



Marina Elistratova
Universidad de las Palmas
de Gran Canaria
✉ marina.elistratova101@alu.
ulpgc.es

Related-Party- Transactions in the spanish stock market¹

Las operaciones entre partes vinculadas en la bolsa española

I. INTRODUCTION

Accounting scandals such as Enron, WorldCom, Adelphia and Tyco in the United States or Parmalat, Vivendi or Tesco in Europe have revealed that Related Party Transactions (RPTs) might constitute a major problem in corporate governance. Although these transactions were supposedly conducted at arm's length, in practice, they benefit the principals involved (e.g., managers, large shareholders or their relatives). Thus, previous accounting scandals have increased the interest in RPTs, although, according to Gordon *et al.* (2004) there is not yet a policy-relevant academic research on RPTs. As a result, it is still difficult to separate legitimate RPTs from opportunistic ones (Duprey, 2006).

Order EHA/3050/2004 considers RPTs as a transfer of resources, services or obligations between related parties, regardless of whether a price is charged. Furthermore, according to previous legal standard, one party shall be considered to be linked to the other when either one of them, or a group acting together, exercises or holds the possibility of directly or indirectly exercising, or in virtue of pacts or agreements between shareholders, control over the other or an important influence on the financial or operational decision taking of the other party

The scant preliminary evidence on RPTs suggests two alternative explanations for their existence. First, according to the transaction cost theory (Coase, 1937; Pennings and Williamson, 1979), RPTs are efficient operations aimed at decreasing transaction costs. According to this view, RPTs might benefit all shareholders by reducing transactions costs and increasing firm value (e.g., Chang and Hong, 2000; Jian and Wong, 2010; Khanna and Palepu, 2000;

76



Carolina Bona Sánchez
Universidad de las Palmas
de Gran Canaria
✉ carolina.bona@ulpgc.es



Jerónimo Pérez Alemán?
Universidad de las Palmas
de Gran Canaria
✉ jeronimo.perez@ulpgc.es



EXECUTIVE SUMMARY

Despite the relevance of related-party transactions (RPTs) in the Spanish capital market, empirical evidence on RPTs is anecdotal. Thus, in the current work we provide evidence on the configuration of RPTs for Spanish listed firms along the period 2004-2014. Our results show a significant presence of RPTs, with more than half of listed Spanish firms committing to RPTs. Moreover, our results show that RPTs are greater in large-cap companies, in companies with higher ownership concentration, in family firms and in those companies where controlling owners' voting-cash flow wedge is higher.

RESUMEN DEL ARTÍCULO

A pesar de la relevancia que con el paso de los años han ido adquiriendo las operaciones entre partes vinculadas (OVs) en los mercados de capitales, no existe ningún estudio previo que analice la presencia de este tipo de transacciones en la bolsa española. De esta manera, en el presente trabajo estudiamos las OVs en mercado continuo español a lo largo del período 2004-2014. Los resultados ponen de manifiesto una presencia importante de OVs, estando presentes este tipo de operaciones, algunos años, en más la mitad de las empresas cotizadas. Asimismo, también se aprecia que en las empresas de mayor dimensión, las más concentradas, las controladas por familias y aquellas que forman parte de un grupo piramidal, existe una mayor implicación en la realización de OVs.

Stein, 1997). On the contrary, agency theory (Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976) predicts that RPTs might be considered one form of opportunism (Cheung *et al.*, 2006; Gordon *et al.*, 2004; Jiang *et al.*, 2010; Morck *et al.*, 2005) because these transactions might be used by internal agents as a vehicle to tunnel resources outside the company.

In the present work, we analyse RPTs in Spain. Particularly, we examine the configuration of RPTs for listed Spanish firms during the period 2004-2014. The Spanish environment offers an interesting setting to study RPTs for several reasons. First, Law 26/2003 was passed to increase the transparency of listed firms'

disclosures. In later modifications included in Ministerial Order ECO/3722/2003 and Circular 1/2004 of the Spanish Security Exchange Commission (Comisión Nacional del Mercado de Valores), Law 26/2003 expanded the disclosure requirements of listed Spanish firms, making it mandatory for Spanish companies to disclose related-party transactions in their annual corporate governance reports. Second, unlike what occurs in Anglo-Saxon countries, Spanish firms operate in an institutional setting where the legal system provides weak investor protection (e.g., La Porta *et al.*, 1998). Thus, according to the Global Competitiveness index 2015-2016,

Spain ranks 94th among 140 economies³ in protection of minority shareholders' interests. According to previous report, Spain obtains notably worse scores in terms of corruption (Spain ranks 80th out of 140) and government efficiency (Spain ranks 94th out of 140). Third, the ownership structure of Spanish listed firms is characterised by the large presence of dominant shareholders with the ability and incentives to monitor managers (Bebchuk, 1999; Burkart *et al.*, 2003; Grossman and Hart, 1988; La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000). Therefore, the presence of concentrated ownership shifts the classic agency problem away from the divergence of interest between managers and shareholders to conflicts between controlling and minority shareholders (Burkart *et al.*, 2003; La Porta *et al.*, 2000; Villalonga and Amit, 2006).

Thus, our study contributes to the literature on RPTs in three ways. First we provide novel evidence on the configuration of RPTs in a capital market where minority shareholders' protection is weak, ownership concentration is prevalent and public ownership is practically non-existent. This allows for an easy extrapolation of

We analyse RPTs in Spain. Particularly, we examine the configuration of RPTs for listed Spanish firms during the period 2004-2014

our results to other continental European countries with similar institutional features. Second, our evidence adds to the tunneling literature by showing a potential mechanism through which insider agents could tunnel resources outside the firm in the Spanish context (de Miguel *et al.*, 2005). Third, compared with the available evidence on RPTs, our work analyse the total RPTs included in listed Spanish firms' annual corporate governance report.

2. DATA AND OBJECTIVES OF THE STUDY

In order to examine RPTs along the period 2004-2014, the initial sample comprises 99 non-financial firms listed on the Spanish stock exchange at the end of 2014, included in the OSIRIS database by Bureau van Dijk Electronic Publishing (BvDEP). The information on RPTs is collected from the firms' annual corporate governance reports (CGR). Since the information was incomplete and it was not provided on a regular basis in 2003, largely because of the absence of a standard format for disclosure, our sample begins in 2004. Thus, we initially obtain 17 RPT variables that, after a screening process, have been grouped in three different categories. First, Operating Transactions which includes Operating Income and Operating Expenses among related-parties. The second category, named Loans Contracts and Guarantees, includes Borrowing Contracts, Lending Contracts, Financial Income, Financial Expenses and Loan Guarantees among related-parties. The remaining 11 RPTs, less frequent in Spain, have been included in the category Other Related-Party-Transactions.

Based on previous categories, the analysis of RPTs is accomplished on a company by company basis and by considering certain economic and corporate governance features. Thus, the firms are initially grouped according to the level of market capitalisation. Then, we classify the firms considering their ownership structure. Particularly, we consider the controlling shareholder's voting rights, the family nature of the controlling shareholder and the controlling shareholder's voting-cash-flow wedge. This latter corporate governance mechanism distorts the principle "one share, one vote" and leads to the presence of a pyramidal group. We select these variables due to the significance presence of concentrated and family firms in the Spanish setting (Faccio and Lang, 2002). The

KEY WORDS

Related-Party Transactions, Size, Ownership Concentration, Family firms, Divergence.

PALABRAS CLAVE

Operaciones entre partes vinculadas, Tamaño, Concentración de propiedad, Empresa familiar, Divergencia.

corporate governance variables have been obtained from Guerra *et al.* (2016), Bona *et al.*, (2013), Bona *et al.* (2014) and Santana (2010). For each test, we analyse the variance in order to determine if significant differences exist in the use of RPTs among the different groups.

3. RELATED-PARTY TRANSACTIONS IN THE SPANISH STOCK MARKET

Table 1 shows an increasing trend in the number of RPTs carried out by firms listed on the Spanish stock market. Thus, in the years 2006, 2008, 2010 and 2012 more than half of the firms engage in some type of RPT, which reveals the importance of these transactions in the Spanish case.

Regarding the type of RPT, our results show that Operating Transactions are globally more frequent, followed by Loans, Contracts and Guarantees.

80

Table 1. Related-Party Transactions in listed Spanish firms

	2004	2006	2008	2010	2012	2014
Percentage of firms that commit to Related-Party transactions	41.55	56.62	53.84	51.61	50.53	43.01
Number of Related-Party transactions	294	563	428	548	622	532
Type of Related-Party transactions (%)						
Operating Transactions	44.2	33.92	56.53	42.15	47.9	50.74
Loans, Contracts and Guarantees	39.1	41.89	29.89	43.08	36.63	25.17
Other Related-Party-Transactions	16.7	24.19	13.58	14.77	15.47	24.09

Below, we show descriptive statistics for RPTs according to different corporate features, such as the size of the firm (using the median of the firm’s market capitalisation in order to distinguish between larger and smaller firms), the ownership structure (using the median of the controlling shareholder’s voting rights, to differentiate between more and less concentrated firms), the controlling shareholder’s family nature (considering the controlling shareholder becoming a person or a family who owns at least 10% of the voting rights of the firm) and the firm’s belonging to a pyramid structure (considering the

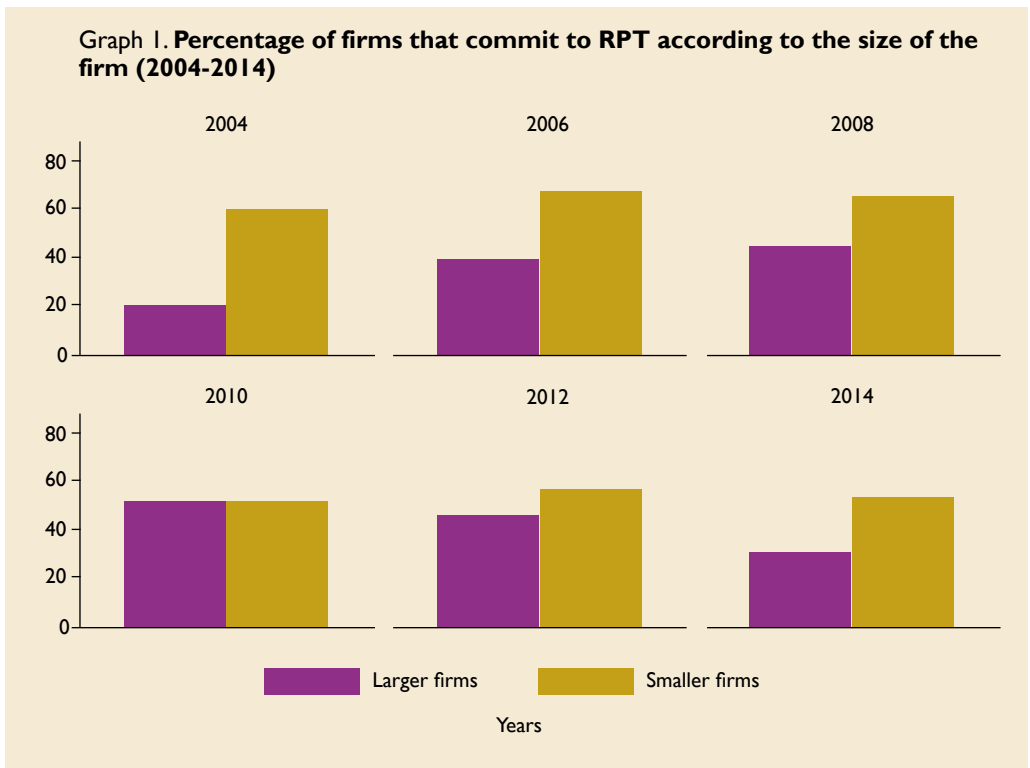
company's belonging to a pyramid, which arises when the controlling shareholder controls the firm through different subsidiaries so that the structure gives him/her more voting than cash flow rights).

Size

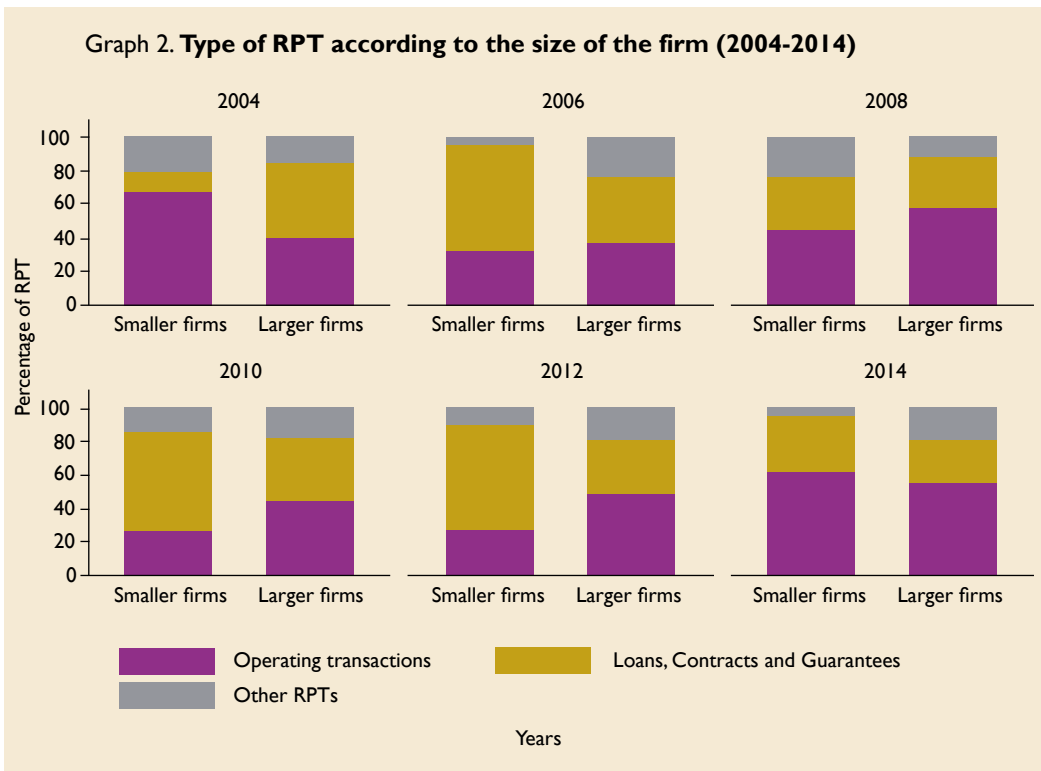
The firm size is a corporate characteristic that might affect the type and level of the firm's agency problems. Thus, **Graph 1** shows the percentage of firms that commits to RPTs according to the size of the firm.

As may be seen, the graph reveals that the percentage of RPTs is three times higher in larger firms in 2004. Although the difference narrows over time, RPTs are always more frequent in larger firms. Thus, the *F-test* (Ficher-Snedecor) shows a statistically significant difference in the percentage of RPTs according to the size of the firm ($F=70,80$; $p<0,01$).

81

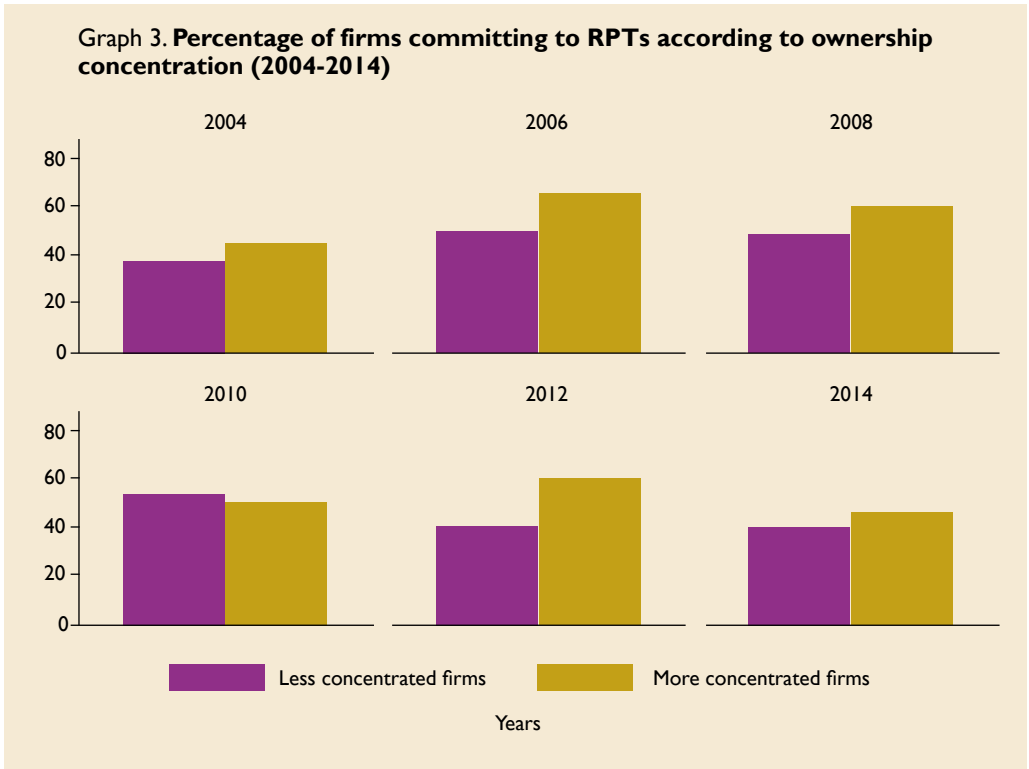


Considering the type of RPT, the F-test shows an statistically significant difference between larger and smaller firms ($F=24,05$; $p<0,01$). Thus, Graph 2 reveals that overall Operating transactions are more frequent in larger firms, followed by Loans, Contracts and Guarantees, although in the first two years these categories exchange this trend. Nevertheless, overall there are twice as many Operating transactions as Loans, Contracts and Guarantees in larger firms.



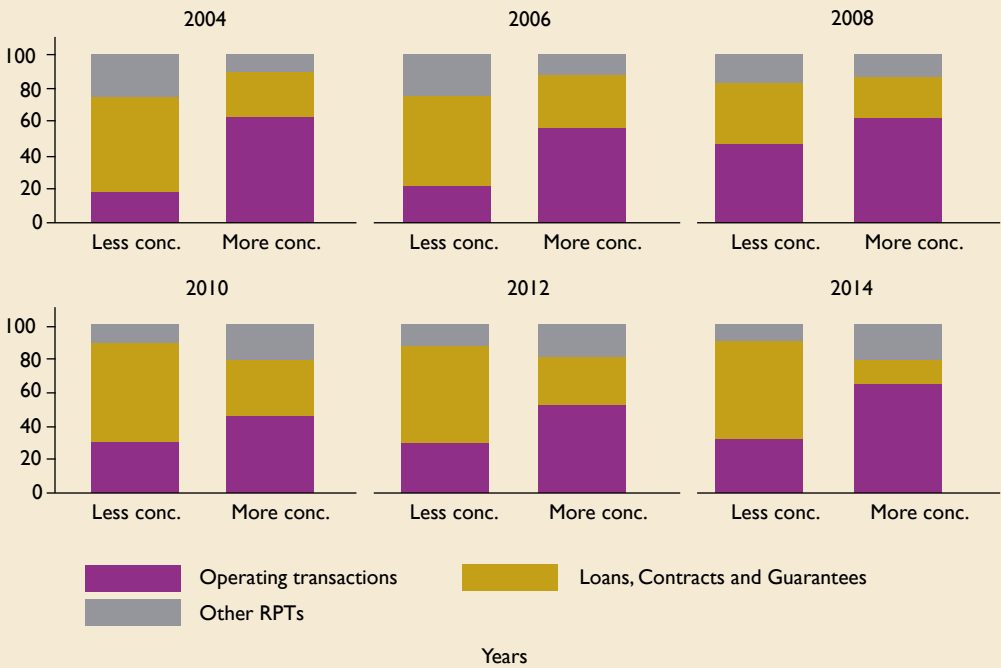
Ownership structure

Considering that ownership structure of Spanish listed firms is characterized by the widespread presence of dominant shareholders with the ability and incentives to influence corporate decisions (e.g., Faccio and Lang, 2002), in **Graph 3**, we analyse the percentage of RPTs according to ownership concentration. This way, the graph reveals that RPTs are more frequent in concentrated firms, being the difference statistically significant ($F=3,08$; $p<0,1$).



Graph 4 shows that differences are still statistically significant if we consider in the analysis the type of RPT ($F=9,75$; $p<0,01$). More exactly, the graph reveals that Operating transactions are more frequent in the more concentrated firms, while Loans, Contracts and Guarantees are more common in the less concentrated firms. Thus, there are five times as many Operating transactions as Loans, Contracts and Guarantees in the more concentrated firms. In some years, the percentage of Loans, Contracts and Guarantees are even below the percentage of Other RPTs.

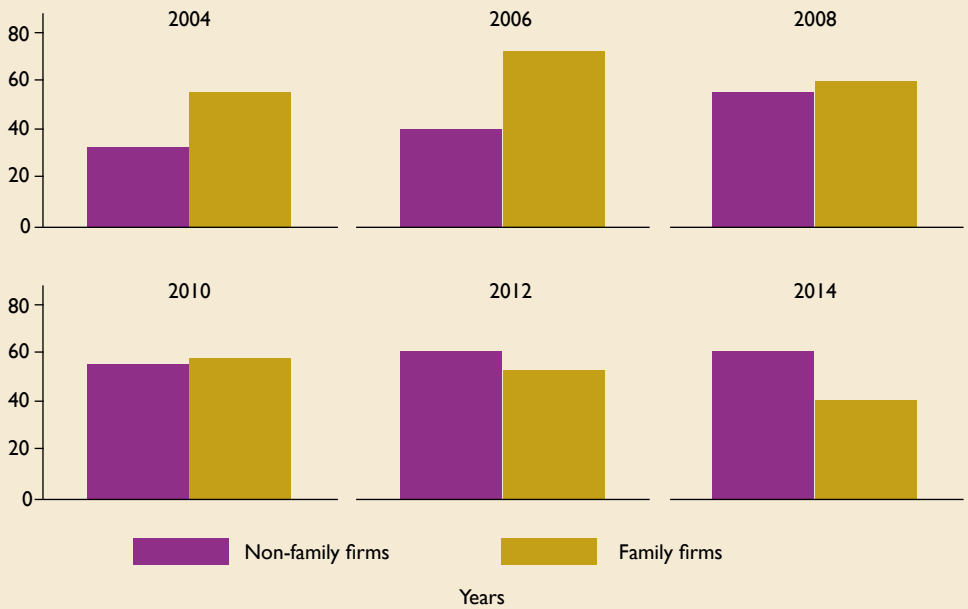
Graph 4. Type of RPT according to ownership concentration (2004-2014)



Since family-controlled firms are relevant in Europe, graphs 5 and 6 show the percentage and type of RPTs according the family nature of the firms. Thus, **Graph 5** reveals that RPTs are more common in family firms along the period 2004-2010 and less frequent in the period 2012-2014, being the difference statistically significant ($F=12,82; p<0,01$).

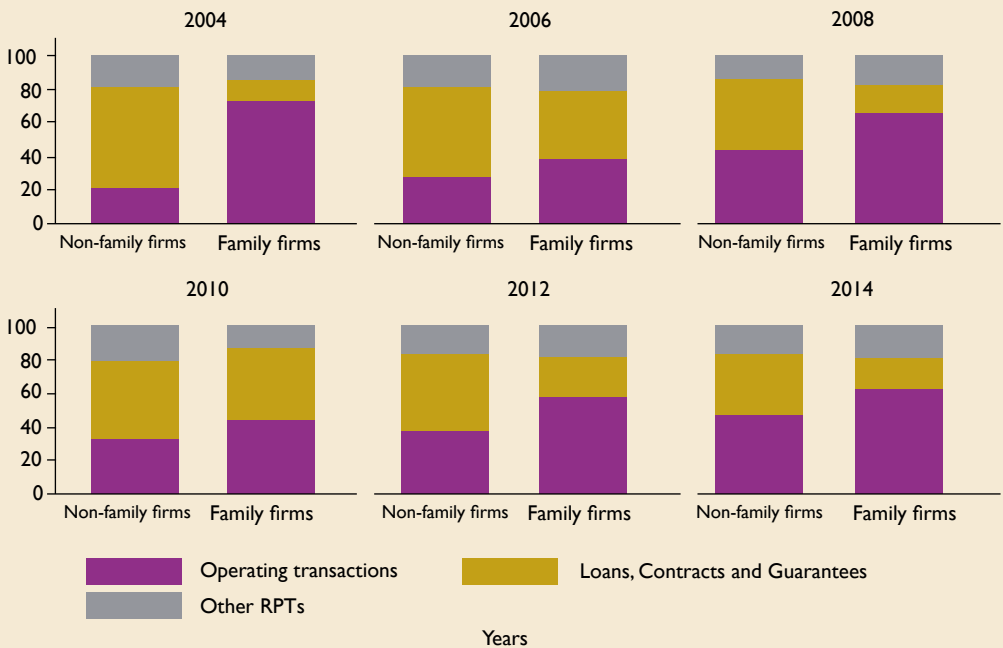
Regarding the type of RPT, **Graph 6** shows a different trend in family firms, being this difference statistically significant ($F=11,22; p<0,01$). Thus, Operating transactions are more frequent in family firms, while Loans, Contracts and Guarantees are more common in non-family firms.

Graph 5. Percentage of family firms committing to RPTs (2004-2014)

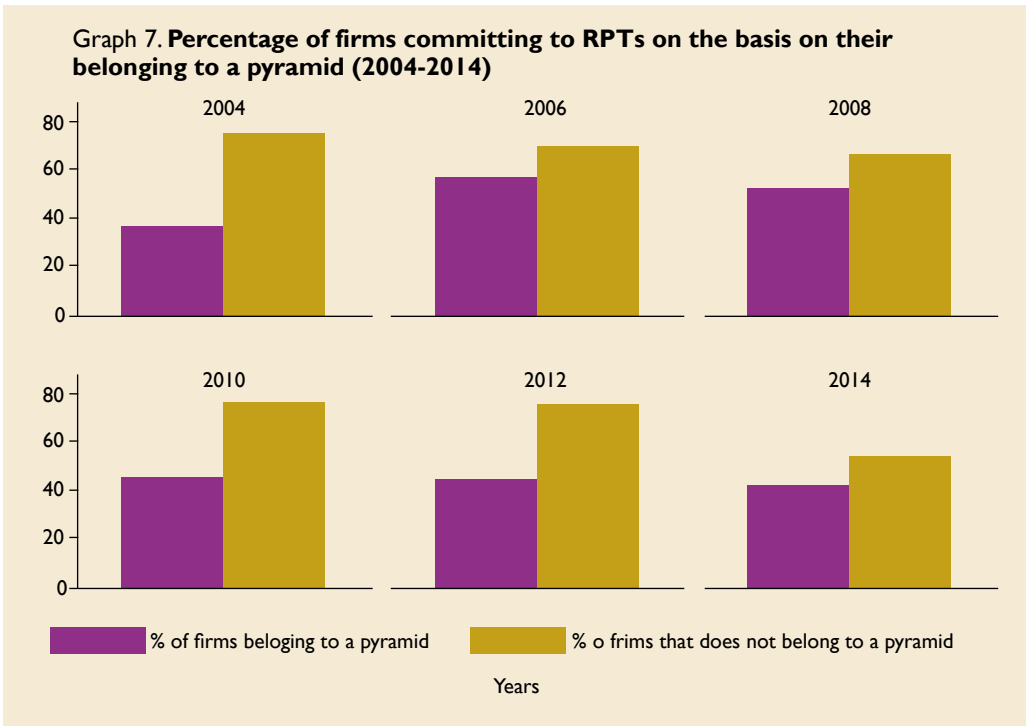


85

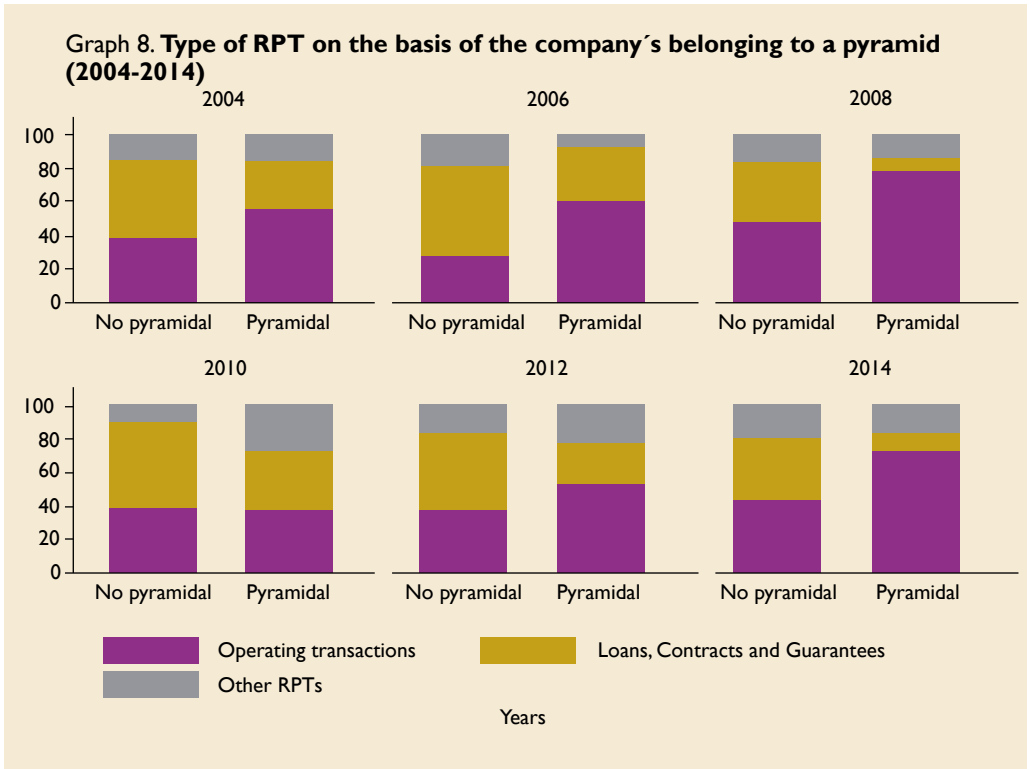
Graph 6. Type of RPT according to the family nature of the firm (2004-2014)



Finally, we analyse RPTs on the basis of the company's belonging to a pyramidal group. Since pyramids allow the controlling owner's voting-cash flow wedge, they might promote the expropriation of minority shareholders' wealth. The **Graph 7** shows that RPTs are much more frequent in firms belonging to a pyramid, being this difference statistically significant ($F=38,25; p<0,01$).



Regarding the type of RPT, statistically significant differences can be observed on the basis of the company's belonging to a pyramidal group ($F=17,39; p<0,01$). Thus, **Graph 8** shows that Loans, Contracts and Guarantees are prevalent in firms belonging to a pyramid, with a decreasing trend along the period. On the contrary, for firms that do not belong to a pyramidal group, our results reveal that there is no clear trend regarding the evolution of Operating transactions, while on net basis the Loans, Contracts and Guarantees category decreases along the period.



4. INCIDENCE OF CORPORATE CHARACTERISTICS ON THE LEVEL OF RELATED-PARTY TRANSACTIONS

In order to analyse the incidence of certain corporate characteristics on the level of RPTs, we have performed a regression analysis where the level of RPTs is the dependent variable and certain corporate characteristics are the explanatory variables (size, ownership concentration, family nature of the firm, and the firm's belonging to a pyramid). The correlation matrix (**Table 2**) shows statistically significant correlations among most of the variables. We conduct a formal test to ensure that multicollinearity is not present in our regressions. In particular, we calculate the Variance Inflation Factor (VIF) for each independent variable included in the estimated model. The highest VIF for our models is well below 5, the threshold value indicating that multicollinearity might not be present (Studenmund, 1997). We therefore conclude that multicollinearity is not a problem in our sample.

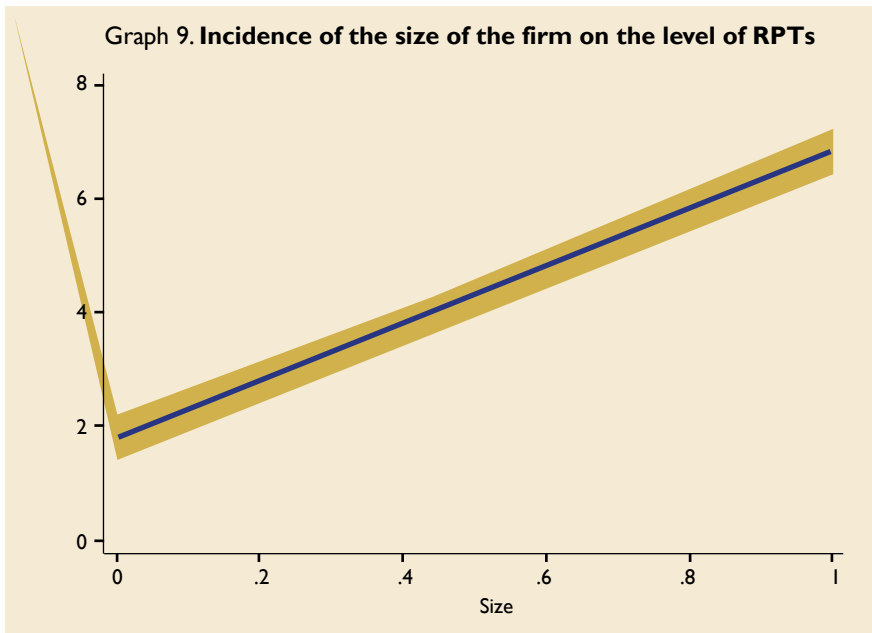
Table 2. **Correlation Matrix**

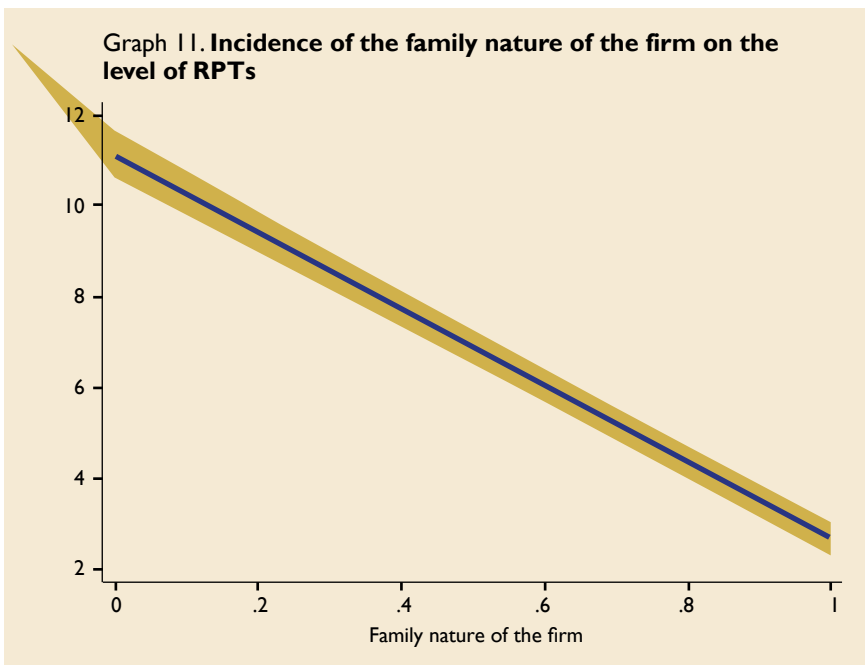
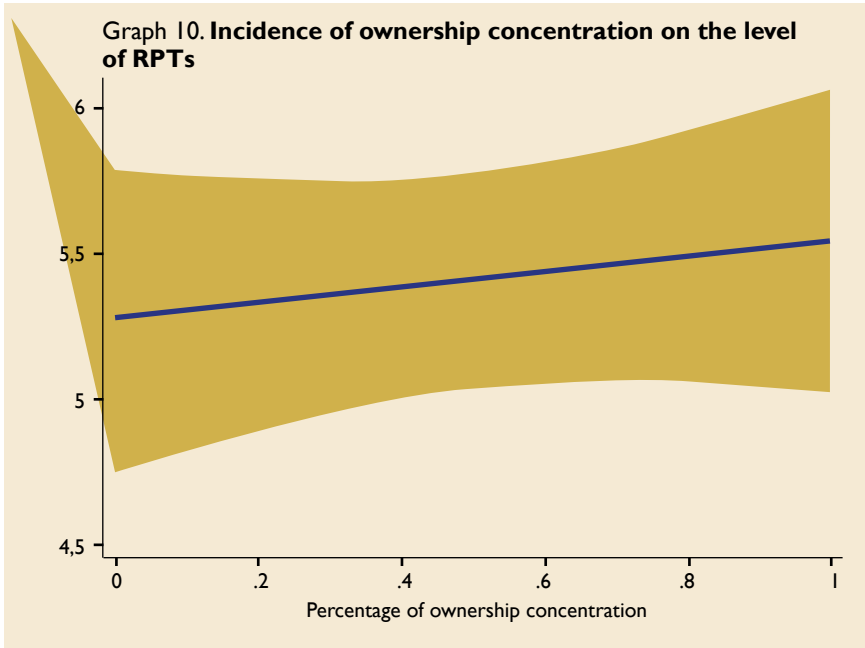
	LEVEL OF RPTS	SIZE	OWNERSHIP STRUCTURE	FAMILY NATURE
Size	0,25***			
Ownership Concentration	0,05*	0,14***		
Family nature	-0,11***	-0,20***	0,24***	
Pyramids	0,19***	0,11***	-0,04	0,03

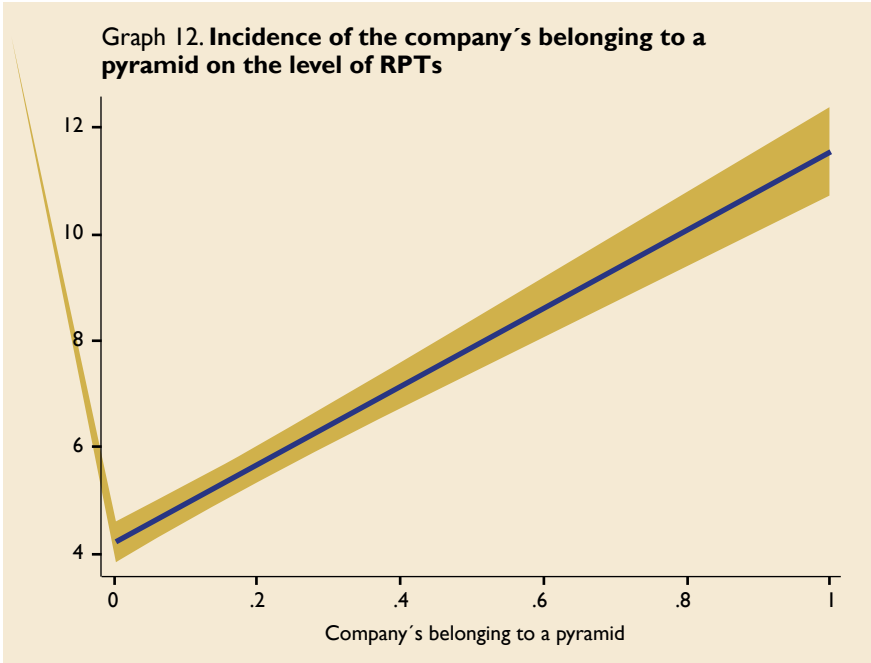
*** p<0,01, * p<0,1

We estimate all the regressions using a panel data procedure, namely, Generalized Method of Moments (GMM), including variables to control for year and industry effects. Thus, **Graph 9** reports, as expected, a positive and statistically significant effect of size on RPTs ($\beta= 4,29$; $p<0,01$). Similarly, **Graph 10** also shows a positive and statistically significant effect of ownership concentration on RPTs ($\beta= 2,14$; $p<0,05$). Moreover, **Graph 11** reveals a negative and statistically significant effect of the controlling shareholder’s family nature on RPTs ($\beta= -8,41$; $p<0,01$). Finally, regarding the belonging of the company to a pyramid, **Graph 12** reports a positive and statistically significant effect of pyramids on RPTs ($\beta= 6,06$; $p<0,01$).

88







90

5. CONCLUDING REMARKS

The present work provides novel evidence on RPTs in the Spanish capital market. Previous empirical evidence regarding RPTs is inconclusive and consequently there is no a clear view on the true motivation for RPTs. This emphasises the need to continue research into RPTs. In this context, we have analysed all the RPTs accomplished by Spanish listed firms during the 2004-2014 period. Our results reveal the relevance of RPTs in the Spanish capital market, as shown by the fact that more than half of listed Spanish firms commit to RPTs over the analyzed period, being operating transactions and Loans, Contracts and Guarantees the most frequent categories. The results also show that those companies with a higher value of market capitalisation are more committed to RPTs. Previous results emphasize the need to consider this type of transactions that involves the largest listed companies' blockholders and managers in Spain. Furthermore, those companies with the highest ownership concentration show a greater commitment to RPTs, being operating transactions compared to Loans, Contracts and Guarantees the most relevant category. On the contrary, in those companies with the lowest level of ownership concentration

Loans, Contracts and Guarantees are the most prominent RPTs. Finally, family firms are more committed to RPTs during the 2004-2010 period, while over the 2012-2014 period, the trend reverses and in this case the ones more committed to RPTs are non-family firms. Regarding the nature of the RPTs, our results show a clear predominance of operating transactions in family firms, while in non-family firms Loans, Contracts and Guarantees is the most prevalent category. Finally, regarding the companies' belonging to a pyramidal group, the results show that those companies belonging to a pyramid are more likely to engage in RPTs, being Loans, Contracts and Guarantees the most relevant category for these latter companies, although the results show a decline in the relative importance of Loans, Contracts and Guarantees over time. Finally, in those companies that do not belong to a pyramid, no clear predominance of a particular category of RPTs is observed over the analysed period,

In the Spanish case, the weak protection of minority shareholders' rights and the high ownership concentration, as well as the use by controlling owners of governance mechanisms that allow for the separation between ownership and control might promote expropriation of minority shareholders by controlling owners. However, some corporate governance mechanisms might help to decrease the controlling shareholder's tendency to use RPTs as a vehicle to expropriate the minority shareholders' wealth. Thus, family firms' long-investment horizons might increase family firm's reputation concerns consequently decreasing these firms' tendency to use RPTs as an expropriation device. Notice that family firms are not considered a resource to be consumed during the owner's lifetime, but rather an asset to be transferred to his/her heirs in the future (Anderson and Reeb, 2003). Furthermore, some RPTs might add value to the company. Thus, for instance, companies with high ownership concentration can incur higher transaction costs when they enter transactions with non-related parties due to higher information asymmetries in this latter case.

Our work is a first step towards understanding RPTs in the Spanish capital markets and our results emphasize the need to undertake further research regarding RPTs. Thus, although most policy reforms regarding RPTs have focused on ex ante development of more stringent approval requirements for RPTs and on increasing ex post disclosure policies regarding RPTs, we might consider that



these measures may be insufficient to avoid the abuses which might result from their use. In this sense, although previous literature has evidenced that RPTs are a typical way to tunnel resources outside the company, the empirical evidence is not conclusive and there might also be efficient RPTs and even more, tunneling might be implemented by using other devices different from RPTs. According to previous considerations, regulation of these transactions should take a broader scope. On the contrary, companies might seek to place outside the law, even in those cases where the transaction is carried out with an opportunist purpose, but without complying with the legal requirements to be considered RPTs.



REFERENCES

- Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", 58 (3), 1301-1328. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303864>
- Bebchuk, L. A. (1999). A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. *National Bureau of Economic Research*, (WP 7203).
- Berle, A. A., and Means, G. C. (1932). "*The Modern Corporation and Private Property*". *Macmillan Publishing Company* (Vol. 21). <http://doi.org/10.2307/3475545>
- Bona Sánchez, C., Pérez Alemán, J., and Santana Martín, D. J. (2013). Dominant institutional control and earnings informativeness. *Revista Española De Financiación y Contabilidad*, 42(159), 371–394. <http://dx.doi.org/10.1080/02102412.2013.10779751>
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., and Santana-Martín, D. J. (2014). Politically connected firms and earnings informativeness in the controlling versus minority shareholders context: European evidence. *Corporate Governance (Oxford)*, 22(4), 330–346. <http://dx.doi.org/10.1111/corg.12064>
- Burkart, M., Panunzi, F., and Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58(5), 2167–2201. <http://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>
- Chang, S. J., and Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43(3), 429–448. <http://doi.org/10.2307/1556403>
- Cheung, Y. L., Rau, P. R., and Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343–386. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.012>
- Coase, R. H. (1937). "The Nature of the Firm". Retrieved June 21, 2015, from http://www.jstor.org/stable/2626876?seq=1#page_scan_tab_contents
- de Miguel, A., Pindado, J., and de la Torre, C. (2005). How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanisms? *Corporate Governance-an International Review*, 13(4), 505–516. <http://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00445.x>
- Duprey, R. (2006). The Minefield of Related-Party Transactions. Retrieved February 21, 2015, from <http://www.fool.com/investing/general/2006/04/27/the-minefield-of-relatedparty-transactions.aspx>
- Faccio, M., and Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395. [http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Gordon, E. A., Henry, E., and Palia, D. (2004). Related Party Transactions and Corporate

- Governance. *Advances in Financial Economics*, 9, 1-27. [http://doi.org/10.1016/S1569-3732\(04\)09001-2](http://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)09001-2)
- Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90044-X](http://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90044-X)
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jian, M., and Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 70–105. <http://doi.org/10.1007/s11142-008-9081-4>
- Jiang, G. H., Lee, C. M. C., and Yue, H. (2010). Tunneling through intercorporate loans: {The} {China} experience. *Journal of Financial Economics*, 98(1), 1–20. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.002>
- Khanna, T., and Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, 55(2), 867–891. <http://doi.org/10.1111/0022-1082.00229>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <http://dx.doi.org/10.1086/250042>
- Morck, R., Wolfenzon, D., and Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720. <http://doi.org/10.1257/002205105774431252>
- Penning, J. M., and Williamson, O. E. (1979). Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications: A Study of the Economics of Internal Organization. *Contemporary Sociology*, 8(1), 57-60. <http://doi.org/10.2307/2064894>
- Santana-Martín, D. (2010). Los pactos parasociales en la Bolsa Española/Shareholders Coalitions in Spain. *Universia Business Review*, (28), 46-61 Retrieved from <http://search.proquest.com/openview/980f91089479b9821e652a533ec6bc60/1?pq-origsite=gscholar>
- Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52(1), 111–133. <http://doi.org/10.2307/2329558>
- Studenmund, A. H. (1997) *Using Econometrics: A Practical Approach* (Reading, MA: Addison-Wesley).
- Villalonga, B., and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

NOTES

1. **Acknowledgments:** The authors gratefully acknowledge the financial contribution of the Spanish Ministry of Economy and Competitiveness (research project ECO2013-48208-P)
2. **Contact author:** Facultad de Economía, Empresa y Turismo; Campus Universitario de Tafira Baja; Calle Saulo Torón, s/n; 35017 Las Palmas de Gran Canaria; SPAIN
3. The Global Competitiveness Report 2015-2016 assesses the competitiveness landscape of 140 economies, including the United States, Germany, The United Kingdom, Hong Kong and Spain, and provides insights into the drivers of their productivity and prosperity.





Marina Elistratova
Universidad de las Palmas
de Gran Canaria
✉ marina.elistratova101@alu.
ulpgc.es

Las operaciones entre partes vinculadas en la bolsa española¹

Related-Party-Transactions in the spanish stock market

I. INTRODUCCIÓN

Los escándalos contables acaecidos en empresas como Enron, WorldCom, Adelphia y Tyco en Estados Unidos o Parmalat, Vivendi o Tesco en Europa han puesto de manifiesto que las operaciones entre partes vinculadas (OV) pueden constituir un problema relevante en el gobierno de las empresas. Aunque supuestamente estas transacciones deben ser llevadas a cabo bajo condiciones del mercado, en la práctica pueden estructurarse de tal modo que lleguen a beneficiar a los principales implicados (e.g. accionistas relevantes o sus familiares, directivos). Así, los escándalos referidos anteriormente han acrecentado el interés por el estudio de las OV, aunque de acuerdo con Gordon *et al.* (2004) aún existe escasa investigación académica relevante al respecto. Debido a ello, aún es difícil para los inversores separar las OV legítimas de aquellas que reflejan el oportunismo de los agentes internos (Duprey, 2006).

En este sentido, la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre incluye bajo la definición de las OV toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre las partes vinculadas con independencia de que exista o no contraprestación. Asimismo, según la misma orden, una parte está vinculada a otra cuando una de ellas, o un grupo que actúa en concierto, ejerce o tiene la posibilidad de ejercer directa o indirectamente, o en virtud de pactos o acuerdos entre accionistas, el control sobre otra o una influencia significativa en la toma de decisiones financieras y operativas de la otra.

La escasa evidencia sobre OV sugiere dos posibles explicaciones para su existencia. La primera, en línea con la teoría de los costes de

94



Carolina Bona Sánchez
Universidad de las Palmas
de Gran Canaria
✉ carolina.bona@ulpgc.es



Jerónimo Pérez Alemán?
Universidad de las Palmas
de Gran Canaria
✉ jeronimo.perez@ulpgc.es



RESUMEN DEL ARTÍCULO

A pesar de la relevancia que con el paso de los años han ido adquiriendo las operaciones entre partes vinculadas (OVs) en los mercados de capitales, no existe ningún estudio previo que analice la presencia de este tipo de transacciones en la bolsa española. De esta manera, en el presente trabajo estudiamos las OVs en mercado continuo español a lo largo del período 2004-2014. Los resultados ponen de manifiesto una presencia importante de OVs, estando presentes este tipo de operaciones, algunos años, en más la mitad de las empresas cotizadas. Asimismo, también se aprecia que en las empresas de mayor dimensión, las más concentradas, las controladas por familias y aquellas que forman parte de un grupo piramidal, existe una mayor implicación en la realización de OVs.

EXECUTIVE SUMMARY

Despite the relevance of related-party transactions (RPTs) in the Spanish capital market, empirical evidence on RPTs is anecdotal. Thus, in the current work we provide evidence on the configuration of RPTs for Spanish listed firms along the period 2004-2014. Our results show a significant presence of RPTs, with more than half of listed Spanish firms committing to RPTs. Moreover, our results show that RPTs are greater in large-cap companies, in companies with higher ownership concentration, in family firms and in those companies where controlling owners' voting-cash flow wedge is higher.

transacción (Coase, 1937; Pennings y Williamson, 1979), contempla a las OV's como operaciones eficientes tendentes a la disminución de los costes de transacción que benefician a todos los accionistas de la empresa, al disminuir los costes de transacción y aumentar el valor de la firma (e.g., Chang y Hong, 2000; Jian y Wong, 2010; Khanna y Palepu, 2000; Stein, 1997). Frente a esta perspectiva y en línea con la teoría de la agencia (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976), las operaciones entre partes relacionadas pueden ser consideradas transacciones oportunistas (Cheung *et al.*, 2006; Gordon *et al.*, 2004; Jiang *et al.*, 2010; Morck *et al.*, 2005), por cuanto constituyen un instrumento a disposición de los agentes internos para la realización de prácticas de *tunneling*, es decir, para transferir riqueza desde la empresa hacia su patrimonio personal.

***En este trabajo
arrojamos luz sobre
las OV's en España.***

***Particularmente,
examinamos el nivel de
utilización de este tipo
de operaciones en las
sociedades cotizadas
españolas a lo largo
del período 2004-2014.***

En este trabajo arrojamos luz sobre las OV's en España. Particularmente, examinamos el nivel de utilización de este tipo de operaciones en las sociedades cotizadas españolas a lo largo del período 2004-2014. El contexto español ofrece un interesante escenario para el estudio de este tipo de transacciones por diferentes razones. En primer lugar, en 2003 se aprueba la Ley 26/2003, cuyo principal objetivo es el incremento de la transparencia en la divulgación de información por parte de las empresas cotizadas. En modificaciones posteriores, incluidas en la Orden Ministerial ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la ley

26/2003 amplía los requerimientos de divulgación de las empresas cotizadas, quienes están obligadas a divulgar, en sus informes anuales de gobierno corporativo, la información relativa a las OV's. En segundo lugar, las empresas españolas operan en un entorno en el que el sistema legal provee una débil protección de los intereses de los accionistas minoritarios en comparación con otros entornos como por ejemplo el anglosajón (e.g., La Porta *et al.*, 1998). De esta manera, de acuerdo con el Índice de Competitividad Global (Global Competitiveness Index 2015-2016), España se sitúa en el puesto 94 de 140 en términos de protección de los intereses de los accionistas minoritarios. Así, de acuerdo a este índice, España obtiene pobres resultados tanto en corrupción (puesto 80) como en eficiencia gubernamental (puesto 94). En tercer lugar, la estructura

de propiedad en España se caracteriza por la amplia presencia de accionistas dominantes con la capacidad y los incentivos para controlar a los directivos (Bebchuk, 1999; Burkart *et al.*, 2003; Grossman y Hart, 1988; La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000). En este contexto, el conflicto de agencia entre accionistas y directivos es menor, siendo la principal preocupación del gobierno corporativo evitar que los accionistas dominantes actúen en beneficio propio, expropiando la riqueza de los accionistas minoritarios (Burkart *et al.*, 2003; La Porta *et al.*, 2000; Villalonga y Amit, 2006).

De esta manera, nuestro trabajo contribuye a la literatura sobre OV's de tres formas. En primer lugar, aportamos evidencia novedosa sobre la configuración de las OV's en el mercado de capitales de un país en el que la protección de los accionistas minoritarios es débil, la concentración de propiedad es elevada y la propiedad estatal es prácticamente inexistente. Así, nuestros resultados son más fácilmente extrapolables a otros países de Europa Continental. En segundo lugar, nuestra evidencia se añade a los estudios sobre tunneling y especialmente a los pocos trabajos que examinan mecanismos que podrían utilizarse para la expropiación directa de la riqueza de los accionistas minoritarios en España (de Miguel *et al.*, 2005). En tercer lugar, comparado con los trabajos previos, nuestro estudio se basa en el total de OV's divulgadas por las empresas cotizadas españolas en sus informes de gobierno corporativo.

PALABRAS CLAVE

Operaciones entre partes vinculadas, Tamaño, Concentración de propiedad, Empresa familiar, Divergencia.

KEY WORDS

Related-Party Transactions, Size, Ownership Concentration, Family firms, Divergence.

2. BASE DE DATOS Y OBJETIVOS DEL ESTUDIO

La muestra inicial comprende un total de 99 empresas no financieras que cotizan en el mercado bursátil español a finales del año 2014, incluidas en la base de datos OSIRIS (*Bureau van Dijk*). De esta manera, analizamos la realización de operaciones entre partes vinculadas a lo largo del período 2004-2014. Para obtener la información acerca de las operaciones vinculadas realizadas por las empresas cotizadas españolas hemos elaborado una base de datos, de forma manual, a partir de los informes de gobierno corporativo. Dado que la divulgación de las operaciones vinculadas en el informe de gobierno corporativo era incompleta e irregular en el año 2003 (ya que no existía aún un formato específico), nuestra muestra comienza en el año 2004. De esta manera, hemos diferenciado un total de 17 tipos de OV's que han sido agrupadas, tras realizar un ranking de las más frecuentes, de la forma que exponemos

a continuación. En primer lugar, se sitúan las Operaciones de explotación en las que se incluyen las OV's relativas a ingresos y gastos de explotación. En segundo lugar, se sitúan los Préstamos, Garantías y avales, categoría en la que se incluyen los préstamos realizados entre partes vinculadas con sus correspondientes ingresos y gastos financieros, así como los importes de las garantías y avales entre partes relacionadas. El resto de partidas (11 tipos diferentes de OV's), mucho menos frecuentes en la bolsa española, han sido agrupadas bajo el epígrafe Otras operaciones vinculadas. Partiendo de las categorías anteriores, el análisis sobre la presencia de OV's es realizado para el conjunto de empresas y a partir de la consideración de una serie de características económicas y de gobierno corporativo. De esta manera, inicialmente las empresas son agrupadas en función de su capitalización, con el fin de determinar si la presencia de OV's están en función de una variable que puede determinar, entre otros aspectos, los conflictos de agencia entre agentes internos y externos o su grado de relevancia en los mercados bursátiles de carácter nacional e internacional. Seguidamente, se clasifican las empresas en función de diversas características de su estructura de propiedad, como el nivel de concentración de propiedad en manos del principal accionista, el carácter familiar de dicho propietario y el empleo de estructuras que distorsionan la relación una acción-un voto, como es el control de la empresa a través de una estructura piramidal. Estas variables se utilizan como criterio de clasificación debido al peso significativo en nuestro contexto de empresas de propiedad concentrada y de control familiar (Faccio y Lang, 2002). Las variables de gobierno corporativo han sido obtenidas de Guerra *et al.* (2016), Bona *et al.*, (2013), Bona *et al.* (2014) y Santana (2010). Para determinar si existen diferencias en la frecuencia de OV's se ha realizado el análisis de la varianza para cada uno de los casos.

3. LAS OPERACIONES ENTRE PARTES VINCULADAS EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

En cuanto al número de operaciones entre partes vinculadas en las empresas cotizadas españolas, en la **tabla 1** se aprecia una tendencia creciente a lo largo de los años considerados. De esta manera se observa que en los años 2006, 2008, 2010 y 2012 más de la mitad de las empresas han realizado algún tipo de OV, lo cual



pone de manifiesto la relevancia de este tipo de operaciones en el mercado bursátil español. En cuanto al tipo de OV, se aprecia que, en términos globales, son las Operaciones de explotación las más frecuentes, seguidas de los Préstamos, garantías y avales.

Tabla 1. Operaciones entre partes vinculadas en las empresas cotizadas españolas

	2004	2006	2008	2010	2012	2014
Porcentaje de empresas con operaciones vinculadas	41.55	56.62	53.84	51.61	50.53	43.01
Número de operaciones vinculadas	294	563	428	548	622	532
Tipo de operaciones vinculada (%)						
Operaciones de explotación	44.2	33.92	56.53	42.15	47.9	50.74
Préstamos, Garantías y Avales	39.1	41.89	29.89	43.08	36.63	25.17
Otras operaciones vinculadas	16.7	24.19	13.58	14.77	15.47	24.09

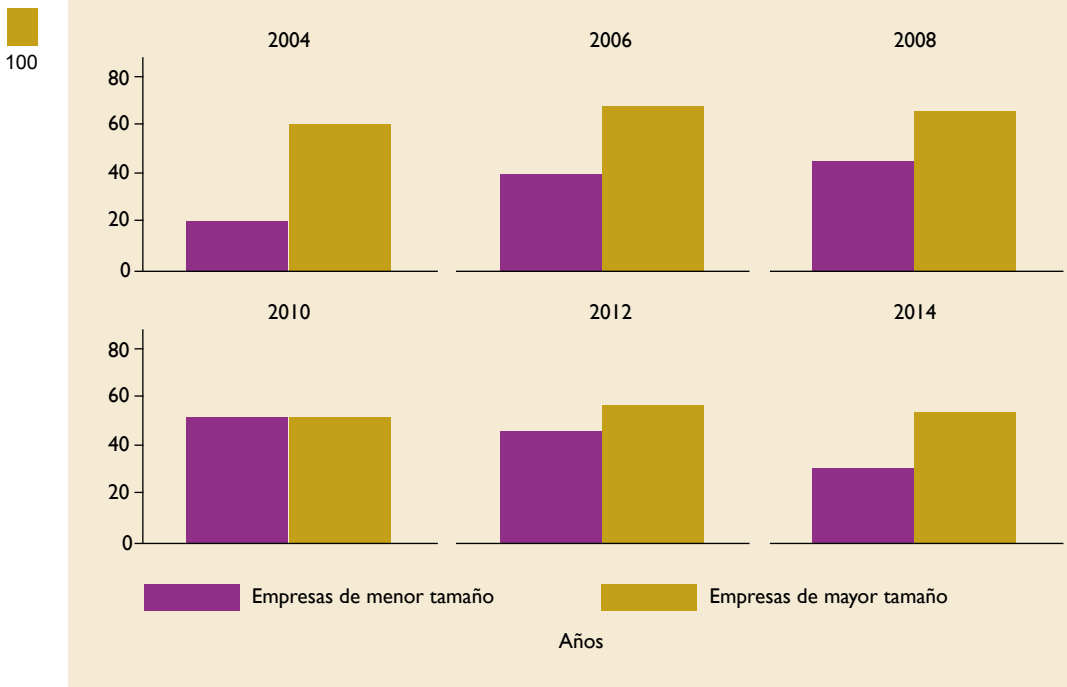
De esta manera, realizamos a continuación un análisis descriptivo de las OV en función de una serie de características corporativas, como son el tamaño (tomando como criterio de diferenciación entre empresas de mayor y menor tamaño la mediana de la capitalización bursátil a 31 de diciembre de cada año), la estructura de propiedad (diferenciando empresas de mayor y menor concentración de propiedad a partir de la mediana del nivel de derechos de voto en manos del principal accionista a 31 de diciembre de cada año), naturaleza familiar (clasificando a una empresa como familiar cuando el principal accionista es un individuo o familia y su porcentaje de derechos de voto es igual o superior al 10%) y la existencia de estructuras piramidales (considerando que una empresa está controlada a través de una estructura piramidal cuando el principal accionista la controla a través de una sucesión de empresas que le permite poseer mayores derechos de voto que de *cash flow*).

Tamaño

El tamaño de la empresa constituye una de las características corporativas con incidencia directa en el tipo y nivel de conflictos de agencia que tienen lugar en el seno de la empresa. De esta manera, en el **Gráfico 1** realizamos una comparación en cuanto al porcentaje de las empresas que realizan algún tipo de OV en función de la

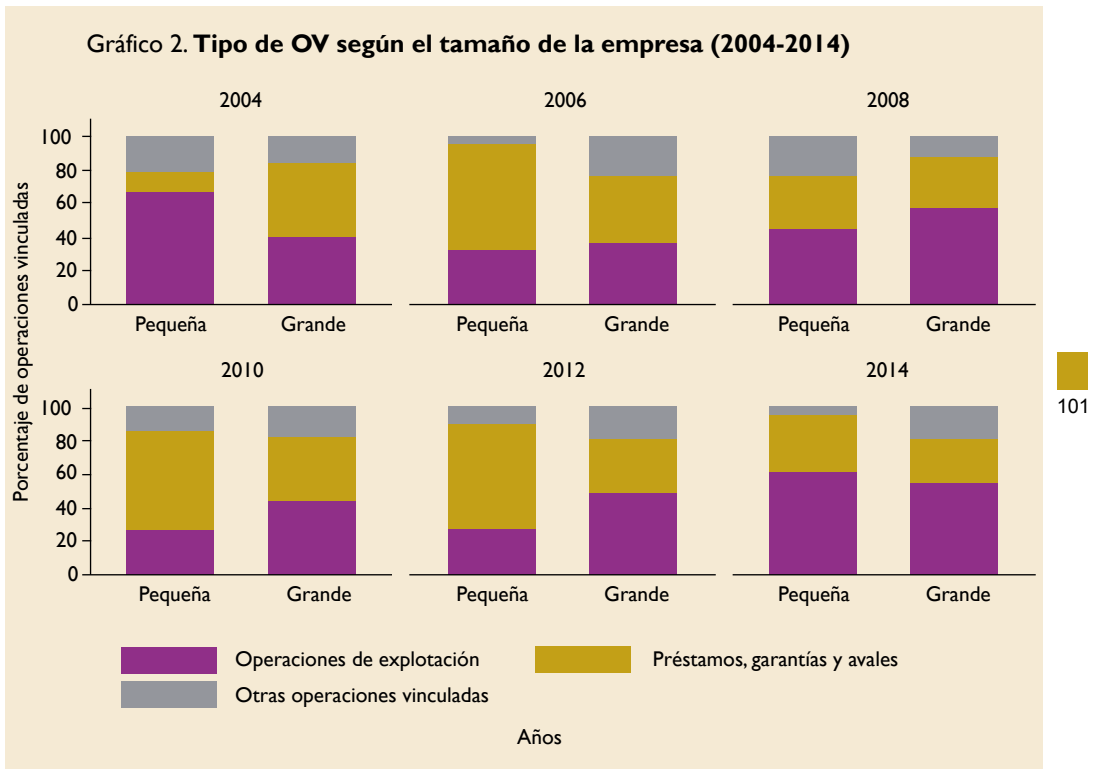
dimensión de la firma, utilizando la capitalización bursátil como *proxy* de tamaño. En dicho gráfico se puede observar que el porcentaje de OV's para las empresas de mayor tamaño es casi tres veces superior al de las empresas de menor tamaño en 2004, y aunque esta distancia se acorta con el tiempo, siempre son más frecuentes las OV's en las empresas de mayor dimensión. En este sentido, el test estadístico *F* (Ficher-Snedecor) pone de relieve que existe una relación significativa entre el tamaño empresarial y la frecuencia de OV's ($F=70,80$; $p<0,01$).

Gráfico 1. Porcentaje de empresas con operaciones vinculadas según el tamaño de la empresa (2004-2014)



En cuanto a la naturaleza de las operaciones, el test estadístico constata una diferencia estadísticamente significativa entre empresas de mayor y menor tamaño ($F=24,05$; $p<0,01$). Así, en el **Gráfico 2**, en términos generales en las empresas grandes son más frecuentes las OV's de explotación frente a las OV's concretadas en Préstamos, garantías y avales, si bien en los primeros años del período considerado ocurría, aunque por unos pocos puntos porcentuales, justo lo contrario. No obstante, en algunos de los

años considerados las OV de explotación llegan a duplicar porcentualmente las relativas a los Préstamos, garantías y avales.



Estructura de propiedad

Considerando que en España la estructura de propiedad se caracteriza por la presencia de accionistas controladores con la capacidad y los incentivos para influir en el sistema de gobierno corporativo (e.g., Faccio y Lang, 2002), en el **Gráfico 3** realizamos un análisis del nivel de OV en función del grado de concentración de propiedad. De esta manera, en dicho gráfico se aprecia una mayor frecuencia en la realización de OV en las empresas más concentradas, siendo esta diferencia estadísticamente significativa ($F=3,08$; $p<0,1$).

Gráfico 3. Porcentaje de empresas con operaciones vinculadas según el nivel de concentración de propiedades (2004-2014)



En cuanto al tipo de OV, también las diferencias son estadísticamente significativas ($F=9,75$; $p<0,01$). Concretamente, en el **Gráfico 4** se vuelve a apreciar cómo las empresas más concentradas realizan principalmente OV de explotación, mientras que en las empresas menos concentradas son más frecuentes los Préstamos, garantías y avales entre partes vinculadas. De este modo, el porcentaje de Operaciones de explotación realizadas entre partes relacionadas en las empresas más concentradas es en ocasiones más de cinco veces superior al porcentaje de Préstamos, garantías y avales. En ocasiones, el porcentaje de estas últimas operaciones llega incluso a situarse por debajo de las denominadas Otras operaciones vinculadas.

Teniendo en cuenta la relevancia del control familiar en las empresas de los países de Europa Continental, así como el hecho de que los miembros de la familia controladora sean considerados como partes vinculadas, resulta de interés de analizar si entre empresas familiares y no familiares existe alguna diferencia en cuanto al nivel y naturaleza de OV. De esta manera, en el **Gráfico 5**, se puede

Gráfico 4. Tipo de OV según el nivel de concentración de propiedad (2004-2014)

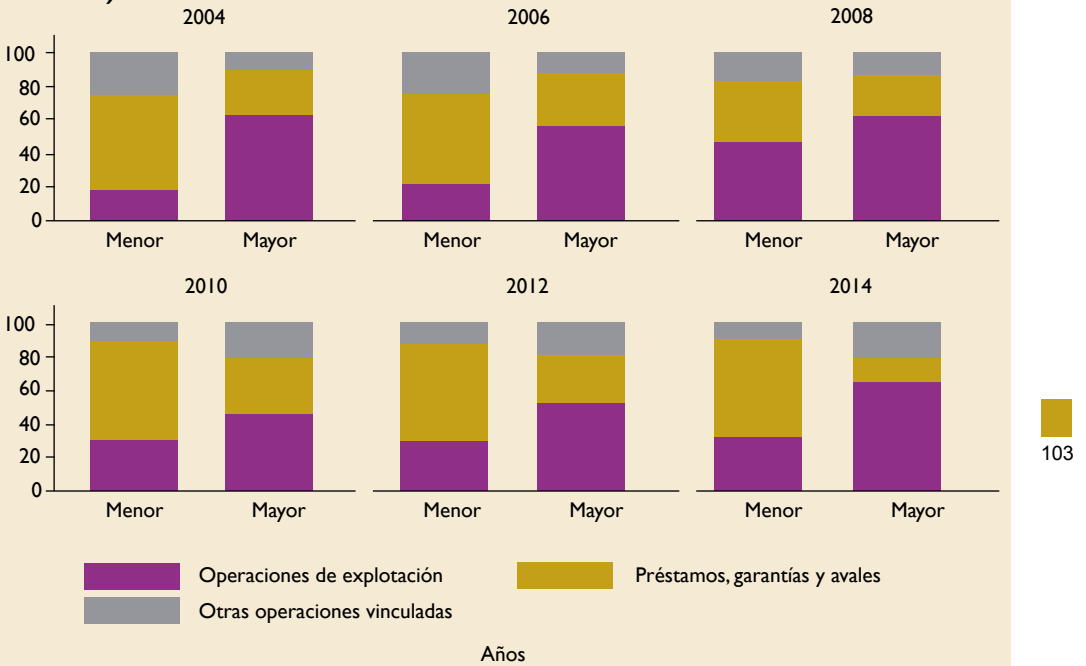
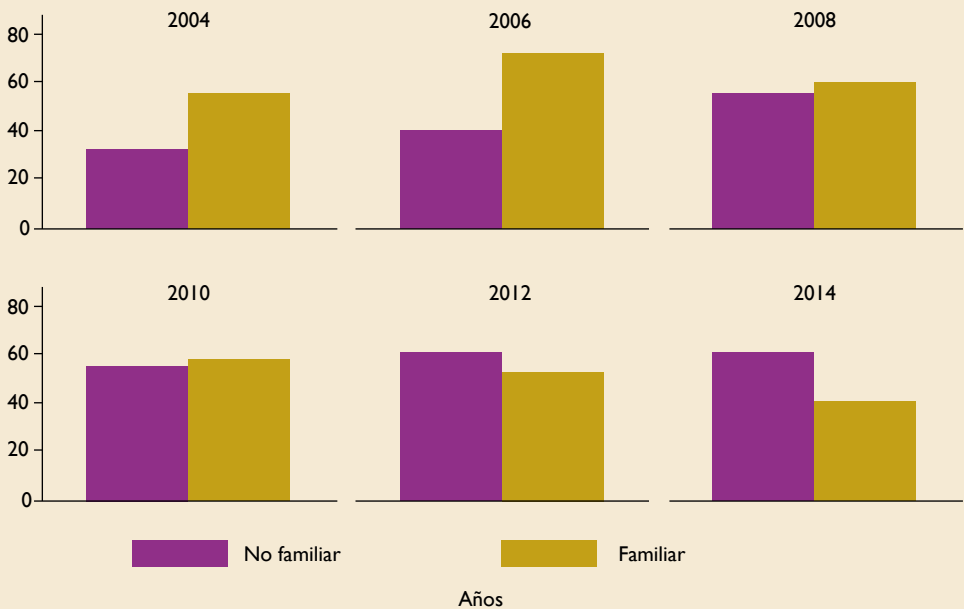
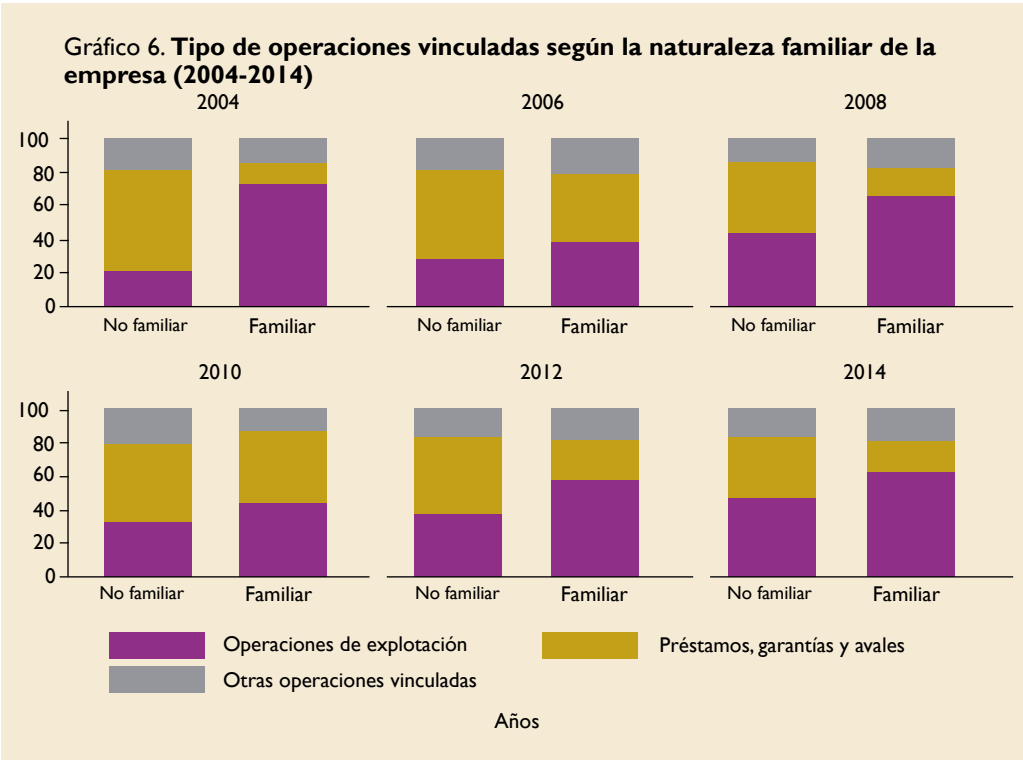


Gráfico 5. Porcentaje de empresas con operaciones vinculadas según la naturaleza familiar del último propietario (2004-2014)



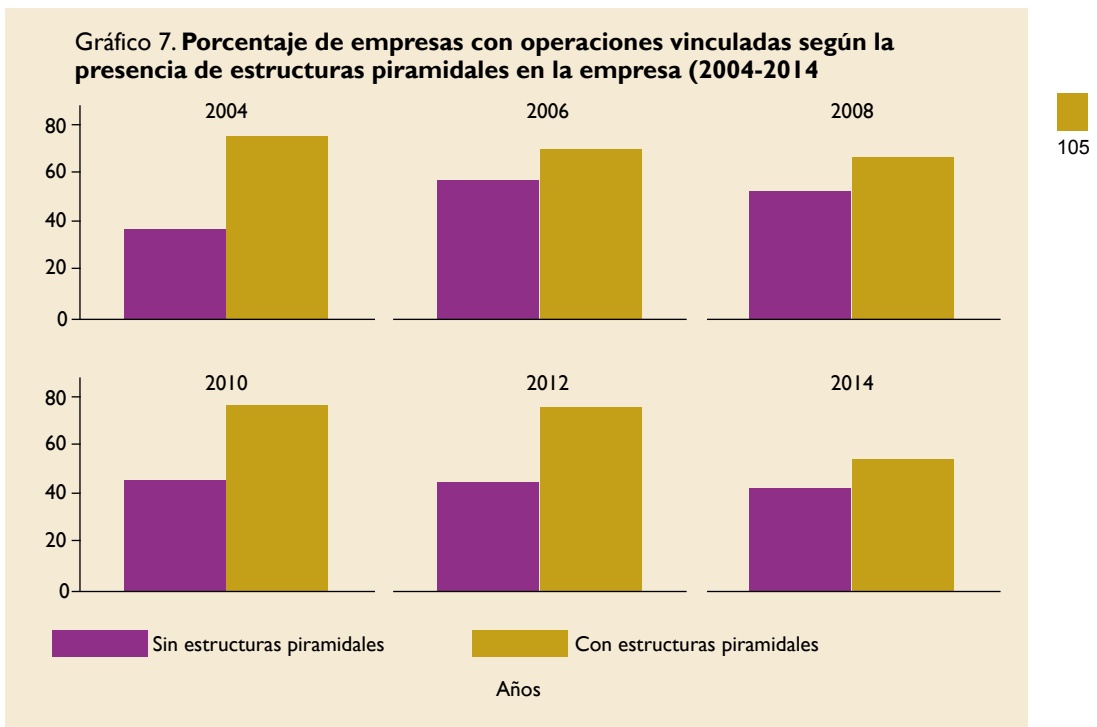
apreciar que en el tramo 2004-2010 son más frecuentes las OV's en las empresas familiares en comparación con las no familiares, mientras que en el tramo 2012-2014 ocurre justo lo contrario, siendo dicha diferencia estadísticamente significativa ($F=12,82; p<0,01$). En cuanto a la naturaleza de OV's se aprecia un comportamiento diferente, estadísticamente significativo ($F=11,22; p<0,01$). Así, de acuerdo con el **Gráfico 6**, para el caso de las empresas familiares se puede concluir un claro predominio de las OV's de explotación. Por su parte, en las empresas no familiares, en términos generales, son más frecuentes los Préstamos, garantías y avales.

104



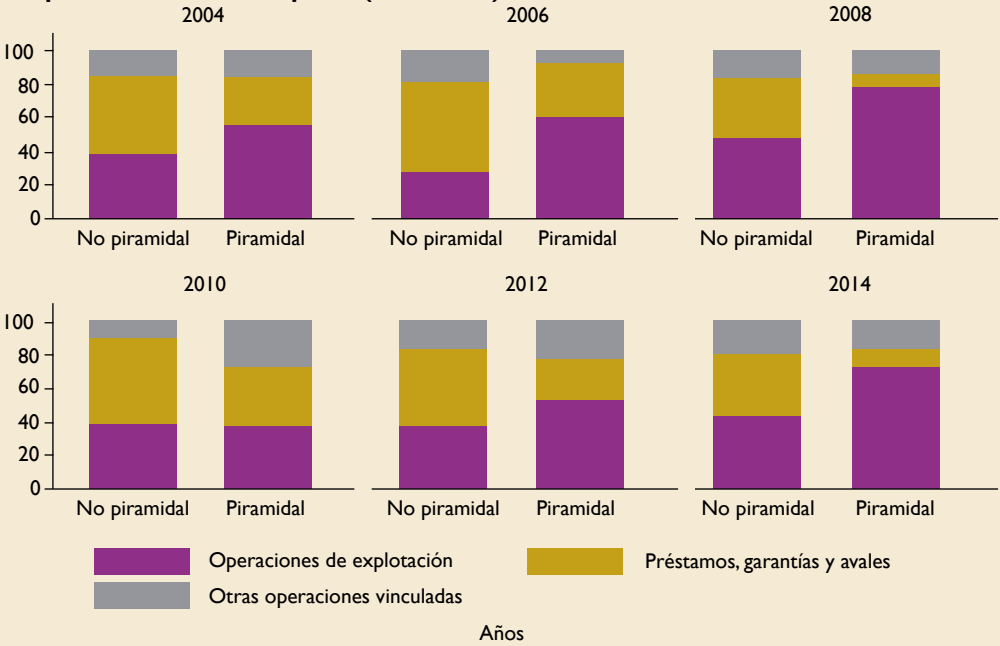
Finalmente, realizamos un análisis que determina si existen diferencias significativas entre empresas en función del uso o no de estructuras piramidales, es decir, estructuras que posibilitan la divergencia entre los derechos de voto y cash flow del propietario dominante. Dado que las pirámides se erigen como un instrumento que permite a los accionistas controladores separar los derechos políticos y económicos, la utilización de este tipo de estructuras podría incentivar la expropiación de la riqueza de los accionistas

minoritarios por parte de los controladores y reducir la disciplina del mercado de control corporativo. En este sentido, consideramos que existe una estructura piramidal cuando el accionista controlador ejerce el control efectivo de una empresa mediante una sucesión de empresas que le permite poseer mayores derechos de voto que de cash flow. En el **Gráfico 7** se puede apreciar que en términos relativos las empresas en las que existen pirámides son mucho más frecuentes las OV, diferencia que es estadísticamente significativa ($F=38,25$; $p<0,01$).



En cuanto al tipo de OV, también existen diferencias estadísticamente significativas entre empresas con y sin pirámides ($F=17,39$; $p<0,01$). De esta manera, como se aprecia en el **Gráfico 8**, en las empresas con pirámides priman sobre todo las OV relativas a Préstamos, garantías y avales, aunque con una tendencia decreciente a lo largo del período considerado. Por el contrario, en las empresas que no forman parte de una estructura piramidal no parece existir un patrón claro a lo largo del período analizado para las Operaciones de explotación, apreciándose que, en términos netos, descienden las operaciones de Préstamos, garantías y avales a largo del periodo.

Graph 8. Tipo de operaciones vinculadas según la presencia de estructuras piramidales en la empresa (2004-2014)



4. INCIDENCIA DE LAS CARACTERÍSTICAS CORPORATIVAS EN EL NIVEL DE LAS OPERACIONES VINCULADAS

Para analizar la incidencia de las características corporativas en el nivel de las operaciones vinculadas hemos utilizado como técnica estadística la regresión, considerando el nivel de operaciones vinculadas como nuestra variable dependiente y las características corporativas (tamaño de la empresa, grado de concentración de propiedad, la naturaleza familiar del último propietario y la presencia de estructuras de propiedad piramidal, como nuestras variables independientes). La matriz de correlaciones (Tabla 2) indica una correlación estadísticamente significativa entre la mayor parte de las variables, con un valor máximo de 0,25. Para descartar el problema de multicolinealidad en nuestro análisis hemos utilizado el Factor de Inflación de la Varianza (FIV), de manera que dado que ninguna variable supera el valor de 5, podemos concluir que la multicolinealidad no será un problema en nuestro análisis (Studenmund, 1997).

Tabla 2. **Matriz de correlaciones**

	NIVEL DE OPERACIONES VINCULADAS	TAMAÑO	GRADO DE CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD	NATURALEZA FAMILIAR
Tamaño	0,25***			
Grado de concentración de propiedad	0,05*	0,14***		
Naturaleza familiar	-0,11***	-0,20***	0,24***	
Estructuras piramidales	0,19***	0,11***	-0,04	0,03

*** $p < 0,01$, * $p < 0,1$

Como herramienta estadística para la estimación de los parámetros de la regresión hemos utilizado el método generalizado de los momentos, controlando además, en dicho análisis por el sector económico de la empresa y por el año. De esta forma, en cuanto a los resultados alcanzados, se aprecia en el **Gráfico 9**, tal como esperábamos, una relación significativamente positiva entre el nivel de operaciones vinculadas y el tamaño de la empresa ($\beta = 4,29$; $p < 0,01$). Igualmente, nuestros resultados indican una relación positiva y estadísticamente significativa ($\beta = 2,14$; $p < 0,05$) entre el nivel de operaciones vinculadas y el grado de concentración de propiedad de la empresa (**Gráfico 10**).

Asimismo, nuestro análisis pone de manifiesto la existencia de una relación estadísticamente negativa ($\beta = -8,41$; $p < 0,01$) entre el nivel de operaciones vinculadas y la naturaleza familiar del último propietario (**Gráfico 11**). Finalmente, en cuanto a la existencia de estructuras piramidales en la propiedad de la empresa (**Gráfico 12**), hemos constatado una relación positiva y estadísticamente significativa entre el nivel de operaciones vinculadas y la existencia de dichas estructuras ($\beta = 6,06$; $p < 0,01$).

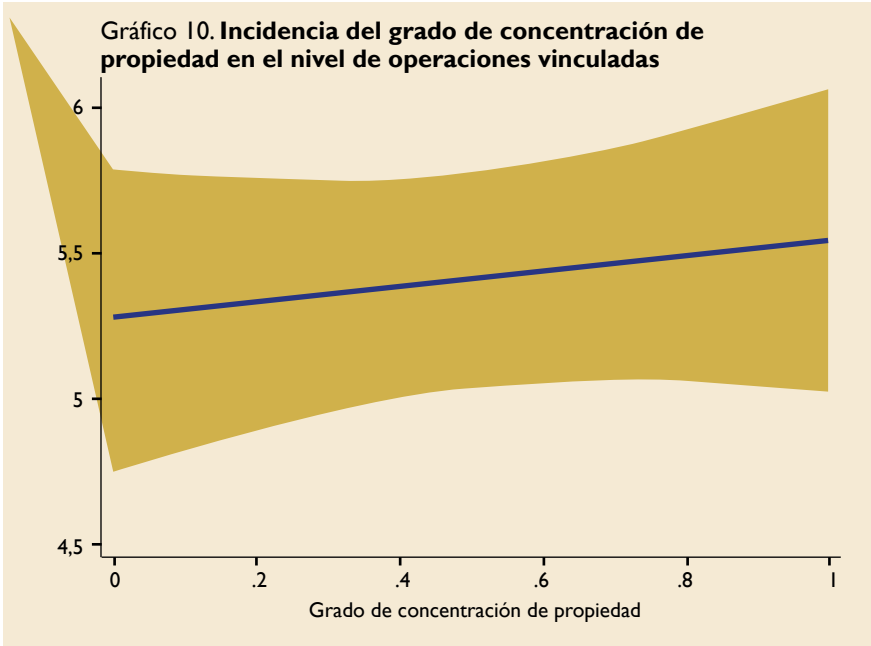
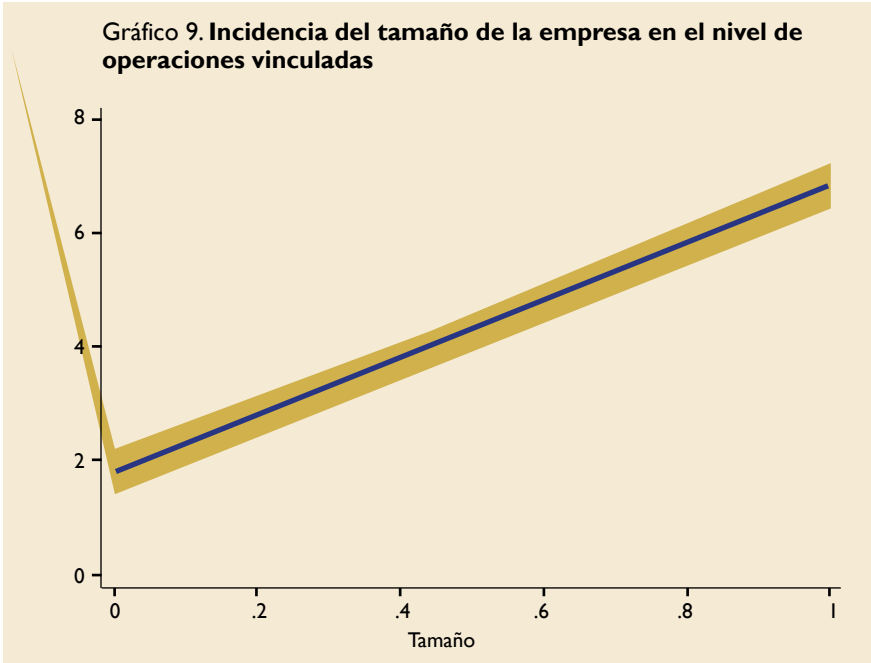


Gráfico 11. Incidencia de la naturaleza familiar del último propietario en el nivel de operaciones vinculadas

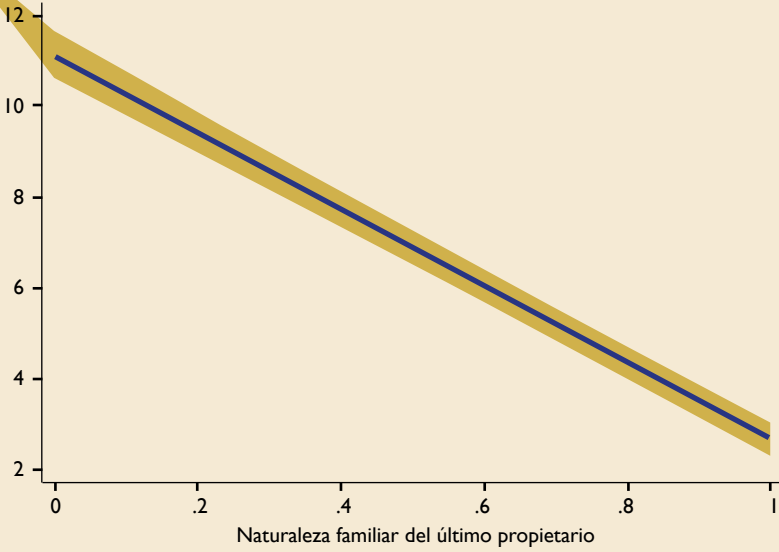
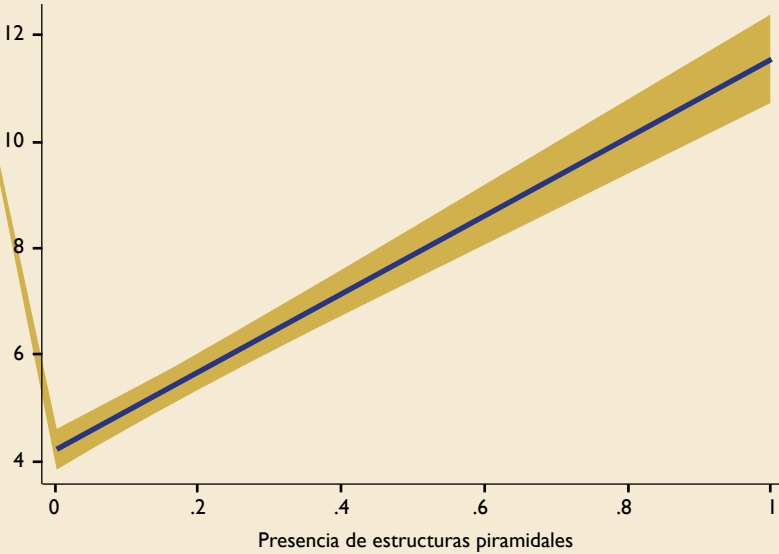


Gráfico 12. Incidencias de estructuras de propiedad piramidal en el nivel de operaciones vinculadas



5. CONCLUSIONES

El presente trabajo proporciona evidencia novedosa sobre uno de los tipos de operaciones empresariales más controvertidas de los últimos años, esto es, las OV, sobre las cuales aún no existe un acuerdo unánime sobre si se trata de operaciones eficientes o bien de operaciones que favorecen las actuaciones expropiatorias de los agentes internos. De esta manera, hemos analizado el conjunto de OV, llevadas a cabo por las sociedades cotizadas españolas a lo largo del período 2004-2014.

Los resultados ponen de manifiesto la relevancia de este tipo de operaciones en el mercado español, de manera que en algunos años más de la mitad de las empresas ha realizado algún tipo de OV, siendo las más frecuentes las Operaciones de explotación y los Préstamos, garantías y avales. Asimismo, se aprecia que las empresas de mayor dimensión se implican más en OV. Este resultado intensifica la importancia de considerar este tipo de operaciones que implican a accionistas relevantes y directivos de las mayores sociedades del mercado bursátil español. De otra parte, también se ha constatado que las empresas más concentradas se implican más en OV, destacando también aquí las Operaciones de explotación frente a los Préstamos, garantías y avales, mientras que las menos concentradas se implican más en Préstamos, garantías y avales.

En cuanto a la diferenciación entre empresa familiar y no familiar, se aprecia que las primeras, en el período 2004-2010, se implican más en OV, ocurriendo justo lo contrario para el período 2012-2014. En cuanto al tipo de OV se observa un claro predominio de las Operaciones de explotación, mientras que en las empresas no familiares son más frecuentes los Préstamos, garantías y avales. Finalmente, en cuanto a la diferenciación entre empresas pertenecientes o no a un grupo piramidal, hemos constatado que en las empresas pertenecientes a un dicho grupo las OV son bastante más frecuentes. Asimismo, en este tipo de estructura de propiedad se aprecia un predominio de los Préstamos, garantías y avales, si bien van perdiendo importancia con el paso del tiempo. Por su parte, en las empresas que no pertenecen a una pirámide no existe un claro predominio de un tipo de operación concreto a lo largo del período considerado.

En el caso español, la débil protección del inversor externo unido a la fuerte concentración de propiedad y a la utilización de estructuras



de propiedad que posibilitan una divergencia entre derechos políticos y económicos del accionista que controla la empresa de modo efectivo podría conllevar un aumento de la vulnerabilidad del accionista minoritario a la expropiación de rentas a través de OV's por parte de los propietarios controladores. No obstante lo anterior, no podemos obviar que existen mecanismos que podrían mitigar esta tendencia a la utilización de las OV's como vía para la expropiación de rentas a los minoritarios. Así, por ejemplo, en el caso de empresas familiares, el hecho de que la familia dominante conciba la empresa como un activo que ha de ser legado a sus descendientes (Anderson y Reeb, 2003), conlleva una mayor preocupación por la reputación que podría frenar esta tendencia a la utilización de las OV's como mecanismo de expropiación de rentas a los minoritarios. De modo similar, algunas OV's pueden crear valor para todas las partes implicadas. Así, por ejemplo, empresas altamente concentradas pueden incurrir en mayores costes de transacción cuando participan en transacciones con partes no relacionadas debido a las mayores asimetrías informativas que surgen en este último caso.

Nuestro trabajo constituye un primer paso para acercarnos a la realidad de las OV's en el mercado bursátil español y nuestras conclusiones ponen de manifiesto la necesidad de seguir profundizando en este tipo de operaciones. En este sentido, si bien la mayoría de las reformas normativas en el contexto de las OV's se han centrado *a priori* en el endurecimiento de los requisitos para proceder a su aprobación y *a posteriori* en aumentar los requerimientos de divulgación en torno a este tipo de operaciones, debemos considerar que este tipo de medidas pueden no ser suficientes para evitar los abusos que podrían conllevar. En este sentido, no podemos olvidar que aunque la literatura precedente ha evidenciado que las OV's son un vehículo habitual para las prácticas de *tunneling*, existen OV's que pueden ser eficientes y, a su vez, existen prácticas de *tunneling* que no se instrumentan mediante OV's por lo que la regulación de este tipo prácticas debería adoptar una perspectiva más amplia. En caso contrario, las empresas podrían buscar situarse al margen de la regulación de este tipo de operaciones aún en aquellos casos en los que una transacción posea una clara intención expropiatoria pero no cumpla con los requisitos legales para ser considerada una OV.



REFERENCIAS

- Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", 58 (3), 1301-1328. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303864>
- Bebchuk, L. A. (1999). A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. *National Bureau of Economic Research*, (WP 7203).
- Berle, A. A., and Means, G. C. (1932). "*The Modern Corporation and Private Property*". *Macmillan Publishing Company* (Vol. 21). <http://doi.org/10.2307/3475545>
- Bona Sánchez, C., Pérez Alemán, J., and Santana Martín, D. J. (2013). Dominant institutional control and earnings informativeness. *Revista Española De Financiación y Contabilidad*, 42(159), 371–394. <http://dx.doi.org/10.1080/02102412.2013.10779751>
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., and Santana-Martín, D. J. (2014). Politically connected firms and earnings informativeness in the controlling versus minority shareholders context: European evidence. *Corporate Governance (Oxford)*, 22(4), 330–346. <http://dx.doi.org/10.1111/corg.12064>
- Burkart, M., Panunzi, F., and Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58(5), 2167–2201. <http://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>
- Chang, S. J., and Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43(3), 429–448. <http://doi.org/10.2307/1556403>
- Cheung, Y. L., Rau, P. R., and Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343–386. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.012>
- Coase, R. H. (1937). "The Nature of the Firm". Retrieved June 21, 2015, from http://www.jstor.org/stable/2626876?seq=1#page_scan_tab_contents
- de Miguel, A., Pindado, J., and de la Torre, C. (2005). How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanisms? *Corporate Governance-an International Review*, 13(4), 505–516. <http://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00445.x>
- Duprey, R. (2006). The Minefield of Related-Party Transactions. Retrieved February 21, 2015, from <http://www.fool.com/investing/general/2006/04/27/the-minefield-of-relatedparty-transactions.aspx>
- Faccio, M., and Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395. [http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Gordon, E. A., Henry, E., and Palia, D. (2004). Related Party Transactions and Corporate Governance. *Advances in Financial Economics*, 9, 1-27. [http://doi.org/10.1016/S1569-3732\(04\)09001-2](http://doi.org/10.1016/S1569-3732(04)09001-2)
- Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90044-X](http://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90044-X)
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jian, M., and Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 70–105. <http://doi.org/10.1007/s11142-008-9081-4>
- Jiang, G. H., Lee, C. M. C., and Yue, H. (2010). Tunneling through intercorporate loans: {The} {China} experience. *Journal of Financial Economics*, 98(1), 1–20. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.002>
- Khanna, T., and Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, 55(2), 867–891. <http://doi.org/10.1111/0022-1082.00229>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <http://dx.doi.org/10.1086/250042>
- Morck, R., Wolfenzon, D., and Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720. <http://doi.org/10.1111/j.1467-9868.2005.00445.x>



org/10.1257/002205105774431252

Pennings, J. M., and Williamson, O. E. (1979). Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications: A Study of the Economics of Internal Organization. *Contemporary Sociology*, 8(1), 57-60. <http://doi.org/10.2307/2064894>

Santana-Martín, D. (2010). Los pactos parasociales en la Bolsa Española/Shareholders Coalitions in Spain. *Universia Business Review*, (28), 46-61 Retrieved from <http://search.proquest.com/openview/980f91089479b9821e652a533ec6bc60/1?pq-origsite=gscholar>

Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52(1), 111–133. <http://doi.org/10.2307/2329558>

Studenmund, A. H. (1997) *Using Econometrics: A Practical Approach* (Reading, MA: Addison-Wesley).

Villalonga, B., and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

NOTAS

1. **Agradecimiento:** Los autores agradecen la contribución financiera recibida por el Ministerio de Economía y Competitividad (proyecto de investigación ECO2013-48208-P)
2. **Autor de contacto:** Facultad de Economía, Empresa y Turismo; Campus Universitario de Tafira Baja; Calle Saulo Torón, s/n; 35017 Las Palmas de Gran Canaria; ESPAÑA

