tomas de participación y para cada una de las submuestras son mostradas en el gráfico 1, en el que se pone de manifiesto que el diferente comportamiento del precio de las acciones, según que la toma de participación del banco vaya acompañada de un incremento o de una disminución de la deuda bancaria, es permanente y que al menos no es compensado en las cotizaciones de los 25 días siguientes.

La reacción negativa del precio de las acciones cuando el banco reduce su deuda es consistente con la idea de que el banco puede tener incentivos por adquirir acciones de la empresa ante proyectos no rentables arriesgados para intentar la continuidad de la empresa antes que no adquirir acciones y tener que renunciar a gran parte de los fondos aportados en forma de deuda, que se perderían dentro de un proceso

de liquidación. La reducción de deuda que acompaña a la adquisición de acciones es utilizada por el mercado para inferir que la participación bancaria responde más a un empeoramiento de las oportunidades de inversión que a la búsqueda de participar en un mayor excedente esperado y explica la respuesta negativa del mercado.

Por el contrario, si el banco cree que los proyectos son rentables, además de adquirir acciones, encontrará óptimo aportar deuda adicional. La anticipación de estos incentivos del banco provoca que el mercado reaccione positivamente cuando la adquisición de acciones va acompañada de un incremento de la deuda bancaria.

Las rentabilidades extraordinarias de las acciones son analizadas con mayor detalle a través de un análisis de regresión cuyos resultados se presentan en el cuadro 3. La variable dependiente es la rentabilidad extraordinaria del período (-1,0) para la muestra total de 56 anuncios de toma de participación bancaria, aunque los resultados son cualitativamente los mismos cuando las rentabilidades extraordinarias se acumulan en períodos diferentes como (-1,1) o en el día anterior al anuncio ( $t=-1$ ).

Junto con la variación en el porcentaje de deuda bancaria sobre el activo total, y para controlar la influencia de los costes de agencia en la reacción observada en el precio de las acciones, se introducen como variables independientes el porcentaje de activos tangibles sobre el activo total y la ratio Q de Tobin (5). Finalmente, para controlar el tamaño o el volumen de la adquisición realizada se introduce el porcentaje del capital de la empresa que es adquirido por el banco (volumen).



presas con proyectos arriesgados no rentables, con el objetivo de ahorrar costes de liquidación. Sin embargo, la decisión de endeudamiento del banco que acompaña a la toma de participación permite discriminar entre ambas situaciones o tipos de empresas y explicar las rentabilidades extraordinarias observadas.

Puesto que el banco sólo tiene incentivos a aportar deuda cuando cree que la empresa tiene a su disposición proyectos rentables, las compras de acciones realizadas por bancos que no vayan acompañadas de incrementos de la deuda serán interpretadas por el mercado como una respuesta del banco a la existencia en la empresa deudora de proyectos altamente arriesgados, originando rentabilidades extraordinarias negativas. Por el contrario, como las compras de acciones con incrementos de deuda están asociadas a la existencia de proyectos de mayor rentabilidad, la reacción del mercado es positiva.

Los resultados obtenidos indican que la motivación de los bancos a la hora de adquirir acciones industriales viene dada más por la búsqueda de una participación en el excedente esperado cuando existen buenos proyectos, o por evitar costes de liquidación, cuando existen malos proyectos en la empresa, que por la reducción de conflictos de intereses. Este esquema de comportamiento es consistente con la idea de que el banco adquirente es un agente con buena información sobre la calidad de las inversiones de la empresa.

32

## NOTAS

- (1) Una perspectiva histórica de los cambios en la legislación norteamericana puede encontrarse en Berger *et al.* (1995). Recientemente la «Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act, 1999» ha disminuido en Estados Unidos las restricciones de la propiedad bancaria en empresas no financieras, aunque se mantiene una clara separación entre banca e industria, limitando el tiempo que los bancos pueden mantener las acciones en su cartera y la cuantía de las participaciones industriales respecto al capital del banco. Una discusión de la regulación de las participaciones industriales de los bancos en Europa es proporcionada por Langohr y Santomero (1985).
- (2) Saunders (1994) ofrece una revisión detallada

de los beneficios y costes tradicionalmente asociados a la existencia de vínculos de propiedad entre banca e industria.

(3) Hull y Moellenberndt (1994) han estimado rentabilidades extraordinarias negativas alrededor del día en el que tienen lugar anuncios de reducción de deuda bancaria.

(4) Un detallado análisis descriptivo de las participaciones empresariales realizadas por las entidades de depósito en España puede encontrarse en Cals (1998), Sáez *et al.* (1994) y Sáez y Martín (2000).

(5) El porcentaje de activos tangibles se calcula utilizando valores contables, y la ratio Q de Tobin se calcula como la suma del valor de mercado de los fondos propios y el valor contable de la deuda dividida entre el valor contable del activo total neto.

## BIBLIOGRAFÍA

- BERGER, A., A. KASHYAP y J. SCALISE (1995): «The transformation of the U.S. banking industry: what a long, strange trip it's been», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 55-218.
- BERGÉS, A. y E. SÁNCHEZ DEL VILLAR (1991): «Las participaciones bursátiles de la banca en España», *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, 34, pp. 72-86.
- BERLIN, M., K. JOHN y A. SAUNDERS (1996): «Bank equity stakes in borrowing firms y financial distress», *Review of Financial Studies*, 9, pp. 889-919.
- BROWN, S. J. y J. WARNER (1985): «Using daily stock returns», *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 3-31.
- CABLE, J. (1985): «Capital market information and industrial performance: The role of West German Banks», *The Economic Journal*, 95, pp. 118-132.
- CALS, J. (1998): «Las participaciones empresariales de las cajas de ahorro españolas», *Papeles de Economía Española*, 74-75, pp. 89-108.
- CHULIÁ, C. (1990): «Las participaciones del sistema bancario en las empresas no financieras», *Papeles de Economía Española*, 34, pp. 73-86.
- CORRADO, C. J. (1989): «A nonparametric test for abnormal security price performance in event studies», *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 385-395.
- DIAMOND, D. (1991): «Monitoring y reputation: the choice between bank loans and directly placed debt», *Journal of Political Economy*, 99, pp. 688-721.
- DITTUS, P. (1996): «Why East European banks don't want equity», *European Economic Review*, 40, pp. 655-662.
- FAMA, E. F. (1985): «What's different about banks?», *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 29-40.

FERNÁNDEZ BLANCO, M. y C. J. GARCÍA MARTÍN, (2000): «La compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español», *Investigaciones Económicas*, XXIV, pp. 237-267.

GILSON, S. C., K. JOHN y L. P. H. LANG (1990): «Troubled debt restructurings. An empirical study of private reorganization of firms in default», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 315-353.

GORTON, G. y F. A. SCHMID (2000): «Universal banking and the performance of German firms», *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 29-80.

HOSHI, T., A. KASHYAP y D. SCHAFSTEIN (1990): «The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 67-88.

HOSHI, T., A. KASHYAP y D. SCHAFSTEIN (1991): «Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups», *Quarterly Journal of Economics*, febrero, pp. 33-59.

HULL, R. y R. MOELLENBERNDT (1994): «Bank debt reduction announcements and negative signaling», *Financial Management*, 23, Summer, pp. 21-30.

JAMES, C. (1995): «When do banks take equity in debt restructurings?», *Review of Financial Studies*, 8, pp. 1209-1234.

JOHN, K. y D. C. NACHMAN (1985): «Risky debt, investment incentives, and reputation in a sequential equilibrium», *Journal of Finance*, 40, pp. 863-878.

JOHN, K., T. A. JOHN y A. SAUNDERS (1994): «Universal banking and firm risk-taking», *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 307-323.

KIM, S. (1991): «The use of equity positions by banks: The Japanese evidence», *Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco*, otoño, pp. 41-55.

LANGOHR, H. y A. M. SANTOMERO (1985): «The extent of equity investment by European banks», *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, pp. 243-252.

LELAND, H. y D. PYLE (1977): «Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation», *Journal of Finance*, 32, pp. 371-387.

MAHRT-SMITH, J. (2000): «Should banks own equity? A corporate finance perspective», Working paper, London Business School.

MORCK, R., M. NAKAMURA y A. SHIVDASANI (1999): «Banks, ownership structure and firm value in Japan», Working paper, University of North Carolina.

PARK, S. (2000): «Effects of the affiliation of banking and commerce on the firm's investment and the bank's risk», *Journal of Banking and Finance*, 24, pp. 1629-1650.

PUSHNER, G. (1995): «Equity ownership structure, leverage y productividad: Empirical evidence from Japan», *Pacific-Basin Finance Journal*, 3, pp. 241-256.

## EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LAS PARTICIPACIONES...

---

- RAJAN, R. G. (1992): «Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt», *Journal of Finance*, 47, pp. 1367-1400.
- SÁEZ, F. J. y M. MARTÍN (2000): «Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorro españolas, 1992-1998», *Papeles de Economía Española*, 84-85, pp. 222-236.
- SÁEZ, F. J., M. MARTÍN y S. CARBÓ (1994): «Ciclo económico, dimensión y cartera de renta variable de las entidades de depósito en España: algunas consideraciones», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 48, pp. 228-235.
- SAUNDERS, A. (1994): «Banking and commerce: An overview of the public policy issues», *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 231-254.
- SHARPE, W. F. (1963): «A simplified model for portfolio analysis», *Management Science*, IX, pp. 277-293.
- WEINSTEIN, D. E. y Y. YAFEH (1998): «On the cost of a bank-centered financial system: evidence from changing main bank relations in Japan», *Journal of Finance*, 53, pp. 635-672.
- ZOIDO, M. E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, XXII, pp. 427-467.