



11

LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y CONTROL DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS: UNA DESCRIPCIÓN DE LA SITUACIÓN ACTUAL ANTE LAS REFORMAS DEL GOBIERNO CORPORATIVO

LUISA EUGENIA REYES RECIO

DEPARTAMENTO DEL ÁREA DE ORGANIZACIÓN DE EMPRESAS
UNIVERSIDAD REY JUAN CARLOS

Resumen: *En el presente trabajo tratamos de realizar una revisión teórica de los estudios que analizan la influencia de la estructura de la propiedad y el control en los resultados empresariales. Centrándonos en la separación entre la propiedad y el control se realiza un estudio de la misma bajo un planteamiento teórico de agencia, para concluir estableciendo una tipología de empresas en función de su estructura de control, siendo ésta el resultado del sumario de estudios teóricos y empíricos que se presentan. Establecidas las bases teóricas anteriores, se procede al análisis empírico de la estructura de la propiedad y el control para una muestra de empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid en los años 1996, 1997 y 1998. Sobre la base de los datos presentados el estudio se plantea la justificación de la reforma de gobierno corporativo en nuestro país. El estudio concluye estableciendo que, el mercado español se caracteriza por la alta concentración accionarial y por la pasividad del accionariado ante el control directivo. La reforma de gobierno corporativo en nuestro país, según los datos presentados, parece justificarse más desde la óptica del control que del estudio de la dispersión accionarial.*

Palabras clave: *Estructura de propiedad, gobierno de la empresa, teoría de la agencia y control accionarial.*

I. El problema de la separación y el control como antecedente: Un enfoque de agencia

La hipótesis de la moderna corporación caracterizada por la separación de la propiedad y el control fue propuesta por primera vez por Berle y Means (1932), naciendo un cuerpo de literatura en Estados Unidos y Reino Unido centrado en el examen de los efectos de las distintas estructuras de propiedad y control en los resultados de las empresas. El estudio de la separación entre la propiedad y el control bajo la Teoría de la Agencia en primer lugar, implica el análisis las relaciones que se dan en la empresa debido a la consideración de ésta como nexo de contratos (Teoría de la Agencia Positiva) para posteriormente, analizar la divergencia de intereses derivada de tal separación. El objetivo bajo este planteamiento será la determinación del contrato y de los sistemas de control e incentivos para la convergencia de intereses entre los agentes.

Los directivos aprovechan la difusión del capital, así como los costes de información y control, para actuar en interés propio, llevando a cabo comportamientos oportunistas y surgiendo el llamado problema de agencia. De esta forma, el desequilibrio se produce cuando las sociedades concentran excesivamente el poder en manos de la dirección no encontrándose la debida representación de los inte-

reses de los diversos grupos. Estos comportamientos se justifican por la existencia de información asimétrica entre las partes y por la existencia de funciones de utilidad distintas, lo que justifica el oportunismo de la dirección a costa de la creación de valor o maximización de los beneficios como objetivo de los accionistas.

De las ideas anteriormente expuestas podemos decir que, la relación entre propietarios y directivos o gerentes de una sociedad encaja en la definición de la relación de agencia, siendo el problema de la separación entre la propiedad y el control el tema central de estudio en la explicación de las relaciones principal – agente. Definimos la relación de agencia como un contrato bajo cuyas cláusulas una o más personas (el principal/es) contratan a otra (el agente) para que realice determinado servicio en su nombre, lo que implica cierto grado de delegación de autoridad en el agente (Jensen y Meckling, 1976). Los costes de agencia que se presentan en esta situación surgen al no estar los contratos entre las partes totalmente estipulados y no poder obligar al principal a los agentes a su cumplimiento sin incurrir en costes (Fama y Jensen, 1983). El equipo directivo es un agente de los propietarios de la empresa que debería, en consecuencia, gestionarla de acuerdo con los intereses de aquéllos. El hecho de que los gestores no siempre actúen en beneficio de los accionistas obliga a estos a diseñar incentivos y mecanismos de control para, en la medida de lo posible, evitar esta clase de comportamientos.

El objetivo principal del gobierno de las empresas bajo la teoría de la agencia es minimizar esa clase de costes para, de esta forma, evitar que la separación entre la propiedad y el control de lugar a formas de organización y gestión ineficientes. Así, la discrecionalidad de los directivos tiene sus límites en la actuación de diferentes mecanismos de control. Mecanismos entre los que cabe mencionar la supervisión del consejo de administración, del mercado de capitales, del mercado de trabajo, del mercado de productos y las posibles tomas de control societario, además de los incentivos que se establezcan en el contrato de los directivos.

Del estudio de Berle y Means (1932) se deduce la discrecionalidad de la dirección derivada de la separación entre la propiedad y el control, estableciéndose dos componentes que caracterizan estas relaciones: la hipótesis de convergencia de intereses y la hipótesis de atrincheramiento.

De acuerdo con la hipótesis de convergencia de intereses, el valor de mercado y los beneficios incrementan con la propiedad directiva. Por otro lado, bajo la hipótesis de atrincheramiento el valor de mercado y los beneficios no aumentan con la propiedad directiva. Algunos autores (Demsetz, 1983; Fama y Jensen, 1983), se oponen a la visión de aso-

ciar los costes con la propiedad directiva. Si los directivos mantienen poca cantidad de la propiedad de la empresa trabajarán de acuerdo a la maximización del beneficio debido que a las fuerzas disciplinadoras reducen la rentabilidad privada de los directivos. Si los directivos tienen una gran proporción del capital de la empresa tienen poder de voto que garantiza su trabajo, pudiendo oponerse a un comportamiento maximizador del valor.

2. La estructura de propiedad y el tipo de control

Los estudios relativos a la difusión de la propiedad en su relación con el valor de la empresa suelen analizar previamente las formas de control de la misma en función del grado de dispersión de la propiedad. Berle y Means (1932) definen el control como el poder para nombrar a la totalidad o a la mayoría de los miembros del consejo de administración. Sin embargo, la mayoría de los estudios definen el control a través de las denominadas reglas fijas. Estas reglas consideran el control de la sociedad en función de la participación accionarial del mayor inversor, del equipo directivo o bien del consejo de administración. Los criterios utilizados suelen considerar a la empresa como controlada por la propiedad cuando algún accionista posee más del 5% de capital, o del 10% en función del estudio, siendo en caso contrario definida como controlada por la gestión o dirección.

Presentamos a continuación un sumario de estudios teóricos y empíricos donde reflejamos las variables y conclusiones fundamentales de las investigaciones más relevantes que analizan las relaciones entre la estructura de propiedad y los resultados empresariales.

Del análisis de los trabajos recogidos (*figura 1*), podemos establecer una clasificación de empresas en función de su estructura de propiedad y control, como resumen de los distintos criterios utilizados en la mayoría de los estudios de propiedad de las empresas. De esta forma encontramos tres tipos fundamentales de formas de control (en función de la difusión del capital):

- Empresas controladas por los gerentes o ejecutivos
- Empresas controladas por los propietarios
- Empresas controladas por los gerentes y propietarios

El control ejecutivo, gerencial o directivo, es característico de empresas que poseen propiedad dispersa, abusando los gerentes de tal situación. En las empresas controladas por los propietarios, hay un

Figura 1
Evidencias teóricas y empíricas de relación entre la estructura de propiedad y el control sobre los resultados empresariales

Autor(es)	Periodo y muestra	Clasificación del control	Variable dependiente	Resultado
Monsen et al (1968)	1952-63 500 mayores compañías industriales de USA	OC \geq 10% y evidencia de control activo ó \geq 20% MC \leq 5% de las acciones de voto	Beneficio neto/ crecimiento neto Ventas /total activo Beneficio neto/ activos Deuda a largo plazo / capitalización	En media, todos los ratios son altos para las OC, excepto el de deuda a largo plazo / capitalización que es bajo.
Kamerschen (1968)	1959-64 200 mayores compañías no financieras de USA	OC \geq 10% MC < 10%	Rentabilidad del capital	No existen diferencias significativas entre las MC y las OC
Radice (1971)	1957-67 86 grandes compañías de UK de tres sectores industriales	OC \geq 15% MC < 5%	BAI/ activos netos (ratio de beneficios) Crecimiento neto de las ventas	OC presentan mayor ratio de beneficios y de crecimiento de las ventas, sin embargo, éstas presentan una gran variabilidad en la relación entre ambos ratios.
Elliott (1972)	1964-67 88 empresas de S&P's Compustat Data	OC \geq 10% y evidencia de control activo ó \geq 20% MC \leq 5% de las acciones de voto	Liquidez Crecimiento de los dividendos Crecimiento de los beneficios Apalancamiento Inversión en capital	Solo se encuentran diferencias significativas entre las MC y OC en cuanto a la liquidez
Boudreaux (1973)	1952-1963	OC \geq 10% y evidencia de control activo ó \geq 20% MC \leq 5% de las acciones de voto	Rentabilidad de los fondos propios	OC están asociadas con una mayor significación y mayor variabilidad en la rentabilidad que, las MC
Palmer (1973)	1961-1969 500 grandes empresas de USA	SOC > 30% WOD 10-29% MC < 10%	Rentabilidad neta	Ratio con baja significación para las MC, pero solo si la empresa tiene poder monopolístico
Sorenson (1974)	1948-66 30 OC y 30 MC de 11 sectores industriales	OC \geq 20% MC < 5%	Ratio de dividendos pagados Crecimiento de las ventas Crecimiento del valor BDI/ valor neto	Algunas diferencias significativas entre grupos industriales, pero en media, no hay diferencias entre las OC y MC
Holl (1975) Ware (1975)	1948-60 183 empresas de UK	OC \geq 50% por un individuo ó 20-50% por un individuo Sí el 20% está en manos de los 20 mayores accionistas MC para las demás	BAI/ valor neto Ratio de crecimiento de los activos netos varianza y desviación de los beneficios Dividendos pagados	No hay diferencias significativas cuando las bases industriales se anulan

Figura 1 (cont.)
Evidencias teóricas y empíricas de relación entre la estructura de propiedad y el control sobre los resultados empresariales

Autor (es)	Periodo y muestra	Clasificación del control	Variable dependiente	Resultado
Ware (1975)	1960-70 74 compañías de USA del sector de alimentación	OC >15% y representación en la gerencia o en el consejo ó >25% MC ≤5%	Ventas/nº empleados Beneficios retenidos/ ingresos netos Deuda/total activo	MC obtienen mayores beneficios pero, son menos eficientes que las OC
Stano (1976)	1962-64 354 empresas de USA	SOC > 3% WOD 10-29% MC <10%	Rentabilidad del mercado	Rentabilidad significativamente mayor para las OC. Estas presentan mayor riesgo adverso, menor activismo de las fusiones
Round (1976)	1962-72 289 grandes empresas australianas	OC > 10% poseído por personas MC personas con tenencias <5% CC >15% poseído por otras compañías	Ingresos netos/activo total	OC presentan rentabilidad significativamente superior que las MC
Holl (1977)	1962-72 343 empresas de las 500 mayores empresas de USA	SOC > 30% WOD 10-29% MC <10%	Ratio medio de rentabilidad de mercado	OC presentan niveles significativamente mayores que las MC, para evadir el mercado de control
Steer y Cable (1976)	1967-71 82 mayores empresas de UK	OC >15% poseído por personas o por grupos cohesionados ó >3% por gestores MC otros	Rentabilidad de los activos Rentabilidad del mercado Curva de valor Crecimiento de los activos totales	Las OC presentan significativos ratios para todas las medidas de los resultados, en contraste con las MC
Thonet y Poensgen (1979)	1961-70 52-92 firmas manufactureras alemanas	OC > 25% poseído por grupos cohesionados MC < 25% poseído por grupos cohesionados	Rentabilidad de los fondos propios Curva de valor Crecimiento de los activos totales	Las MC presentan rentabilidades mayores, las OC presentan mayor crecimiento de los activos totales.
Bothwell (1980)	1960-67 150 mayores empresas industriales de USA	SOC > 3% WOD 10-29% MC <10%	Margen de beneficio económico ajustado por el riesgo (CAPM)	SOC y WOC > MC generalmente (muy significativo para industrias que operan con altas o significativas barreras de entrada).
Jacquemin y de Ghellinck (1980)	103 de las 200 mayores empresas de Francia	Control mayoritario >50% Control minoritario entre 5-50% Interno >5% El modelo usado distingue EF y ENF	Cash-Flow neto/ fondos propios	No hay diferencias significativas entre el control mayoritario y el control minoritario entre las EF y las ENF, encontrándose efectos positivos en el tamaño en las EF y no en las ENF

Figura 1 (cont.)
Evidencias teóricas y empíricas de relación entre la estructura de propiedad y el control sobre los resultados empresariales

Autor(es)	Periodo y muestra	Clasificación del control	Variable dependiente	Resultado
Levin y Levin (1982)	1967-76 200 mayores empresas no financieras de USA	OC \geq 10% MC < 10% FC \geq 10% poseído por una institución financiera	Rentabilidad de los fondos propios Dividendos % crecimiento de las ventas Ratio de capitalización Payout	Diferencias significativas entre los tipos de control para el dividendo, riesgo y crecimiento de las ventas
Demsetz y Lehn (1985)	1976-80 511 empresas de USA	Se midió la concentración de propiedad por el A5, A20 y AH	Beneficios / fondos propios	No se encuentra relación significativa entre la concentración de propiedad y rentabilidad contable
Holderness y Sheehan (1988)	1979-84 101 empresas concentradas y 101 empresas difusas	MH \geq 50% pero <95% para un individuo, familia o entidad DH \leq 20% poseído por algún accionista	Rentabilidad contable Q de Tobin	Las empresas clasificadas como MH presentan alta pero no significativa rentabilidad contable y, un valor bajo y, no significativo de la Q de Tobin
Morck et al, (1988)	1980 371 empresas de Fortune 500	% de propiedad en manos de los consejeros Dummy que denotaba la presencia de fundador	Q de Tobin	(+) para niveles entre 0-5% (-) negativa pero menos pronunciada entre 5-25%, (+) menos pronunciada mayor 25%
Murali y Welch (1989)	1977-1981 43 empresas controladas fuertemente y 83 empresas con concentración débil	CH > 50% por pequeños grupos o individuos WH para todas las demás empresas	Rentabilidad de las acciones en el mercado B° contables Valor de mercado	No existen diferencias significativas entre las CH y WH
McConnell y Servaes (1990)	1976 y 1986 1173 y 1093 empresas de USA	OC % de acciones poseídas por internos corporativos LB1 % de acciones poseídas por el mayor grupo accionarial LB2 % de acciones poseídas por todos los grupos accionariales INSTO % de acciones poseídas por instituciones	Q de Tobin	(+) parra las OC. No se encuentra relación significativa entre las variables de grupo de accionistas y la Q, pero se encuentra una relación significativa si se asume que los grupos y los internos operan conjuntamente
Leech y Leahy (1991)	1981-1985 470 empresas de UK	Tipo de control OC1, OC2, OC3 grandes accionistas <5%, 10% y 20% respectivamente Grado de control:	Ratio de valoración Margen de B° Rentabilidad para los accionistas Crecimiento de las ventas totales	(+) con el ratio de beneficios y el tipo de control así como con el crecimiento (-) la concentración de propiedad y los beneficios

Figura 1 (cont.)
Evidencias teóricas y empíricas de relación entre la estructura de propiedad y el control sobre los resultados empresariales

Autor(es)	Periodo y muestra	Clasificación del control	Variable dependiente	Resultado
		OC90, OC95, OC99 definido por el modelo de voto probabilístico de Cubbin y Leech (1982)	Crecimiento de los activos netos	así como en con el crecimiento. En general el C20 fue significativo
Belkaoui y Pavlik (1992)	1988 228 Fortune	Concentración de propiedad para tramos menores del 5%, entre el 5 y 25% y superiores al 25% % en manos de los de la dirección Diversificación relacionada o no a través de dos dígitos SIC	Beneficios contables Valor de mercado	(-) entre el 0-5% (+) entre el 5-25% (-) mayores del 25% (+) diversificación relacionada y no relacionada, pero con impacto mayor para la relacionada
Slovin y Sushka (1993)	1973-1989 69 Hechos listados en NYSE/AMEX	Anuncios de venta de bloques de acciones, distinguiendo en función de la naturaleza del inversor	Precio de la acción	(+) entre la desaparición como accionistas internos con al menos el 5% de propiedad, no encontrándose efecto para otros grupos
Galve Gorriz y Salas Fumás (1993)	1990 110 empresas cotizadas en las Bolsas españolas	Tipo y clase de control Valor añadido	Rentabilidad de los fondos propios	Las EF presentan un menor tamaño que las controladas por otros colectivos Las empresas bajo control difuso presentan menores resultados que las que poseen un control efectivo En el análisis del efecto de la propiedad y el control pesa más el efecto del tamaño que el del control, para el caso de las EF
Chen, Hexter y Hu (1993)	1976, 1980 y 1984 265,308 y 378 respectivamente Fortune 500	% propiedad en manos de la dirección	Q de Tobin	(+) entre el 0-5% (-) 10-12% A partir del 12% no encuentran iguales resultados para los diferentes periodos
Steiner (1996)	1992 481 NYSE	Diversificación a través del índice concéntrico % propiedad por directivos % propiedad por consejeros %propiedad institucional	Q de Tobin	Relación no lineal y significativa con propiedad por los consejeros y directivos (+) Propiedad institucional (-) con el índice de diversificación

Figura 1 (cont.)
Evidencias teóricas y empíricas de relación entre la estructura de propiedad y el control sobre los resultados empresariales

Autor (es)	Periodo y muestra	Clasificación del control	Variable dependiente	Resultado
Galve Gorriz y Salas Fumás (1996)	1990-1991 81 empresas no financieras CNMV	Participación mayoritaria o no de una familia en el capital	Creación de valor beneficios Capital	Las EF tienen en media una mayor eficiencia productiva
Denis, Denis y Sarin (1997)	1985-1988 Standard and Poor's Register	% Propiedad por las instituciones distinguiendo dos tramos inferior al 5% o superior	Beneficio por acción	Bajo control activo doce meses antes del cambio directivo La probabilidad de cambio ejecutivo está negativamente relacionada con la propiedad en manos de internos o directivos. La probabilidad de cambio es significativamente menos sensible a los resultados cuando los internos o directivos poseen entre el 5 y 25% del capital o menos del 5%
Fernández Álvarez y Gómez Anson (1998)	1993 67 empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid	Proporción de externos en el consejo Participación del equipo gestor Tamaño del consejo	Q de Tobin	Relación no lineal entre las variables Para niveles inferiores al 25% domina el efecto atrincheramiento Para niveles superiores al 25% el efecto convergencia
Cho (1998)	1991 500 Fortune	% Propiedad por internos Gastos en I+D Gatos capital	Q de Tobin	Relación significativa entre el valor y la propiedad en manos de los internos Relación no monótona entre la propiedad en manos de los internos y los gastos en I+ D y de capital: (+) inversión $\leq 7\%$ (-) $7 \leq X \leq 38\%$ (+) $X \geq 38\%$

Fuente: Adaptación de Short (1994) y elaboración propia

Abreviaturas utilizadas, OC: control por los accionistas, MC: control por la gerencia, SOC: fuerte control accionario; WOC débil control accionario, CC: control por otra empresa; FC: control financiero; O-M: empresa controlada tanto por los accionistas como por los gestores; E-C: empresa controlada externamente; CH: posesión fuerte; WH: posesión débil; MH: control mayoritario; DH: propiedad difusa; EF: empresa con control familiar; ENF: empresa no familiar; A5: participación accionarial en manos de los cinco mayores accionistas; A20: participación accionarial en manos de los veinte mayores accionistas; AH: índice de Herfindahl de la concentración accionarial.

accionista importante, el cual controla la estrategia de la alta dirección, y delimita la habilidad de los altos ejecutivos en los comportamientos abusivos. Las firmas controladas tanto por gerentes como por propietarios se caracterizan porque estos indi-

viduos tienen una inversión financiera significativa en la organización.

a) *Empresas controladas por los directivos.* Tradicionalmente se ha argumentado que la organiza-

ción es gestionada en los intereses de sus propietarios, sin embargo, la congruencia de los intereses entre los accionistas y los directivos ha cambiado a lo largo de los años. De acuerdo con la teoría de la agencia, los ejecutivos pueden perseguir una variedad de intereses personales a expensas de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Además, la alta dirección adquiere negocios que rentan menos que el coste del capital, es decir, que destruyen valor. En este caso, este tipo de empresas suelen ser asociadas a aquéllas que poseen accionistas pasivos.

- b) *Empresas controladas por los propietarios.* Estas se caracterizan por la presencia de un accionista externo significativo. La presencia de tal accionista debe inhibir la conducción en interés propio de las estrategias empresariales (McConnel y Servaes, 1990; Sheleifer y Vishny, 1986; Tosi y Gomez Mejia, 1989). En esta situación, los gerentes no desean adoptar estrategias no beneficiosas para no perder sus empleos. La discusión de las organizaciones controladas por los propietarios sugiere que la presencia de un accionista importante impulsa a la dirección a buscar estrategias maximizadoras de valor para el accionista. Por tanto, en las empresas controladas por sus propietarios las adquisiciones deben estar motivadas principalmente por su potencial de beneficios hacia los accionistas, de tal forma que éstos se encargan activamente del control estratégico en favor de sus mejores intereses.
- c) *Empresas controladas por propietarios y gerentes,* como propietarios, la alta dirección estará motivada para realizar adquisiciones en el mejor interés del accionista (Morck et al, 1988). Sin embargo, como directivos, estos individuos tienen tendencias abusivas (Jensen y Meckling, 1976); McConnel y Servaes, 1990).

En la literatura como muestra la figura 1, nos encontramos abundantes estudios sobre el efecto de la estructura de propiedad en los resultados empresariales, no hallándose uniformidad en las conclusiones. Unos encuentran que la propiedad directa afecta positivamente al resultado de la empresa, otros obtienen el efecto contrario y otros, simplemente no encuentran relación alguna.

Si bien esta la clasificación establecida anteriormente es la más típica encontrada en las investigaciones objeto de análisis, otros autores como Li (1994), establece que existen diferencias significativas entre los países en cuanto al gobierno corporativo debido, a las obligaciones políticas y legales en lo referente a la propiedad y al control. Las regulaciones gubernamentales afectan a las compañías, a sus propietarios

(reglas del mercado de intercambio), a la gestión (estructura legal) y al control (Códigos de Opas). Estas regulaciones tienen efecto directo en dos factores importantes: en la estructura de la propiedad y en la estructura del consejo de administración.

En el caso español, por ejemplo encontramos el estudio de Galve y Salas (1996). En dicho estudio, las empresas son clasificadas como familiares y no familiares dependiendo del grupo con mayor participación accionarial. Las firmas controladas por los ejecutivos no dominan en las empresas europeas y son casi ausentes en España. En España, la propiedad de las acciones esta altamente concentrada y, las diferencias de propiedad puede venir de los diferentes grupos de accionistas que tienen el control sobre la empresa, esto es familias, bancos, multinacionales, estado, etc. La consecuencia no es la dispersión de propiedad de las acciones que indica que los directivos o ejecutivos tienen metas diferentes a los de los accionistas, sino la naturaleza del grupo de control. Los resultados de este trabajo muestran que las empresas familiares tienen en media una mayor eficiencia productiva que las no familiares, un menor tamaño, y una mayor relación rentabilidad - tamaño. Por otro lado, el estudio realizado por Fernández Álvarez y Gómez Anson (1998) sobre una muestra de 67 empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid en 1993, pone de manifiesto la existencia de una relación no monótona entre las variables de control y de propiedad con los resultados empresariales. De esta forma, para niveles de propiedad menores al 25% del capital en manos de los ejecutivos domina el efecto atrincheramiento, mientras que para niveles superiores domina el efecto convergencia.

Por último anotar que estudios como los Boardman y Vining (1989), distinguen en función de que la propiedad de las empresas este en manos de empresas privadas, públicas o mixtas. Estos autores argumentan que en el caso americano no hay evidencias que soportan la hipótesis de que las empresas públicas obtienen menores resultados que las privadas. Este estudio basado en un marco teórico de la teoría de los derechos de propiedad y revisando aportaciones anteriores por otros autores, muestra una serie de investigaciones empíricas sin consistencia en sus resultados.

3. Un análisis de las sociedades no financiera cotizadas en la bolsa de Madrid

3.1 Metodología

El análisis que a continuación presentamos ha sido realizado para una muestra de empresas no finan-

cieras cotizadas en la Bolsa de Madrid a 31-12-1996, 31-12-1997 y 31-12-1998. La muestra de empresas para cada uno de los años quedo formada por 141 empresas. A fecha 31-12-98 cotizaban en la Bolsa de Madrid 155 empresas no financieras, de ellas se procedió a excluir del estudio a aquellas que se encontraban en periodo transitorio de suspensión, liquidación o bien no presentaban todos datos necesarios para el estudio que planteamos. Para la muestra del año 1997 y 98, se anularon, además, tres sociedades, Azucarera, Ebro y Huarte, dado que las fusiones en el año o incluso años posteriores, no permitían mantenerlas en la muestra con el objeto de analizar su evolución.

Para realizar el análisis de la estructura de propiedad de las empresas se ha utilizado la base de datos de Participaciones Significativas al 01-01-97, 01-01-98, y 01-01-99 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, analizado las participaciones accionariales de los distintos inversores, codificando los datos del mayor inversor en cuanto a su porcentaje de participación y a su naturaleza. Por otro lado, hemos considerado la participación de los tres mayores accionistas, para poder analizar si las empresas que bajo la participación del mayor accionista clasificadas como empresas de propiedad dispersa se convierten en empresas de propiedad concentrada cuando se tiene en cuenta a los tres mayores accionistas.

En cuanto al análisis del consejo de administración, dicha base de datos nos proporciona información sobre los miembros de dicho consejo independientemente de que posean o no participación en el capital. De la información de la base de datos utilizada, se ha procedido a extraer los datos referentes a la participación accionarial en manos de los miembros del consejo de administración. De los datos extraídos en la forma expuesta anteriormente se ha procedido a lo siguiente:

1. Clasificación de las empresas como de propiedad concentrada (PC) o dispersa (PD), en función del mayor accionista (A1). Para ello se ha establecido el corte en el 10% de propiedad de la misma. Se ha escogido éste y no el 5% de propiedad dado que el mercado español se trata de un mercado altamente concentrado, y por ello la elección del 10% como punto de corte.
2. Análisis de la naturaleza del mayor inversor distinguiendo entre los siguientes grupos:
 - 2.1. Individuos, (IND), aquellas en las que una persona física posee la mayoría del capital social
 - 2.2. Empresas nacionales, (EN), aquellas en

las que una empresa nacional posee la mayoría del capital.

2.3. Empresas extranjeras, (EE), aquellas en las que una empresa extranjera posee la mayoría del capital.

2.4. Bancos nacionales (BN), bien sean bancos o cajas los mayores accionistas

2.5. Bancos extranjeros (BE), cuando un banco extranjero es el mayor accionista de una empresa

2.6. Inversores institucionales (IIN), cuando el mayor inversor es una sociedad de inversión.

2.7. Empresas públicas (EP), cuando una empresa propiedad del Estado posee la mayoría del capital.

3. Análisis de la participación de los tres mayores inversores, (A3), criterio que nos sirve para re-clasificar las empresas en función de estos tres mayores accionistas. El objetivo pretendido es examinar si las empresas clasificadas como de propiedad dispersa, según la propiedad del mayor accionista, se convierten en empresas de propiedad concentrada cuando se tienen en cuenta los tres mayores accionistas.

4. Análisis de la propiedad representada en el consejo (PCONS), calculo del porcentaje participación accionarial representado, lo cual nos permite clasificar las empresas como controladas por los accionistas (CA) o no controladas por los accionistas (NCA).

El objetivo del estudio es el análisis de las estructuras de propiedad para examinar la existencia de concentración o dispersión accionarial en las empresas que componen la muestra. Justificamos el estudio de la estructura de propiedad de las empresas, dado que ésta es una variable esencial en el estudio del gobierno de la empresa. De esta forma, si la propiedad de la empresa se encuentra concentrada, en principio, existen mayores incentivos al control accionarial que en las empresas de propiedad dispersa. Por otro lado, hemos de referirnos al activismo accionarial que será el que nos determine la importancia de éste para el estudio del gobierno. Consideramos que la importancia del estudio se basa en la distinción de empresas que siendo de propiedad concentrada, poseen un control efectivo por los accionistas de referencia y aquellas que, configurándose como dispersas, se clasifican como de control directivo o sin control efectivo por parte de los accionistas de referencia. El objetivo pretendido no es otro que justificar las reformas de gobierno corporativo en los países en los cuales la mayoría de las empresas poseen dispersión de su accionariado, sino que también, en aquéllos (caso

español) en los cuales aun teniendo estructuras concentradas, los accionistas son pasivos y no ejercen control sobre la dirección de las mismas.

3.2 Resultados

Para realizar los diferentes análisis establecimos un criterio de participación inferior o igual al 10% para la determinación de la concentración accionarial, tanto para el estudio de la concentración acciona-

rial bajo el criterio del mayor accionista (A1), como para el estudio de la estructura de propiedad en función de las participaciones ostentadas por los tres mayores accionistas (A3). Utilizando el criterio del 10%, las empresas se clasifican como de propiedad concentrada cuando la participación del mayor inversor para el análisis del A1 es superior al 10%, y cuando la de los tres mayores inversores (análisis del A3) es también superior al 10%. En caso contrario, las empresas son clasificadas como de propiedad dispersa

Tabla 1
Propiedad de mayor accionista (A1), tres mayores accionistas (A3) y del consejo (PCONS)

Año	Variable	X ≤ 10	10 < X ≤ 25	25 < X ≤ 50	X > 50	TOTAL
1996	A1	19	39	32	51	141
	% TOTAL	13,48	27,66	22,70	36,17	100
	A3	4	19	48	70	141
	% TOTAL	2,84	13,48	34,04	49,65	100
	PCONS	77	16	23	25	141
	% TOTAL	54,61	11,35	16,31	17,73	100
1997	A1	18	41	33	49	141
	% TOTAL	12,77	29,08	23,40	34,75	100
	A3	3	20	49	69	141
	% TOTAL	2,13	14,18	34,75	48,98	100
	PCONS	79	20	21	21	141
	% TOTAL	56,04	14,18	14,89	14,89	100
1998	A1	24	37	32	48	141
	% TOTAL	17,02	26,24	22,70	34,04	100
	A3	6	21	44	70	141
	% TOTAL	4,26	14,89	31,21	49,65	100
	PCONS	81	18	25	17	141
	% TOTAL	57,45	12,77	17,73	12,06	100

Fuente: elaboración propia a partir de los datos proporcionados por la CNMV

El análisis de la situación actual (tabla 1) nos pone de manifiesto que, en el año 1998 tan sólo, el 17,02% de las empresas podrían denominarse de propiedad dispersa y, por tanto, el 82,98% de propiedad concentrada. Es por ello, que uno de los criterios que fundamenta las bases de la reforma de gobierno corporativo, no sea característico de las empresas de nuestro país. Sin embargo, si tenemos en cuenta la participación en manos de los tres mayores accionistas (A3), las empresas de propiedad dispersa se reducen a un 25%, es decir, sólo 6 empresas podrían ser consideradas de propiedad dispersa (4,26% del total de la muestra). Se confirma que, las empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid, no se caracterizan por ser empresas de propiedad dispersa, con respecto al criterio comúnmente utilizado del 10% de posesión accionarial.

En cuanto a la evolución sobre los tres años de estudio, observamos como la dispersión de accionariado prácticamente se mantiene constante de 1996 a 1997, mientras que en el año 1998 presenta un considerable aumento¹. En concreto, un aumento de 6 empresas en comparación con los resultados obtenidos del análisis en el año 1997. En cuanto a alta concentración (mayor del 50%), los datos muestran una tendencia negativa pero lenta es decir, se produce una reducción en la comparación de las dos primeras muestras (1996-1997) de 2 empresas y una empresa para la comparación de los años 1997-1998. Por último, el análisis de las po-

¹ Esta afirmación debe entenderse dentro de un contexto altamente concentrado como el que presentamos.

siones intermedias no indica variaciones importantes para niveles entre el 25 y 50% de propiedad mientras que, para los tramos de propiedad entre el 10 y 25% se muestra un aumento para los dos primeros años (2 empresas), y una reducción posterior de cuatro empresas para el siguiente año. En gene-

ral, podemos concluir estableciendo cierta constancia en el accionariado español, encontrándose indicios de cambio si se considera el análisis comparativo de los años 1996 y 1998. En tabla 2, se muestran resultados agrupados estableciendo el criterio de dispersión (PD) o concentración accionarial (PC).

Tabla 2
Concentración o dispersión accionarial

Año		A1		A3	
		Nº EMP	%	Nº EMP	%
1996	PD	19	13,48	4	21,05
	PC	122	86,52	15	78,95
	TOTAL	141	100	19	100
1997	PD	18	12,77	3	16,67
	PC	123	87,23	15	83,33
	TOTAL	141	100	18	100
1998	PD	24	17,02	6	25
	PC	117	82,98	18	75
	TOTAL	141	100	24	100

Fuente: elaboración propia a partir de los datos proporcionados por la CNMV

Tabla 3
Naturaleza del mayor inversor

Naturaleza	1996		1997		1998	
	Nº EMP	%	Nº EMP	%	Nº EMP	%
IND	40	28,37	45	31,9	39	27,66
EN	40	28,37	35	24,8	40	28,37
EE	23	16,31	20	14,2	24	17,02
BN	14	9,93	16	11,3	9	6,38
BE	2	1,38	5	3,55	13	9,22
ESTADO	15	10,64	16	11,3	6	4,26
IIN	5	3,45	3	2,13	9	6,38
FUND	2	1,38	1	0,71	1	0,71
TOTAL	141	100	141	100	141	100

Fuente: elaboración propia a partir de los datos proporcionados por la CNMV

Del análisis de la naturaleza del mayor inversor (A1) presentado en tabla 3, hay que destacar que la evolución de 1996 a 1998 muestra una situación prácticamente constante en cuanto a la participación mayoritaria ostentada por individuos y empresas (tanto nacionales como extranjeras, así como el caso de las fundaciones). Sin embargo, los resultados indican una variación considerable en el resto de agentes considerados. En cuanto a los bancos, podemos decir que se invierte la proporción entre los bancos nacionales y los bancos extranjeros, pasando a tener una mayor presencia los bancos extranjeros en el capital de las empresas cotizadas. En

cuanto al Estado, y como se esperaba, se pone de manifiesto una sustancial reducción (pasando de un 10,64% a un 4,26%), debido a la política de privatizaciones sufrida en los últimos años. Por último, destacar el incremento de participación de los inversores institucionales (sociedades de inversión, y compañías de seguros) en el capital de las empresas, pasando de un 3,45% a un 6,38%. Justificándose debido al incremento de privatizaciones, lo cual ha llevado a que el ahorrador individual acuda a la bolsa como inversor a través de los inversores institucionales, fundamentalmente, debido a la continua bajada de tipos de interés.

Como anteriormente apuntábamos, un segundo criterio desde la óptica de la estructura de la propiedad y del control que fundamenta las bases de la reforma de gobierno corporativo, es la participación accionarial representada en el consejo. Se han clasificado a las empresas utilizando un criterio homogéneo (más de un 10%) de propiedad en manos

de los consejeros, clasificando a las empresas como controladas por los accionistas (CA), y en caso contrario no controladas por los accionistas (NCA). Posteriormente se tiene en cuenta si la empresa ha sido clasificada anteriormente como de propiedad concentrada o de propiedad dispersa en función del mayor accionista.

Tabla 4
Control accionarial y propiedad de la empresa

	Nº EMP	% TOTAL	A1				A1			
			PD	% TOTAL	PC	% TOTAL	PD	% TOTAL	PC	% TOTAL
NCA	77	54,61	10	12,99	67	87,01	4	40,00	6	60,00
CA	64	45,39	9	14,06	55	85,94	0	0	9	100
TOTAL	141	100	19		122		4		15	
NCA	79	56,03	9	11,39	70	88,61	3	33,33	6	66,66
CA	62	43,97	9	14,52	53	85,48	0	0	9	100
TOTAL	141	100	18		123		3		15	
NCA	81	57,45	15	18,51	66	81,49	6	40,00	9	60,00
CA	60	42,55	9	15,00	51	85,00	0	0	9	100
TOTAL	141	100	24		117		6		18	

Fuente: elaboración propia a partir de los datos proporcionados por la CNMV

Los datos recogidos en la tabla 4, indican que para el año 1998 tan solo en el 17% de los casos, la participación accionarial en el consejo es mayoritaria, lo que al menos, asegura el cumplimiento de los objetivos de los accionistas. El control accionarial definido en función de la participación en manos de los consejeros y estableciendo una regla fija (10%), muestra un incremento continuo de las empresas clasificadas como no controladas por los accionistas, siendo en todos los años este porcentaje siempre superior al 50%. Más de la mitad de las empresas cotizadas consideradas se clasifican como no controladas para todos los años analizados. Este argumento es contrario al hecho de que el mercado español sea, precisamente, un mercado altamente concentrado. Si consideramos la concentración o dispersión accionarial medida por el mayor accionista, tan sólo el 6,38% en el año 1997 y el 7,09% en 1997 podrían considerarse como de propiedad dispersa y no controladas por los accionistas, siendo este porcentaje del 10,6% para el año 1998. Ahora bien, si consideramos la participación en manos de los tres mayores accionistas, tan sólo 4, 3 y 6 empresas, respectivamente, podrían clasificarse como de propiedad dispersa y no controladas.

Aunque parece mostrar el mercado español, un aumento de los parámetros que fundamentan la reforma de gobierno corporativo en otros países: alta

dispersión accionarial, bajo o nulo control accionarial y presencia masiva de inversores institucionales, los resultados obtenidos para los tres años consecutivos le caracterizan por una alta concentración accionarial pero, sin embargo, por una gran pasividad del accionariado en el control directivo, al menos si éste es considerado como activo por su presencia en el consejo. Por otro lado, no se puede afirmar que la presencia de los inversores institucionales sea importante en nuestro mercado, si bien es cierto que cada vez es mayor, aun queda mucho para que nuestra particular situación sea al menos parecida a la de países como Reino Unido o Estados Unidos.

4. Conclusiones e investigaciones futuras

4.1 Conclusiones

En el presente trabajo se ha tratado de realizar una reflexión sobre la estructura de propiedad y control de las empresas españolas no financieras que cotizan en la Bolsa de Madrid. El objetivo último es poder establecer si los criterios, referentes a la propiedad y el control, que han originado en otros países las bases de la reforma del gobierno corpora-

tivo, se presentan en las empresas de nuestro país. En cuanto a la estructura de propiedad, la concentración accionarial en las empresas de la muestra es relativamente alta. Solo teniendo en cuenta la participación accionarial del mayor accionista para el año 1998, el 86% de las empresas son clasificadas como de propiedad concentrada, para un límite del 10% del capital en manos de un único accionista. Si analizamos, tan sólo, la participación accionarial de los tres mayores accionistas, el 96% de las empresas son consideradas como de propiedad concentrada para el mismo criterio. Por tanto, la difusión de la propiedad en las sociedades cotizadas en nuestro país no se presenta como un problema determinante de la reforma de gobierno.

Por otro lado, es objeto de análisis el control de las mismas. Teniendo en cuenta que la concentración es muy alta, si ésta no está representada en el consejo se convierte en el argumento determinante de dicha reforma. Pues en este sentido, la falta de representación de los poseedores del capital en el consejo es lo que lleva a la dirección a una alta discrecionalidad para la consecución de sus propios objetivos. Los resultados del análisis del control muestran que para el año 98, en el 57% de los casos no existe control accionarial en el consejo por participación directa en el mismo; en el 13% existe un control débil (entre el 10 y 25% representado directamente), el 17% posee un control fuerte (entre el 25 y el 50%), y sólo el 12% presenta un control absoluto (más del 50%). Como se observa, bajo el análisis del control, se puede decir que éste se presenta como una de las causas determinantes en la reforma de gobierno bajo el análisis de la estructura de propiedad y control, pues en la mayoría de los casos los accionistas se encuentran representados en el consejo por otros agentes: directivos o consejeros externos. De forma que aparecen nuevas relaciones de agencia: la existente entre accionistas y consejeros y la existente entre consejeros y directivos.

Dados los argumentos anteriores habrá que proceder al análisis y consideración de otra serie de factores vinculados tanto a la propiedad como al control para determinar las causas que llevan a tal reforma. Entre estos, cabe mencionar, el número y tipo de consejero (lo que establece la adecuada representación de los intereses de los accionistas), la naturaleza del mayor inversor (pues los modelos de gobierno son distintos para situaciones distintas, en función de los intereses de los mayores accionistas), activismo o pasividad de los accionistas ante el control directivo, el efecto de las privatizaciones y bajos intereses actuales, etc. El análisis de la estructura de propiedad y control de las empresas españolas, aunque muestra condiciones distintas a las que motivaron las reformas en otros países, puede consi-

derarse, al menos, como el antecedente de otras condiciones para su justificación.

4.2 Investigaciones futuras

Derivado del estudio de que presentamos creemos necesario fortalecer este con un análisis que vincule tanto las formas de propiedad como de control con los resultados de las empresas. Como se presenta en la justificación teórica y extraído del sumario de estudios presentados se observa que, en la mayoría de estos trabajos se obtiene una relación positiva y significativa entre las empresas controladas por los accionistas y los resultados empresariales.

Se considera interesante estudiar las relaciones de la estructura de propiedad y control con la composición de los órganos de gobierno, sobre los resultados de las empresas. El estudio de la composición, puede mostrar como la ausencia de accionistas en el consejo, sustituida por agentes externos e independientes nombrados para tal representación, y en su caso, una baja participación de los directivos en él reduciría en principio, la pasividad del accionariado puesta de manifiesto en el presente trabajo.

Bibliografía

- BELKAOUI, A.; PAVLIK, E. (1992), "The Effects of Ownership Structure and Diversification Strategy on Performance". *Managerial and Decision Economics*, 13, 343-352.
- BERLE A.; MEANS G. (1932), *"The Modern Corporation and Private Property"*. MacMillan, New York.
- BOARDMAN, A. E.; VINING, A. R. (1989), "Ownership and Performance in Competitive Environments: a Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises". *Journal of Law & Economics*, XXXII, 1-33.
- BOTHWELL, J. L. (1980), "Profitability, Risk and the Separation of Ownership from Control". *Journal of Industrial Economics*, 28,3, 303-311.
- BOUDREAUX, K. J. (1973), "Managerialism and Risk-Return Performance". *Southern Economics Journal*, January, 366-372.
- CHEN, H.; HEXTER, L.J.; HU, M.J. (1993), "Management Ownership and Corporate Value". *Managerial and Decision Economics*, 14, 335-346.
- CHO, M-H. (1998): "Ownership Structure, Investment, and Corporate Value: an Empirical Analysis". *Journal of Financial Economic*, 47, 103-123.
- DEMSETZ H. (1983), "The Structure of Ownership and The Theory of the Firm". *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.

- DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, 93, 6, 1155-1171.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. (1997), "Ownership Structure and Top Executive Turnover". *Journal of Financial Economics*, 45, 193-221.
- ELLIOTT J.W. (1972), "Control, Size, Growth, and Financial Performance in the Firm". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, January, 1309-1320.
- FAMA E.F.; JENSEN M.C. (1983), "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- FERNANDEZ ÁLVAREZ, A. I.; GÓMEZ ANSON, S. (1998), "El Gobierno Corporativo: la Supervisión y el Control de las Actuaciones Gerenciales". *Ibercaja. Servicios de Estudios*, 111-128.
- GALVE GORRIZ, C.; SALAS FUMÁS, V. (1993), "Propiedad y Resultados de la Gran Empresa Española". *Investigaciones económicas*, XVII, 2, Mayo., 207-238.
- GALVE GORRIZ, C.; SALAS FUMÁS, V. (1994), "Propiedad y Resultados de la Empresa: una Revisión de la Literatura Teórica y Empírica". *Economía Industrial*, Noviembre/Diciembre, 171-195.
- GALVEZ GORRIZ, C.; SALAS FUMÁS, V. (1996), "Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain". *Managerial and Decision Economics*, 17, 575-586.
- GALVE GORRIZ, C.; SALAS FUMÁS, V. (1997), "Propiedad y Control de la Empresa Española". *Economistas*, 73: 70-77.
- HOLDERNESS, C. G.; SHEEHAN, D. P. (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations". *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- HOLL, P. (1975), "Effect of Control Type on the Performance of the Firm in the U.K.". *Journal of Industrial Economics*, 23,4, 257-271-
- HOLL, P. (1977), "Control Type and Market for Corporate Control in Large U.S Corporations". *The Journal of Industrial Economics*, 25,4, 259-273-
- JAQUEMIN, A.; GHELLINCK, E. (1980), "Familiar Control, Size and Performance in the Largest French Firms". *European Economic Review*, 13, 81-91.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 2, 305-360.
- KAMERSCHEN, D.R. (1968), "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates". *American Economic Review*, 58, 432-447.
- LEECH, D.; LEAHY, J. (1991), "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies". *Economic Journal*, 101, 1418-1437.
- LEVIN, S. G.; LEVIN S. L. (1982), "Ownership and Control of Large Industrial Firms: Some New Evidence". *Review of Business and Economic Research*, Spring, 37-49.
- LI, J. (1994), "Ownership Structure and Board Composition: a Multi-country Test of Agency Theory Predictions". *Managerial and Decision Economics*, 15, 359-368.
- MCCONNELL, J. y SERVAES J. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Monsen, J. R.; Chiu, J. S.; Cooley D. E. (1968), "The Effects of Separation of Ownership and Control on the Performance of Large Firm". *Quarterly Journal of Economic*, June, 435-451.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, W. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 20, 292-315.
- MURALI, R.; WELCH, J.B (1989), "Agents, Owners, Control and Performance". *Journal of Business Finance & Accounting*, 16, 3, 385-398.
- PALMER, J. (1973), "The Profit-Performance effects of Separation of Ownership from Control in Large U.S. industrial Corporation". *Bell Journal of Economics*, 4, 293-303
- RADICE, H.K. (1971), "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms". *Economic Journal*, September, 547-562.
- ROUND. D.K. (1976), "The Effects of the Separation of Ownership and Control on Large Firm Profit Rates in Australia: an Exploratory Investigation" *Rivista Internazionale Di Scienze Economiche e Commercial*, 23, 426-436.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance*, 52, 2.
- Shleifer, A.; Vishny, R. W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 95, 461-488.
- Short, H. (1994), "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of the Firm". *Journal of Economic Surveys*, 8, 3, 203-249.
- SLOVIN, M. B; SUSHKA, M. E. (1993), "Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from Death of Inside Blockholders". *The Journal of Finance*, 68, 4, 1293-1321.
- SORENSEN, R. (1974), "The Separation of Ownership and Control and Firm Performance: an Empirical Analysis". *Southern Economics Journal*, 41, 145-148.
- STANO, M. (1976), "Monopoly Power, Ownership Control, and Corporate Performance". *The Bell Journal of Economics*, 672-679.
- STEER, P; CABLE, J. (1976), "Internal Organizational and Profit: an Empirical Analysis of Large U.K. Companies. *Journal of Industrial Economics*, 27,1, 13-30.
- STEINER, L. T. (1996), "A Reexamination of the Relationships between Ownership Structure, Firm Diversification, and Tobin's Q". *QJBE Autumn*, 35, 4, 39-48.
- THONET, P.J; POENSGEN, O.H. (1979), "Managerial Controlled Economic Performance in West Ger-

many". *Journal of Financial Economics*, 20, 25-40.
TOSI, H.: GOMEZ-MEJÍA, L. (1994), "CEO Compensation Monitoring and Firm Performance". *Academy of Management Journal*, 37, 4, 1002-1016.
TOSI, H.: GOMEZ-MEJÍA, L. (1989), "The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory

Perspective", *Administrative Science Quarterly*, 34, 169-189.
WARE, R.F. (1975), "Performance of Manager-versus Owner-Controlled Firms in the Food and Beverage Industry". *Quarterly Review of Economics and Business*, Summer, 81-92.