

PROPIEDAD, CONTROL Y RESULTADOS DE LOS BANCOS ESPAÑOLES

MARCOS SANTAMARÍA MARISCAL

*Profesor colaborador indefinido. Departamento de
Economía y Administración de Empresas.
Universidad de Burgos*



Este trabajo ha obtenido el 1.º **Premio Estudios Financieros 2008** en la modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Eduardo BUENO CAMPOS, don Sotero AMADOR FERNÁNDEZ, don Manuel GARCÍA-AYUSO COVARSI, don Juan MONTERREY MAYORAL, don Javier ROMANO APARICIO y don Enrique VILLANUEVA GARCÍA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

Extracto:

EL objetivo del presente trabajo es analizar cómo la estructura de propiedad y control influye en la eficiencia y rentabilidad de los bancos españoles para el período 1996-2004. Nuestra investigación se enmarca en la literatura conocida como *law and finance* que encuentra en el marco legal e institucional de cada país la génesis del problema de gobierno corporativo. Utilizando la metodología de cadenas de propiedad los resultados muestran que el 97% de los bancos españoles cuenta con un accionista último de control. Por su parte, la estimación del modelo con datos de panel dinámicos evidencia una menor rentabilidad y eficiencia del banco cuanto mayores son los derechos de voto del accionista de control así como cuanto mayor es la divergencia entre estos y sus derechos de propiedad. El trabajo contrasta, asimismo, un efecto positivo sobre los resultados del banco derivado de la presencia de un segundo accionista de control así como de la existencia de accionistas minoritarios que ejerzan presión sobre el accionista último.

Palabras clave: banca comercial, enfoque *law and finance*, estructura de propiedad, eficiencia y pirámides.

Sumario

0. Introducción.
1. Algunos retazos de historia: el origen de la banca.
2. El problema de gobierno en banca a la luz del enfoque *law and finance*.
 - 2.1. La estructura de propiedad y el control piramidal en las entidades bancarias.
 - 2.2. El efecto de la estructura de propiedad y control sobre los resultados de la banca.
3. Muestra, fuentes de información y construcción de cadenas de control.
4. Modelo, variables y metodología.
5. Resultados del análisis descriptivo.
6. Resultados del análisis explicativo.
7. Conclusiones.

Bibliografía.

Anexos.

«... es siempre de la mayor importancia para nosotros dominar concienzudamente la historia económica de la época, el país o la industria, a veces incluso de la firma particular de que se trate, antes de establecer una deducción de cualquier tipo a partir del comportamiento de una serie de tiempo... La historia general... la historia de la economía, y muy en particular la historia de la industria no solamente son indispensables, sino que constituyen realmente la contribución más importante a la comprensión del problema que nos ocupa. Todos los otros materiales y los otros métodos teóricos le están subordinados, y son más que inútiles sin ellos.»

Joseph A. SCHUMPETER

Business Cycles, I, 13

0. INTRODUCCIÓN

La investigación acerca del gobierno de las entidades financieras parece seguir un paso, rezagada la estela que van trazando los trabajos de gobierno centrados en empresas no financieras. Sin embargo, este perezoso discurrir contrasta con el importante papel que los intermediarios financieros históricamente han desarrollado (y desarrollan) en la transformación y creación de activos financieros, en la gestión intertemporal de riesgos o en la producción y transmisión de información inherente a los procesos de transferencia de recursos monetarios entre agentes económicos (MERTON y BODIE, 2005). A este respecto, la literatura más reciente ha puesto de manifiesto que la adecuada provisión de estas funciones influye positivamente sobre el desarrollo económico de un país (LEVINE, 1998 y 2004a; ALLEN y GALE, 2001). Estas funciones, empero, pueden verse afectadas por la existencia de un problema de gobierno corporativo, esto es, de insuficientes mecanismos a través de los cuales los inversores externos puedan protegerse contra la expropiación de los internos (LA PORTA *et al.*, 2000).

La relevancia del problema de gobierno en la banca no ha pasado desapercibida al Comité de Supervisión Bancaria de BASILEA cuando en su informe acerca de la Mejora del Gobierno Corporativo en las Organizaciones Bancarias (2006) aduce que las insuficiencias en el gobierno corporativo pueden conducir a una quiebra bancaria que, de la mano del efecto contagio, puede acarrear importantes implicaciones macroeconómicas. Ciertamente, con estas pautas parece razonable augurar que las externalidades negativas asociadas a un mal gobierno corporativo sean *a priori* mucho más perjudiciales en empresas bancarias que en empresas no financieras lo que requiere abordar el estudio del problema de gobierno en banca, cuanto menos, con la misma intensidad que en estas últimas.

Y, en el marco de este problema de gobierno, la estructura de propiedad y control juega un papel clave. Tal y como el referido informe añade posteriormente «un buen gobierno corporativo puede verse obstaculizado cuando la estructura de propiedad del banco carece de transparencia o cuando no se aplican mecanismos de control o equilibrio de poderes para evitar actividades inapropiadas o la influencia de personal con información privilegiada o de accionistas mayoritarios» (pág. 4). En otras palabras, la opacidad respecto a la estructura de propiedad y control del banco facilita la extracción de beneficios privados por parte de partícipes internos, en especial, directivos y accionistas mayoritarios (CAPRIO y LEVINE, 2002). Unos beneficios privados que, en las entidades bancarias, se realizan en detrimento de los intereses no solo de los accionistas minoritarios sino también, y de manera muy especial, de los depositantes al ser estos los principales aportantes de recursos financieros.

Pero, aunque el análisis de la estructura de propiedad constituye un tema clásico a la hora de abordar el problema de gobierno corporativo, en los últimos años, el surgimiento del enfoque *law and finance*, vinculado con la utilización de la metodología de cadenas de control, ha revolucionado los resultados precedentes. Este enfoque establece un conjunto de relaciones causales que tienen su génesis en la consideración del entorno institucional como principal factor determinante del grado de protección y salvaguardia de los derechos legales de los inversores de un país. Este nivel de protección legal determina el grado de desarrollo de los mercados financieros del país, lo que incide en la configuración de las estructuras de propiedad y control de las entidades localizadas en el mismo. Esta cadena de relaciones causales culmina con la consideración de la estructura de propiedad y control como determinante del problema de gobierno corporativo: junto al tradicional problema de gobierno entre accionistas y directivos, que tiene su origen en estructuras de control dispersas, se *descubre* un segundo problema de gobierno entre el accionista mayoritario y los accionistas minoritarios derivado de la existencia de estructuras de control concentradas.

De esta manera, la estructura de propiedad cobra un gran protagonismo en aquellas economías, como la española, en las que la protección y salvaguardia de los derechos de propiedad no es tan sólida (LA PORTA *et al.*, 1998). La consecuencia de este fenómeno respecto a las entidades financieras es doble: por una parte el sector bancario se erige como piedra angular del sistema financiero frente a los mercados de capitales; y por otra parte, la propiedad del mismo se encuentra concentrada en manos de unos pocos accionistas de control. Pero, en nuestro país el papel de la estructura de propiedad y control en la banca cobra gran relevancia por dos razones adicionales. En primer lugar, porque una gran parte de las entidades bancarias que operan en España son no cotizadas¹, lo que incrementa la opacidad del sector y, al tiempo, la discrecionalidad de los accionistas de control; y en segundo lugar, por la importante participación de los bancos en el capital de las empresas no financieras de nuestro país (TEJERINA, 2006).

Por todo ello, parece cuanto menos sugerente esclarecer cuestiones tales como quién ejerce el control en estas entidades, a través de qué instrumentos o con cuántos derechos de propiedad mantiene dicho control con el fin de estudiar su efecto sobre los resultados de las entidades bancarias. El presente trabajo tiene como objetivo analizar la influencia de la estructura de propiedad y control, tanto en su dimensión cuantitativa (cuantía de derechos de propiedad y control) como cualitativa (naturaleza de los accionistas de control), sobre la eficiencia y rentabilidad de los bancos españoles para el período 1996-2004.

El estudio se estructura en tres grandes bloques desarrollados a partir de siete epígrafes diferentes. En un primer bloque se presenta el marco teórico de la investigación apoyado en la literatura *law and finance*. Así, en el primer epígrafe abordamos el origen de la banca desde un punto de vista histórico con el fin de determinar la importancia de las funciones que estas entidades desarrollan actualmente en la economía. En un segundo epígrafe definimos el problema de gobierno en banca al tiempo que planteamos un conjunto de hipótesis centradas en el efecto de la estructura de propiedad y control sobre los resultados de estas entidades. El segundo bloque se corresponde con la parte empírica del trabajo, en la que el epígrafe tercero presenta la muestra objeto de estudio y describe

¹ Del total de 70 bancos registrados en el Banco de España en diciembre de 2007 tan solo 14 cotizaban en Bolsa.

los pasos seguidos en la construcción de las cadenas de control de los bancos españoles; el epígrafe cuarto define el modelo así como la metodología utilizada para su contrastación; y los epígrafes quinto y sexto exponen los resultados del análisis descriptivo y explicativo respectivamente. El último bloque del trabajo se centra en presentar las conclusiones más relevantes de la investigación.

1. ALGUNOS RETAZOS DE HISTORIA: EL ORIGEN DE LA BANCA

Las primeras referencias a la existencia de una banca como tal se remontan a la Génova de los siglos XII y XIII. En esa época la denominación *bancherius* se reservaba exclusivamente a los cambistas de moneda. Su nombre deviene del hecho de que estos banqueros llevaban sus negocios sentados detrás de una mesa (*tabula*) o banco (*bancum*). Es por ello que los textos históricos se refieren al banco como la mesa que era guardada por el *bancherious* (De ROOVER, 1954). La primera función que desempeñaron estos bancos no fue la de tomar depósitos o prestar dinero, sino la de tasar y canjear las monedas procedentes de diferentes países y ciudades utilizadas para el pago de mercancías (TEICHOVA *et al.*, 1997; KOHN, 1999). Es decir, la existencia de asimetrías de información en el proceso de canje de monedas requirió la mediación de una tercera parte, un banquero-cambista, que redujera dichas asimetrías. Además, su surgimiento y expansión no fue fruto de la casualidad. Tras un período de atonía generalizada en el comercio europeo, el siglo XI conoció un auge de la actividad mercantil centrada en torno al Mediterráneo.

Los mercaderes itinerantes se relacionaban a través de las importantes ferias que se celebraban en la región francesa de Champagne (concretamente en las ciudades de Lagny, Bar, Provins y Troyes) que se extendían en el tiempo desde enero hasta octubre. El impacto de estas ferias en el desarrollo de las técnicas financieras fue clave. Como apunta KOHN (2001), en las transacciones locales la escasez de dinero en efectivo y los costes derivados de tasar las monedas en cada operación comercial incentivó la utilización del crédito entre los comerciantes de una misma comunidad. Las relaciones entre estos comerciantes locales se basaba en la confianza mutua y las transacciones se realizaban mediante anotaciones en sus libros de cuentas sin necesidad de acudir a una tercera parte. Sin embargo, esta práctica no era útil cuando se trataba de transacciones entre mercaderes venidos de otros países o ciudades, como ocurría en el caso de las ferias, donde la desconfianza mutua entorpecía la negociación. En estos casos, el comerciante depositaba su dinero en manos de uno de los banqueros de la feria que actuaba como intermediario para resolver tanto los problemas de *fidutia* como los posibles incumplimientos contractuales. El banquero medieval agrupaba el suficiente poder político, financiero y comercial de sus depositantes como para poder recuperar los préstamos concedidos (o descubiertos permitidos) en caso de incumplimiento (KINDLEBERGER, 1993). La forma institucional del banco permitía resolver estos problemas contractuales (RAJAN, 1998).

En cuanto a los contratos de depósito medievales, estos eran formalmente idénticos a los actuales, es decir, un depósito consistía en un derecho de deuda documentado mediante una anotación en el libro mayor del banquero, que era redimible en su totalidad o parcialmente bajo petición oral. Además era práctica común permitir descubiertos en las cuentas, lo que en definitiva suponía la concesión de crédito al comerciante. Tal y como relata GEOFFREY (1981), una vez que terminaba la feria comen-

zaban los pagos propiamente. Cada banquero sumaba los débitos y créditos de los distintos clientes y calculaba un único saldo pagadero, bien en efectivo o, a partir del siglo XIV, mediante letra de cambio. Los depósitos y las letras de cambio permitieron además eliminar parte del riesgo predatorio al que se enfrentaban los comerciantes en cada viaje al tiempo que se reducían los costes de transacción al tasar y valorar las monedas una única vez –cuando las depositaban en manos del banquero– y no en cada operación comercial. Solo era cuestión de tiempo que el depósito de monedas condujera al surgimiento de un sistema de pagos y compensaciones. Inicialmente, este sistema de pagos fue de ámbito local, es decir, entre bancos radicados en la misma ciudad, para lo cual cada banquero mantenía una cuenta abierta en el resto de bancos locales. Así, un cliente podía realizar pagos y transferencias a las cuentas de otros bancos de la misma ciudad sin recurrir al dinero en efectivo. El procedimiento se desarrollaba de modo que el cliente acudía a su banco con el acreedor y daba oralmente una orden para que fuera transferida una cantidad a la cuenta de este último. Pero la necesidad de transferir fondos entre comerciantes de distintas ciudades y países instó a los banqueros a buscar fórmulas alternativas a la orden oral. Y así surgió la letra de cambio que supuso una auténtica revolución en el comercio ya que permitió en la práctica el desarrollo de un mercado de préstamos evitando incurrir en el pecado de usura censurado por la Iglesia tanto católica como protestante ².

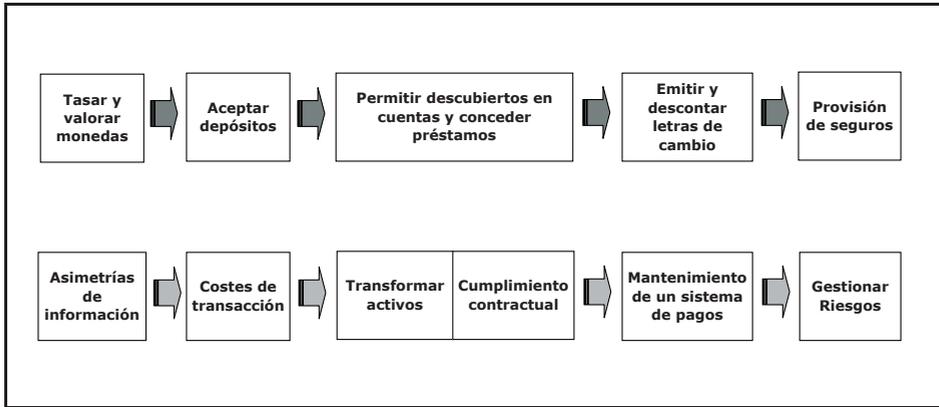
Esta red de pagos incentivó a los banqueros locales a expandir sus actividades y abrir agencias en los centros financieros más importantes. Hacia el 1300 las ferias de Champagne estaban ya en decadencia y el auge del comercio marítimo centró la actividad mercantil en torno a ciudades como Brujas, Amberes y, más tarde, Londres. Así, las cuatro grandes familias de banqueros de Florencia, los Bardi, los Peruzzi y los Acciaiuoli en el siglo XIV y los Médicis en el siglo XV, estuvieron presentes en todas ellas además de mantener oficinas en Florencia, París, Barcelona, Valencia, Mallorca, Aviñón, Venecia, Pisa, Génova, Sicilia, Nápoles y Chipre. La concentración en torno a estas ciudades de la actividad comercial y financiera determinó el nacimiento de las primeras Bolsas de comercio ³.

Por tanto, el negocio financiero de los primeros banqueros se basó, como apunta ABULAFIA (1997), no tanto en la toma de depósitos o en la concesión de créditos sino fundamentalmente en las comisiones por transferencias y tipos de cambio. Sin embargo, aunque la oferta de servicios financieros pueda aparentemente parecer reducida, estudios históricos nos muestran que también se llevaban a cabo, aunque con menor frecuencia, operaciones financieras con la finalidad de cubrir determinados riesgos.

Estos breves retazos de historia nos permiten corroborar que las funciones históricas descritas perviven actualmente a pesar de que no todas hayan mantenido la misma importancia a lo largo del tiempo (véase **gráfico 1**). Ha sido inevitable un proceso de evolución adaptativa a los factores históricos, económicos, legales y socioculturales del entorno en el que desarrollan su actividad. Ciertamente la tecnología, los servicios y productos ofertados han evolucionado, pero en esencia los intermediarios financieros continúan transformando activos, manteniendo y extendiendo redes de compensación y transferencia de dinero, reduciendo asimetrías de información, garantizando el cumplimiento de los contratos financieros y gestionando riesgos (MERTON Y BODIE, 2005).

² Las comunicaciones en Europa eran tan lentas que incluso cuando la letra era pagadera a la vista transcurría un tiempo considerable hasta su pago (el necesario para que la letra viajara del lugar de emisión al lugar de pago) lo que en la práctica equivalía a la concesión de un préstamo.

³ La primera Bolsa de comercio en la que se negociaban letras de cambio surgió en la ciudad de Brujas, hacia el 1400, frente a la casa de la familia Van der Beurze, con lo que la institución lleva su nombre.

GRÁFICO 1. Esquema evolutivo histórico de las funciones de las entidades bancarias.FUENTE: *Elaboración propia.*

Desde una perspectiva funcional, las entidades bancarias compiten con los mercados para proveer estas funciones dentro del sistema financiero de cada país. Una competencia que finalmente dirige el marco legal institucional. Así, mientras en los países con una alta salvaguarda de los derechos de propiedad son los mercados los protagonistas del sistema financiero, en los países con una menor protección de los mencionados derechos, las entidades bancarias tienen la hegemonía en la provisión de estas funciones.

2. EL PROBLEMA DE GOBIERNO EN BANCA A LA LUZ DEL ENFOQUE *LAW AND FINANCE*

El enfoque *law and finance* encuentra en el marco legal e institucional del país la génesis del problema de gobierno corporativo en una doble dimensión (LA PORTA *et al.*, 1998, 2000, 2002 y 2006; BECK *et al.*, 2001 y 2003; ROE, 2003; LEVINE, 2005). Por una parte, en aquellos países en donde las instituciones protegen de manera efectiva los derechos de propiedad (como sucede fundamentalmente en los países de tradición legal común⁴), se está creando el adecuado incentivo para que los inversores inviertan en el capital de las empresas, se desarrollen los mercados financieros y la propiedad se disperse y distribuya entre una multitud de pequeños accionistas. De ahí que el problema de gobierno básico en estos entornos adopte una *dimensión vertical* consecuencia del tradicional conflicto de agencia entre los accionistas y los directivos de la entidad. Por otra parte, en aquellos países en donde el grado de protección y salvaguarda de derechos no es tan efectivo (tal y como sucede en los países de tradición legal civilista⁵) la inversión se canaliza fundamentalmente a través de entidades finan-

⁴ Como países más representativos de esta tradición legal podríamos enumerar a Inglaterra, Irlanda, Estados Unidos, Canadá, Australia o Nueva Zelanda.

⁵ Análogamente, la tradición legal civilista engloba a países como Francia, España, Alemania, Italia, Holanda y la mayor parte de América Central y del Sur.

cieras al tiempo que la propiedad tiende a estar concentrada en manos de unos pocos accionistas como consecuencia del menor desarrollo de los mercados financieros. En este contexto, el problema de gobierno básico adopta una *dimensión horizontal* como resultado del conflicto de agencia entre el accionista mayoritario y una pléyade de accionistas minoritarios.

La investigación sobre el gobierno de la banca, si bien comparte la base conceptual aplicable a las empresas no financieras, presenta una serie de rasgos particulares derivados, en su mayor parte, de la propia naturaleza del negocio bancario. La literatura de referencia (PROWSE, 1997; ADAMS y MEHRAN, 2003; CAPRIO y LEVINE, 2002; MACEY y O'HARA, 2003; SALAS, 2003; DEVRIESE *et al.*, 2004; LEVINE, 2004b) resume de manera sintética estos rasgos en tres características diferenciales.

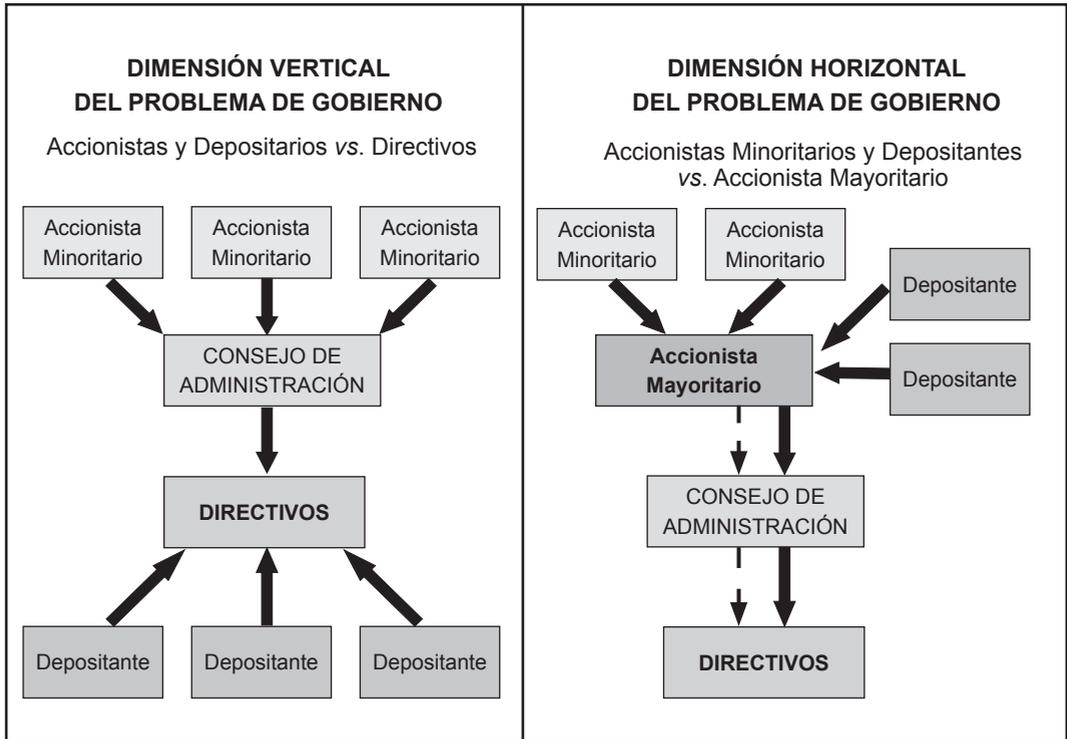
En primer lugar, las entidades financieras son, por lo general, más opacas a los ojos de los inversores externos al presentar un gran número de asimetrías de información. Entendiendo por opacidad la dificultad que tienen los partícipes externos para supervisar el comportamiento de los internos (LEVINE, 2004b) podemos aventurar que cuando la calidad de las inversiones crediticias no es observable fácilmente, el grado de ingeniería financiera es elevado, no existe un mercado de préstamos, la composición del riesgo de los activos puede alterarse más rápidamente que en la mayoría de las empresas no financieras, la principal consecuencia es que la expropiación de rentas a los partícipes por parte de los internos es más sencilla. Es decir, la opacidad hace más fácil y plausible para los directivos y accionistas mayoritarios manipular el consejo de administración y explotar los beneficios privados derivados del control ⁶ (CAPRIO y LEVINE, 2002). Pero la existencia de asimetrías de información en el sector bancario lleva consigo implicaciones adicionales. Entre ellas, (1) una mayor dificultad para que los accionistas y depositantes supervisen la labor de los directivos y/o el accionista mayoritario; (2) una menor probabilidad de tomas de control y, por tanto, un menor incentivo para mejorar la gestión, como consecuencia de la escasa información transmitida por la empresa a los mercados y (3) un mayor desconocimiento de los productos y servicios financieros que reduce el grado de competencia y conduce a posiciones monopolistas dado el peor funcionamiento del mercado de bienes y servicios.

En segundo lugar, mientras en las empresas no financieras los principales acreedores son a menudo entidades bancarias que juegan un papel clave a la hora de supervisar la actuación de la dirección o del accionista mayoritario, sin embargo, en las entidades financieras la figura del acreedor coincide con la del depositante. Estos depositantes, como en numerosas ocasiones ha señalado la literatura bancaria, carecen en general de la experiencia e incentivos suficientes para supervisar las actividades de la entidad bancaria. No tienen experiencia, porque se trata en su mayoría de economías domésticas que soportan importantes asimetrías de información. Y carecen de incentivos para controlar la actuación de los directivos y/o del accionista mayoritario, porque, por un lado, reciben una remuneración fija por sus depósitos y no tienen potestad sobre los derechos residuales económicos y, por otro lado, suelen presentar un problema de *free rider* al no existir depositantes lo suficientemente importantes como para

⁶ Siguiendo a COFFEE (2001) el concepto «beneficios privados de control» haría referencia «a todas aquellas vías través de las cuales aquellos que tienen el control de la empresa desvían a su favor beneficios que no comparten con el resto de accionistas, incluyendo (i) remuneraciones por encima del mercado, (ii) transacciones en su propio interés, (iii) información privilegiada y (iv) emisión de acciones con efecto dilución». No obstante, la definición más conocida, pero también más restrictiva, de este concepto fue acuñada por JOHNSON *et al.* (2000) cuando definieron el *tunnelling* como «la transferencia de recursos fuera de la compañía en beneficio del accionista controlador».

supervisar individualmente (FREIXAS y ROCHET, 1999; CAPRIO y LEVINE, 2002; DEVRIESE *et al.*, 2004). En este contexto, los depositantes son objetivo fácil para comportamientos expropiatorios, bien por parte de los directivos, bien por parte de los accionistas mayoritarios (véase **gráfico 2**).

GRÁFICO 2.



FUENTE: ROE (2003) y elaboración propia.

Y, en tercer lugar, e íntimamente ligada a la anterior, las entidades financieras presentan una estructura de capital con niveles de endeudamiento muy superiores a los de cualquier empresa no financiera. Como señalan MACEY y O'HARA (2003), los bancos habitualmente se financian en más de un 90% a través de deuda, un hecho insólito para una empresa industrial. Y la mayor parte de esa deuda toma la forma de depósitos bancarios. Esta situación genera un riesgo de insolvencia como consecuencia de la existencia de posibles pánicos bancarios (MACEY y O'HARA, 2003; SALAS, 2003). Es decir, mientras los recursos financieros del banco se encuentran en su mayor parte invertidos en activos ilíquidos, los depositantes pueden, sin embargo, exigir el reembolso de sus aportaciones en cualquier momento. Este *gap* financiero entre el pasivo (depósitos) y el activo (préstamos) del banco conlleva la existencia de un claro riesgo de insolvencia o iliquidez en el caso de que los depositantes decidan retirar sus fondos al mismo tiempo.

Las tres características enumeradas junto con las importantes externalidades negativas asociadas a las quiebras bancarias han conducido a que las entidades financieras se encuentren sometidas

a una regulación muy intensa lo que constituye en sí mismo un aspecto crucial para el gobierno de las mismas. El establecimiento de un seguro de depósitos que garantiza a cada depositante una cierta cantidad monetaria en caso de quiebra, la imposición de coeficientes mínimos de capital y solvencia, el establecimiento de restricciones en el mercado de control corporativo (fusiones y adquisiciones), a la creación de nuevas entidades y a la toma de participaciones significativas por parte de un inversor o la exigencia de honorabilidad comercial y profesional de estos accionistas con participaciones significativas son solo algunos ejemplos de medidas que, entre otros objetivos, tratan de minimizar los problemas inherentes al negocio bancario.

Pero, sea cual fuere la forma en que se instrumenta la regulación el hecho es que es indudable que afecta a los mecanismos de gobierno de los bancos, tanto en su eficacia como en su diseño. Ciertamente, la regulación bancaria no parece alterar las dimensiones básicas del problema de gobierno ya que el grado de protección de los derechos de propiedad sigue determinando la dimensión vertical y horizontal del problema en cada país, si bien se ha de incluir entre los partícipes con mayor riesgo de expropiación también a los depositantes. En este sentido, el estudio de CAPRIO *et al.* (2007) es muy revelador al concluir, para una muestra mundial de 244 bancos, que la regulación y supervisión bancarias no logran compensar los efectos expropiatorios que se detectan en países con escasa protección de los derechos de los inversores. En otras palabras, la regulación no modifica la dimensión del problema de gobierno. Es más, los autores encuentran asimismo que, de manera análoga a los resultados obtenidos para empresas no financieras (LA PORTA *et al.*, 2002), los países con bajos niveles de protección legal de los derechos de los inversores cuentan con entidades bancarias con menores valores de mercado.

No obstante lo anterior, la regulación bancaria sí parece modificar el grado de efectividad de los distintos mecanismos de gobierno. En este sentido, las restricciones antes enumeradas afectan no solo a la estructura de propiedad como mecanismo de gobierno sino también al mercado de control corporativo y, por extensión, al consejo de administración. Entre otras disposiciones, las restricciones a la toma de participaciones en el capital de una entidad, a los procesos de fusión y/o absorción, o al nombramiento de los miembros del consejo de administración son medidas que limitan la competencia (CAPRIO y LEVINE, 2002), debilitan el mercado de control corporativo (PROWSE, 1997b) y condicionan la composición de los consejos de administración (ADAMS y MEHRAN, 2005 y COOK *et al.*, 2004). Las mencionadas restricciones legales también dificultan la acumulación de derechos de control en manos de un único accionista impidiendo el funcionamiento como mecanismo de gobierno de la concentración de propiedad en el problema «directivos frente a accionistas y depositantes»; y en el conflicto «accionista mayoritario frente a accionistas minoritarios y depositantes», estas barreras a la entrada de nuevos accionistas permiten la consolidación del control ejercido por el accionista mayoritario preexistente.

Junto al efecto de la regulación sobre la efectividad de los mecanismos de gobierno, la literatura sobre banca también ha puesto de manifiesto la importancia de los fenómenos de sustitución y complementariedad en estas entidades. El grado de disciplina que el sistema de gobierno ejerce depende no solo de la efectividad de cada mecanismo tomado individualmente, sino del conjunto global de mecanismos que, interactuando entre sí, se complementan y/o sustituyen. Y esta efectividad está relacionada directamente con el problema de gobierno planteado como consecuencia del diferente marco legal e institucional del país. A este respecto, la evidencia empírica sobre los fenómenos de complementariedad y sustitución en banca permite extraer las siguientes conclusio-

nes. En primer lugar, parece demostrarse que la estructura de propiedad actúa como un mecanismo sustitutivo del consejo de administración (BOOTH *et al.*, 2002 y BELKHIR, 2005). Ciertamente este último resultado no es sorprendente si atendemos al enfoque *law and finance* y, por extensión, a los distintos problemas de gobierno evidenciados. En aquellos países en los que los inversores carecen de una fuerte protección legal de sus derechos y el problema de gobierno adopta una dimensión horizontal, el consejo de administración se torna poco eficiente a la hora de resolver este problema al estar controlado por el accionista de control. En estos casos, la estructura de propiedad adquiere un papel relevante como mecanismo mitigador del comportamiento oportunista de este accionista a través tanto de la acumulación de derechos de *cash flow* del propio accionista de control, como de la presencia de accionistas mayoritarios adicionales (CAPRIO *et al.*, 2007; MAURY y PAJUSTE, 2005). Y viceversa, en los países que cuentan con un marco legal e institucional que protege sólidamente los derechos de los inversores, el problema de gobierno atiende a un conflicto entre directivos y accionistas por lo que el consejo de administración se convierte en el principal mecanismo para minimizar la discrecionalidad directiva. Adicionalmente, y en este mismo sentido, el mercado de control corporativo será más activo y, por ende, más relevante para corregir comportamientos oportunistas en los países con un problema de gobierno de dimensión vertical. Por tanto, distintos problemas de gobierno conducen a distintos mecanismos de solución, prevaleciendo la estructura de propiedad y control en los países de tradición legal civilista, mientras el consejo de administración y el mercado de control corporativo actúan con mayor eficiencia en los países de tradición legal común.

En definitiva, podemos concluir que en las entidades financieras si bien no puede hablarse de problemas de gobierno esencialmente diferentes a los abordados para las empresas no financieras, sí es posible identificar divergencias en cuanto a la efectividad de los distintos mecanismos que persiguen su solución o minimización. Divergencias que tienen su origen tanto en la regulación bancaria como en el marco legal e institucional y que modifican de manera específica la efectividad de la tríada de mecanismos de gobierno claves en este sector, esto es, la estructura de propiedad, el mercado de control corporativo y el consejo de administración.

2.1. La estructura de propiedad y el control piramidal en las entidades bancarias.

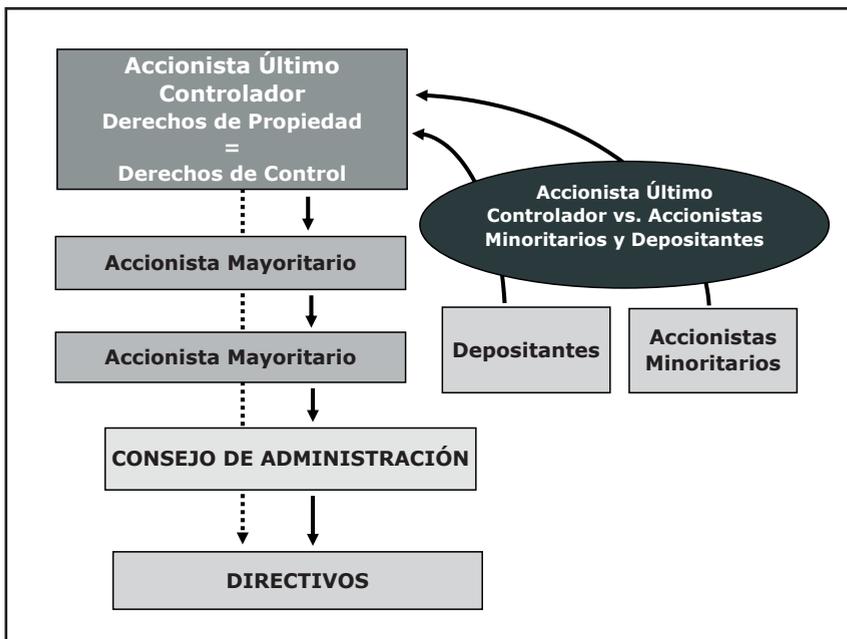
Si bien el efecto de la estructura de propiedad sobre el valor corporativo ha sido un tema recurrente en la literatura sobre gobierno (HANNAN y MAVINGA, 1980; GLASSMAN y RHOADES, 1980; AKELLA y GREEBAUM, 1988; ALLEN y CEBENOYAN, 1991; GORTON y ROSEN, 1995) en los últimos años el *redescubrimiento*⁷ de los instrumentos a través de los cuales los accionistas mayoritarios ejercen su control ha puesto en evidencia que la propiedad corporativa no es tan dispersa como en principio se creía. La utilización de acciones con diferentes derechos de voto, la creación de complejas estructuras piramidales o de participaciones cruzadas vulneran el conocido principio «una acción-un voto» (GROSSMAN y HART, 1988) y permiten a un accionista controlar *en la sombra* la sociedad mientras mantienen una participa-

⁷ *Redescubrimiento* porque, pese a que para algunos autores haya pasado inadvertido, el estudio de BERLE y MEANS (1932) puso ya el énfasis en que el 21% de las empresas estadounidenses eran controladas a través de instrumentos legales que permitían la diferenciación entre derechos de control y de propiedad –estructuras piramidales y acciones sin derechos de voto–.

ción limitada en su propiedad (BEBCHUCK *et al.*, 2000). Aunque la utilización de estos tres instrumentos se ha generalizado, no obstante, son las estructuras piramidales y las participaciones cruzadas las más extendidas alrededor del mundo (LA PORTA *et al.*, 1999; LEVINE, 2005). En este contexto, la «metodología de cadenas de control» se ha convertido en una herramienta muy útil a la hora de poner al descubierto estas estructuras piramidales lo que contribuye a esclarecer el estudio de los beneficios privados de control y sus efectos sobre el valor de la empresa. Es preciso aclarar que la *extracción de beneficios privados de control* no requiere de la existencia de estructuras piramidales al igual que la existencia de estructuras piramidales *per se* no implica expropiación de recursos. No obstante, la evidencia empírica parece demostrar que, en países con escasa protección legal, las pirámides constituyen el principal instrumento a través del cual los accionistas mayoritarios controlan la empresa y desvían recursos en su propio beneficio (CLAESSENS *et al.*, 2000; ALMEIDA y WOLFENZON, 2005; MORCK *et al.*, 2005).

La clave de la metodología de cadenas de control estriba en que cuando el primer accionista del banco es una sociedad, el análisis continúa con la identificación de los principales accionistas de esta última. Establecido previamente un porcentaje mínimo de derechos para considerar a un accionista como accionista controlador –habitualmente situado en el 10% o 20%– el objetivo consiste entonces en repetir este proceso de identificación a medida que se desciende por la cadena de control hasta que se logra llegar al accionista último controlador, esto es, al accionista que realmente ejerce el control en la entidad (véase **gráfico 3**).

GRÁFICO 3. Dimensión horizontal del problema de gobierno con cadenas de control.



FUENTE: *Elaboración propia.*

La aplicación de esta metodología, estrechamente vinculada al surgimiento del enfoque *law and finance*, ha revolucionado los estudios sobre estructura de propiedad en una doble vertiente. Por una parte, ha puesto de manifiesto la hegemonía mundial del problema de gobierno corporativo de *dimensión horizontal* que parece tener como protagonistas incuestionables a las empresas familiares (véase **tabla 1**). Así lo demuestra el estudio de LA PORTA *et al.* (1999) cuando encuentra que el 76% de las grandes empresas de su muestra cuentan con un accionista que ostenta al menos un 10% de los derechos de control. En cuanto a la naturaleza de este accionista último, destacan las familias y las administraciones públicas como propietarias del 35% y el 20% de las empresas, respectivamente. Porcentajes parecidos obtienen los escasos estudios existentes centrados en entidades financieras (CAPRIO *et al.*, 2007). En este caso, los resultados son más sorprendentes dado que los trabajos precedentes no basados en la metodología de cadenas de control habían mostrado que la dispersión de propiedad en estas entidades era mayor que en las empresas no financieras (ALLEN y CEBENOVAN, 1991; PROWSE, 1995).

TABLA 1.

ACCIONISTAS DE CONTROL ALREDEDOR DEL MUNDO					
Comparativa a través de estudios que utilizan la metodología de cadenas de control					
Estudio	Muestra	Años	Último Propietario		
			Global	Familias	Admón.
LA PORTA <i>et al.</i> (1999)	Mundial (Grandes empresas)	1995	76%	35%	20%
	Mundial (Pequeñas empresas)		89%	53%	16%
CLAESSENS <i>et al.</i> (2000)	Este Asiático	1996	97%	67%	8%
FACCIO y LANG (2002)	Europa Occidental (empresas no fras.)	1999	64%	48%	5%
	Europa Occidental (empresas fras.)		60%	26%	3%
GADHOUM <i>et al.</i> (2005)	EEUU (empresas no fras.)	1996	60%	25%	0%
BARONTINI y CAPRIO (2006)	Europa Continental (empresas no fras.)	1999-2001	83%	53%	8%
CAPRIO <i>et al.</i> (2007)	Mundial (entidades financieras)	2001	70%	34%	14%
ESTUDIOS CON MUESTRAS DE EMPRESAS ESPAÑOLAS					
CAPRIO <i>et al.</i> (2007)	Submuestra Española (entidades financieras)	2001	80%	40%	10%
SANTANA y AGUIAR (2006)	España (empresas no fras. cotizadas)	1996-2002	88%	52%	2%

FUENTE: *Elaboración propia.*

Y, por otra parte, la metodología de cadenas de control no solo ha puesto al descubierto la existencia y naturaleza de los accionistas últimos que ejercen su poder a través de participaciones cruzadas y estructuras piramidales sino que adicionalmente ha introducido una nueva dimensión en el estudio de la estructura de propiedad al computar de manera individualizada los derechos de control (o derechos de voto) y los derechos de *cash flow* (o derechos de propiedad como tales) del mismo. Esta última aportación ha permitido resolver la tradicional controversia respecto a la influencia de la concentración de propiedad sobre el valor corporativo mostrando los diferentes efectos que sobre el mismo tiene la concentración de derechos de *cash flow* y de derechos de control.

2.2. El efecto de la estructura de propiedad y control sobre los resultados de la banca.

La literatura financiera referenciada en el apartado anterior ha aportado nueva luz al problema de gobierno corporativo. De esta manera, los resultados muestran que mientras los derechos de control son un buen indicador del grado de atrincheramiento del accionista último en el poder, los derechos de *cash flow* son, por el contrario, un indicador del grado en que el accionista último internaliza los costes de sus decisiones y, por ende, de su incentivo a no expropiar rentas. De ahí que el accionista último soporte en menor medida los costes de sus acciones cuantos mayores derechos de control ostente respecto a sus derechos de *cash flow*, por lo que la diferencia entre ambos derechos se convierte, a su vez, en un indicador de su incentivo a extraer beneficios privados. También la naturaleza del accionista último es un factor importante para caracterizar la estructura de propiedad de una empresa. En otras palabras, la estrategia, el comportamiento de la empresa y, por ende, sus resultados, varían dependiendo de si el principal accionista es una administración pública o una familia, entre otras posibilidades. Por último, los trabajos más recientes parecen contrastar que la existencia de más de un accionista de control reduce los beneficios privados asociados a la expropiación.

a) El grado de separación entre los derechos de control y de *cash flow* del último accionista.

Cuando los derechos de voto del último accionista exceden sus derechos de *cash flow*, este obtiene un control de la entidad superior al que le correspondería como consecuencia de su mera participación en la propiedad del banco. Esta discrepancia de derechos quiebra la regla «una acción, un voto» y anticipa un agravamiento del tradicional problema de gobierno accionista mayoritario-accionistas minoritarios (y depositantes) al contar el primero con el poder necesario para la toma de decisiones estratégicas en la empresa al tiempo que limita la responsabilidad que asume por dichas decisiones a unos derechos de *cash flow* de cuantía inferior a sus derechos de control. En esta situación la literatura financiera ha contrastado que cuanto mayor es la diferencia entre los derechos de *cash flow* y los derechos de voto del último accionista de control, mayores son los costes de agencia soportados por la entidad (BEBCHUCK *et al.*, 2000). Unos costes de agencia que encuentran fundamentalmente su origen en la extracción de beneficios privados por parte del accionista último y que, a la postre, conducirán a pérdidas en los niveles de eficiencia y rentabilidad de la entidad bancaria (CLAESSENS *et al.*, 2002; LINS, 2003; MAURY y PAJUSTE, 2005; LAEVEN y LEVINE, 2005; BARONTINI y CAPRIO, 2006; VILLALONGA y AMIT, 2006). Expuesto así, podemos proponer la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1: *Cuanto mayor sea la diferencia entre los derechos de control y los derechos de cash flow del último accionista menores serán la rentabilidad y la eficiencia del banco.*

b) Los derechos de control en manos del último accionista.

A pesar de que la evidencia empírica acerca del efecto sobre el valor corporativo de la acumulación de derechos de control en manos del accionista último es escasa, los trabajos referenciados (CLAESSENS *et al.*, 2002; LINS, 2003) parecen contrastar la existencia de una relación negativa. En el ámbito

bancario, si bien el estudio de CAPRIO *et al.* (2007) no contrasta un efecto significativo al respecto, los autores tampoco ofrecen ninguna explicación de tal resultado. Por tanto, nuestro argumento básico entronca con la literatura anteriormente referenciada sobre estructura de propiedad y control para entidades no financieras tal que, la concentración de derechos de control incentiva el *atrincheramiento* del accionista último en su posición de poder, lo que conduce a un mayor riesgo de expropiación a accionistas minoritarios y depositantes a través de la extracción de beneficios privados de control. De esta manera, cuanto mayores sean los derechos de control del último accionista, mayor será su incentivo a expropiar y, como consecuencia, la rentabilidad y eficiencia del banco se verán negativamente afectadas. Por tanto, a la vista de lo expuesto podemos proponer la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: *Cuanto mayores sean los derechos de control en manos del último accionista menores serán la eficiencia y la rentabilidad del banco.*

c) La naturaleza del último accionista.

La literatura sobre estructura de propiedad ha señalado en numerosas ocasiones la importancia de la identidad del accionista de control, tanto en la configuración del problema de gobierno, como en su influencia sobre el valor corporativo (CLAESSENS *et al.*, 2002; MAURY y PAJUSTE, 2005; BARONTINI y CAPRIO, 2006; VILLALONGA y AMIT, 2006). En este sentido, los trabajos que han abordado esta dimensión *cualitativa* de la propiedad han centrado su atención, por su especial singularidad y relevancia, en las familias y las administraciones públicas como accionistas de control.

Los estudios anteriormente referenciados han mostrado la preponderancia mundial de las familias como accionistas últimos. Sin embargo, el efecto del control familiar sobre el valor del banco es una cuestión controvertida. La evidencia empírica al respecto no es, desde luego, unánime. Por una parte, razones como una mayor preocupación por la supervivencia de la entidad en la siguiente generación, un mayor interés por el mantenimiento de una reputación cara a terceras partes y un horizonte de inversión temporal guiado por el largo plazo inducen a considerar un efecto positivo sobre el valor corporativo (ANDERSON y REEB, 2003; MORCK y YEUNG, 2003). Pero, por otra parte, existe el riesgo de que la familia utilice su control para perseguir beneficios privados con el consiguiente efecto negativo sobre el valor de la entidad (LA PORTA *et al.*, 1999; FACCIO *et al.*, 2001; CLAESSENS *et al.*, 2002). Sin embargo, aunque la evidencia empírica es aparentemente contradictoria, parece contrastar la existencia de un efecto positivo de la familia como accionista de control en Estados Unidos (VILLALONGA y AMIT, 2006) y los países de Europa Continental (MAURY y PAJUSTE, 2005; BARONTINI y CAPRIO, 2006) frente al efecto negativo evidenciado en los países asiáticos (CLAESSENS *et al.*, 2002; YEH y WOIDTKE, 2005). Expuesto así, proponemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3a: *Una familia como último accionista de control ejercerá una influencia positiva sobre la rentabilidad y la eficiencia del banco.*

La evidencia empírica respecto al efecto sobre el valor del banco de las administraciones públicas como accionistas de control es más homogénea al contrastar, casi unánimemente, la existencia de una influencia negativa (ALTUNBAS *et al.*, 2001; MICCO *et al.*, 2004; BERGER *et al.*, 2005). La con-

secución de intereses políticos induce a las administraciones públicas a tomar decisiones no guiadas por criterios de eficiencia económica lo que finalmente repercute de forma negativa sobre los resultados de la entidad bancaria. En palabras de LA PORTA *et al.* (2002), «*este tipo de propiedad politiza el proceso de asignación de recursos y reduce la eficiencia*». En consecuencia, podemos formular la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3b: *Una administración pública como último accionista de control ejercerá una influencia negativa sobre la rentabilidad y la eficiencia del banco.*

d) *Los derechos de cash flow del último accionista.*

A medida que los derechos de *cash flow* del último accionista controlador aumentan, su incentivo a extraer beneficios privados disminuye. La justificación de esta proposición se basa en el argumento de que cuanto mayores sean los derechos de *cash flow* en manos del accionista controlador, *ceteris paribus* los derechos de control, más internalizará y soportará este los costes de sus acciones y, por ende, menor será su incentivo efectivo a expropiar (CLAESSENS *et al.*, 2002; LEMMON y LINS, 2003; LAEVEN y LEVINE, 2005; CAPRIO *et al.*, 2007). Al hilo de nuestra argumentación, podemos proponer la siguiente hipótesis:

Hipótesis 4: *Cuanto mayores sean los derechos de cash flow en manos del último accionista de control mayores serán la rentabilidad y la eficiencia del banco.*

e) *La contestación al control del último accionista.*

La literatura financiera ha demostrado que la expropiación a los accionistas minoritarios es menor en aquellas empresas en las que el control resulta más disputado (BLOCH y HEGE, 2001; EDWARDS y WEICHENRIEDER, 2004; MAURY y PAJUSTE, 2005). Como explican estos autores, cuando la posición del accionista mayoritario no es tan preeminente como para conseguir por sí solo el control de la empresa, cobra gran relevancia el concurso de otros accionistas, lo cual dificulta la discrecionalidad del principal accionista y reduce los beneficios privados a extraer. En este sentido, la evidencia empírica ha contrastado que el valor de la entidad aumenta con la presencia de un segundo accionista significativo (GUTIÉRREZ y TRIBÓ, 2004; DOIDGE *et al.*, 2005). Adicionalmente, la dispersión del control en manos de los accionistas minoritarios no significativos constituye también un factor relevante a la hora de contestar al accionista último (LAEVEN y LEVINE, 2005). De esta forma, cuanto mayor sea el poder de control que acumulen los accionistas minoritarios, más necesario será que el accionista último tenga en cuenta sus intereses al tomar decisiones, lo que incidirá positivamente sobre los resultados de la entidad bancaria. Expuesto así, podemos proponer las siguientes hipótesis:

Hipótesis 5a: *La presencia de un segundo accionista de control influirá positivamente sobre la rentabilidad y la eficiencia del banco.*

Hipótesis 5b: *Cuanto mayor sea el poder de voto de los accionistas minoritarios mayores serán la rentabilidad y la eficiencia del banco.*

3. MUESTRA, FUENTES DE INFORMACIÓN Y CONSTRUCCIÓN DE CADENAS DE CONTROL

Tal y como hemos venido apuntando, la investigación centra su análisis en los bancos españoles. Los trabajos enmarcados en el enfoque *law and finance* han constatado en nuestro país un problema de gobierno de dimensión horizontal por lo que la estructura de propiedad y control asume un protagonismo clave. Este protagonismo se acrecienta en el caso de las entidades bancarias no solo por las importantes funciones que desarrollan en el marco de nuestro sistema financiero sino también porque gran parte de las mismas no cotizan y, por tanto, su estructura de propiedad y control permanece oculta a los ojos de los depositantes.

Por ello, la población objeto de la presente investigación abarca la totalidad de los bancos comerciales operativos en España durante el período 1996-2004. Tomando como referencia de partida el registro oficial de entidades financieras del Banco de España, la base de datos ha quedado conformada por 583 observaciones correspondientes a un total de 80 entidades diferentes durante un período de nueve años.

Para construir las cadenas de control e identificar al último accionista de los bancos españoles hemos consultado múltiples fuentes de información. En primer lugar, hemos utilizado la información publicada por las propias entidades (financieras y no financieras), a través de sus memorias anuales y de sus webs. En segundo lugar, como fuente alternativa hemos recurrido a los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁸ para las entidades cotizadas españolas y sus homólogos extranjeros para las entidades cotizadas extranjeras (la Security Exchange Commission Estadounidense, el Conseil des Marchés Financiers Francés o la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa Italiana, etc.). En aquellos casos en los que no hemos podido obtener toda la información necesaria para completar las cadenas de propiedad acudimos a las bases de datos *Informa*, *SABI*, *BankScope* y *Amadeus* comercializadas por la empresa Bureau Van Dijk. En última instancia, agotadas las fuentes de información anteriores, consultamos la base de datos de información de prensa *Baratz*. Por su parte, la información económico-financiera se obtuvo de las memorias anuales publicadas por la Asociación Española de Banca.

La metodología utilizada en la construcción de las cadenas de control es la propuesta, entre otros, por LA PORTA *et al.* (1999) y CAPRIO *et al.* (2007). Estos autores consideran que una empresa tiene un último propietario cuando posee directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto superior a un nivel de control previamente establecido. Habitualmente, la literatura de empresas no financieras utiliza umbrales del 10 y el 20%. Sin embargo, puesto que la especial regulación de las entidades bancarias fomenta estructuras de propiedad más diluidas (que requieren de un menor porcentaje de derechos voto para su control) en nuestro estudio adoptamos un umbral mínimo del 5%. Adicionalmente, para considerar a un accionista de control como tal requerimos que esté representado en el consejo de administración de la sociedad. Intentamos de

⁸ Los registros de propiedad oficiales publicados por la CNMV no fueron considerados primera fuente de información en orden de preferencia debido a que detectamos numerosos errores y omisiones en los mismos.

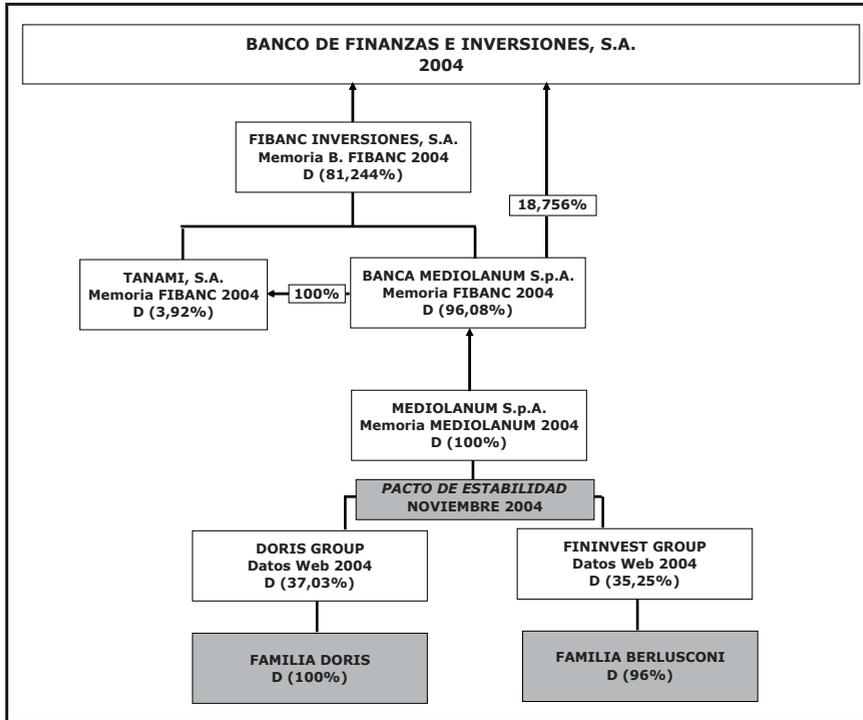
esta manera discernir entre los accionistas que ostentan participaciones con fines especulativos y de inversión, de los accionistas que mantienen inversiones con fines de control. En el caso de las entidades bancarias esta apreciación es especialmente relevante al participar en su accionariado numerosos fondos y bancos de inversión que, sin embargo, no suelen tener presencia en el consejo de administración.

Una vez construidas las cadenas de control, identificamos al último propietario y clasificamos los bancos en función de su naturaleza en los siguientes tipos (véase **tabla 1** del anexo): (1) *banco sin accionista de control*: si no existe último propietario; (2) *de propiedad familiar*: si existe último accionista controlador y se trata de un individuo o familia; (3) *de propiedad pública*: si el último propietario es una administración pública; (4) *banco de propiedad dispersa*: si el último propietario es un banco sin accionistas de control; (5) *cajas de ahorros*: si el último propietario es una caja de ahorros; (6) *cooperativas y mutualidades*: si el último accionista es una cooperativa o una entidad mutualista; (7) *sindicatura de accionistas*: si el último accionista es una sindicatura conformada por accionistas de distinta naturaleza e inscrita como tal en el registro correspondiente; (8) *entidad no financiera de propiedad dispersa*: si el último propietario es una empresa sin accionistas de control; (9) *misceláneo*: si el último accionista no pertenece a ninguna de las categorías anteriores (fundaciones, empleados, directivos, etc).

Un ejemplo: Banco de Finanzas e Inversiones:

Para ilustrar de manera práctica la metodología de cadenas proponemos a continuación el cálculo de los derechos de *cash flow* y de control del *Banco de Finanzas e Inversiones S.A.*, un pequeño banco español perteneciente a nuestra muestra (véase **gráfico 4**). Si consideramos en dicho banco solo los accionistas inmediatos o de primer nivel, concluiremos que el banco tiene dos propietarios: Fibanc Inversiones S.A. con el 81,2% del capital y Banca Mediolanum con el 18,75%. Pero si continuamos el análisis podemos observar que la empresa Fibanc Inversiones es propiedad al 100% de Banca Mediolanum S.p.A. (directamente e indirectamente a través de la empresa Tanami, S.A.). Descendiendo aún más por la cadena averiguamos que Mediolanum S.p.A. es la empresa que ostenta el 100% del capital de Banca Mediolanum. Y, culminado la cadena, encontramos que Doris Group y Fininvest Group –propiedad de la familia Doris y de la familia Berlusconi respectivamente–, controlan conjuntamente y mediante pacto de accionistas (de naturaleza familiar) el 72,28% del capital de Mediolanum S.p.A. Por tanto, podemos concluir que las familias Doris y Berlusconi son los accionistas últimos del *Banco de Finanzas e Inversiones*.

GRÁFICO 4.



FUENTE: *Elaboración propia.*

Para calcular los derechos de voto y de *cash flow* que ostentan conjuntamente ambas familias sobre el *Banco de Finanzas e Inversiones* es preciso identificar previamente el número de cadenas a través de las cuales ejercen dicho control. En nuestro caso diferenciamos dos: la primera sigue el recorrido familias Doris y Berlusconi → Mediolanum S.p.A. → Banca Mediolanum → *Banco de Finanzas e Inversiones*; la segunda cadena de control está conformada por el recorrido familias Doris y Berlusconi → Mediolanum S.p.A. → Banca Mediolanum → FIBANC Inversiones → *Banco de Finanzas e Inversiones*.

La literatura financiera en la que se enmarca esta metodología establece que los derechos de *cash flow* se calculan como el producto de los porcentajes de propiedad a lo largo de la cadena de control. En nuestro caso, la cuantía total de derechos de *cash flow* en manos de las dos familias asciende a 70,87%, esto es, el fruto de la suma del producto de las participaciones de propiedad de la cadena 1 [$13,29\% (70,87\% \times 100\% \times 18,756\%)$] y de la cadena 2 [$57,57\% [70,87\% \times 100\% \times (96,08\% + (100\% \times 3,92\%))] \times 81,244\%$]. En términos más sencillos, si el *Banco de Finanzas e Inversiones* repartiera dividendos, las familias Doris y Berlusconi se harían con el 70,87% de los mismos.

Por su parte, los derechos de control de ambas familias ascienden conjuntamente al 100%. Las familias controlan las dos empresas que directamente poseen al *Banco de Finanzas e Inversiones S.A.* y sus derechos de control se calculan como la suma de 81,24% y el 18,76% que coinciden con los por-

centajes del primer eslabón de la cadena. Aunque parezca un contrasentido esta manera de computar los derechos de control recibe la denominación de *principio del último eslabón* (LA PORTA *et al.*, 1999; 2002; LAEVEN y LEVINE, 2005; CAPRIO *et al.*, 2007). En definitiva, según la metodología de cadenas de propiedad podemos concluir que las familias Doris y Berlusconi son los accionistas últimos del *Banco de Finanzas e Inversiones* el cual controlan con unos derechos de voto del 100% (18,756% + 81,244%) al tiempo que ostentan unos derechos de *cash flow* del 70,87% (13,29% + 57,57%).

4. MODELO, VARIABLES Y METODOLOGÍA

Atendiendo a las hipótesis planteadas, el modelo empírico objeto de contrastación puede expresarse de la siguiente manera:

$$\text{PERFORM}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{RSEPD1}_{it} + \beta_2 \text{C1}_{it} + \beta_3 \text{FAMILY}_{it} + \beta_4 \text{ADMN}_{it} + \beta_5 \text{CF1}_{it} + \beta_6 \text{EX2ACTA}_{it} + \beta_7 \text{OCEAN}_{it} + \beta_8 \text{PRESTAT}_{it} + \beta_9 \text{PASFP}_{it} + \beta_{10} \text{LOGACT}_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde el subíndice *i* identifica a la empresa, el subíndice *t* indica el período y ε_{it} es la perturbación aleatoria.

Las variables independientes (*RSEPD*, *C1*, *FAMILY*, *ADMN*, *CF1*, *EX2ACTA* y *OCEAN*) y de control utilizadas (*PRESTAT*, *PASFP* y *LOGACT*) han sido calculadas tal y como se recoge en la **tabla 2**.

TABLA 2. Definición de variables.

Nombre	Descripción	Autores
Hipótesis 1		
RSEPD1_{it}	Cociente entre el porcentaje de derechos de <i>cash flow</i> y el porcentaje de derechos de control en manos del último accionista de control	Faccio, Lang y Young (2001) Lins (2003) Laeven y Levine (2005) Yeh y Woitke (2005) Maury y Pajuste (2005) *
Hipótesis 2		
C1_{it}	Derechos de control en manos del último accionista	Claessens, Djankov, Fan y Lang (2002) Lins (2003) Doidge, Karolyi, Lins, Miller y Stulz (2005) Yeh y Woitke (2005) Caprio, Laeven y Levine (2007)
Hipótesis 3		
FAMILY_{it}	Variable <i>dummy</i> que toma valor uno si la naturaleza del último accionista es una familia y cero en caso contrario	Laeven y Levine (2005) Maury y Pajuste (2005) Barontini y Caprio (2006) Villalonga y Amit (2006) Caprio, Laeven y Levine (2007)
.../...		

.../...		
ADMON _{it}	Variable <i>dummy</i> que toma valor uno si la naturaleza del último accionista es una administración pública y cero en caso contrario	Micco, Panizza y Yañez (2004) Bonin, Hasan y Wachtel (2005) Berger, Clarke, Cull, Kappler y Udel (2005) Caprio, Laeven y Levine (2007)
Hipótesis 4		
CF1 _{it}	Derechos de <i>cash flow</i> en manos del último accionista	Claessens, Djankov, Fan y Lang (2002) LLSV (2002) Maury y Pajuste (2005) Laeven y Levine (2005) Barontini y Caprio (2006) Caprio, Laeven y Levine (2007)
Hipótesis 5		
EX2ACTA _{it}	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si solo existe un único accionista significativo (con más del 5% de los derechos de control) y 0 en caso contrario	Faccio, Lang y Young (2001) ⁺ Doidge, Karolyi, Lins, Miller y Stulz (2005) ⁺ Gutiérrez y Tribó (2004) ⁺ Yeh y Woitke (2005)
OCEAN _{it}	Índice de poder de voto Shapley-Milnor (1978) del conjunto de accionistas minoritarios para <i>juegos oceánicos</i> (<i>oceanic games</i>). Su valor está comprendido entre 0 y 1. A mayor valor mayor poder de voto de los accionistas minoritarios %.	Boubaker (2003) Laeven y Levine (2005)
Variables de Control		
PRESTAT _{it}	Cociente entre los préstamos concedidos y los activos totales de la entidad	Pi y Timme (1993) Berger y Mester (1997) Bonin, Hasan y Wachtel (2005)
PASFP _{it}	Cociente entre el pasivo total y los fondos propios del banco	Pastor (1996) Bonin, Hasan y Wachtel (2005) * Pi y Timme (1993) Das y Ghosh (2004)
LOGACT _{it}	Logaritmo neperiano de los activos totales del banco	Bonin, Hasan y Wachtel (2005) Doidge, Karolyi, Lins, Miller y Stultz (2005) Barontini y Caprio (2006)
*: El estudio utiliza la variable invertida.		
+: El estudio utiliza el porcentaje del 10% de derechos de control.		
%: Se considera accionista minoritario aquel que ostenta derechos de control inferiores al 5%.		

El cálculo de la variable dependiente (*PERFORM*) requiere, sin embargo, de una mayor atención ya que ha sido calculada de tres formas alternativas⁹. En primer lugar, siguiendo el estudio de BERGER y MESTER (1997), hemos utilizado el cociente entre los costes totales y los activos totales de

⁹ La utilización de valores de mercado no fue posible dado que una gran parte de las entidades bancarias de la muestra no cotizaban en Bolsa.

la entidad (BERGER), tal que cuanto mayor es su valor, menor es la eficiencia del banco. En segundo lugar, hemos utilizado el cociente entre el beneficio neto y los activos totales de la entidad (*ROA*), conocido habitualmente como *Return On Assets* (PI y TIMME, 1993; DAS y GHOSH, 2004; BARONTINI y CAPRIO, 2006). En este caso, mayores valores de la variable *ROA* se corresponden con mayores rentabilidades.

Y, finalmente, hemos introducido una última variable de *performance* (*DEA*) que aproxima la eficiencia en costes del banco a través del cálculo de una determinada función de costes estimada mediante un método no paramétrico determinista denominado *DEA* (*Data Envelopment Analysis*) utilizado ampliamente en numerosos estudios sobre banca (FERRIER y LOVELL, 1990; MAUDOS *et al.*, 2000). El resultado es la construcción de una frontera eficiente conformada por los bancos más eficientes en costes que toman el valor 1. Estos bancos establecen la referencia para el resto de entidades, cuya eficiencia es comparada y medida en relación a la frontera creada. En este caso, mayores valores de la variable (comprendida entre 0 y 1) indican mayores niveles de eficiencia. Nuestro estudio sigue el trabajo de PASTOR (1996) para el cálculo de dicha frontera ¹⁰.

En cuanto a la metodología, nuestra base de datos combina observaciones de una misma empresa en distintos momentos, conformando un panel de datos y, por consiguiente, las estimaciones se han efectuado aplicando datos de panel con efectos dinámicos (ARELLANO y BOND, 1991). La estimación a través del Método Generalizado de Momentos (GMM) cuenta con dos ventajas fundamentales. En primer lugar, permite el adecuado tratamiento de la denominada heterogeneidad inobservable constante que hace referencia a aquellas particularidades específicas de cada empresa que se mantienen a lo largo del tiempo. Y, en segundo lugar, la metodología GMM permite resolver el problema de la endogeneidad, esto es, cuando algunas variables explicativas son a su vez explicadas por la variable dependiente. La estimación del modelo se ha llevado a cabo utilizando la metodología GMM en dos etapas con el paquete estadístico STATA 9.2.

5. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DESCRIPTIVO

La **tabla 3** muestra los accionistas últimos de los bancos españoles aplicando la metodología de cadenas de control. Una primera aproximación a los datos expuestos permite apreciar que durante el período de tiempo objeto de estudio, por término medio, aproximadamente el 97% de los bancos españoles ha tenido un accionista de control último. Estos resultados apoyan nuestra proposición de partida tal que, en los bancos españoles, inmersos en una tradición legal civilista, el problema de gobierno latente entre, por un lado, el accionista de control y, por otro lado, los accionistas minoritarios y los depositantes, eclipsa al tradicional problema de gobierno entre accionistas y directivos.

¹⁰ Los *inputs* utilizados en nuestro estudio para calcular la eficiencia fueron el número de empleados (*X1*) y el activo inmovilizado (*X2*). El precio del *input* trabajo se obtuvo como la ratio entre los gastos de personal y el número de empleados, y el del factor capital, como el cociente entre los gastos generales y de amortizaciones divididos por el activo inmovilizado. Por su parte, los *outputs* considerados fueron el volumen de créditos concedidos por el banco (*Y1*), el total de depósitos recibidos (*Y2*), el número de oficinas (*Y3*) y el total de fondos invertidos en valores de renta fija, variable, en deuda del Estado así como en depósitos en bancos centrales (*Y4*).

TABLA 3. Naturaleza del accionista último.

	N. Obs	Porcentaje
Bancos sin accionista de control	19	3,26%
Bancos con accionista de control	564	96,74%
Total bancos	583	100,00%
Bancos con un segundo accionista de control	163	27,96%
Bancos cuyo accionista de control es un/una:		
Banco de propiedad dispersa	106	18,18%
Familia	150	25,73%
Caja de ahorros	66	11,32%
Administración pública	57	9,78%
Sindicatura de accionistas	65	11,15%
Cooperativa o mutualidad	60	10,29%
Empresa no financiera de propiedad dispersa	18	3,09%
Misceláneo	42	7,20%
Bancos totales	583	100%

El análisis en detalle de los accionistas identificados a través de la metodología de cadenas de control permite apreciar la existencia de naturalezas muy diversas, si bien las familias asumen el papel preponderante. Por término medio (datos agrupados), casi el 26% de los bancos españoles tienen a una familia como accionista de control. Destacan a continuación, en orden de importancia, las instituciones financieras, en concreto los bancos que tienen como accionista último a otro banco de propiedad dispersa (18%) y las cajas de ahorros (11%). Finalmente, con porcentajes ligeramente inferiores, se encuentran las sindicaturas de accionistas (11%), las cooperativas y mutualidades (10%), las administraciones públicas (10%) y, por último, las empresas no financieras de propiedad dispersa (3%).

Estos datos ponen de manifiesto la importancia en España de los bancos controlados por familias. Además, este resultado se sitúa en la misma línea que el obtenido por el estudio de CAPRIO *et al.* (2007) quienes, para su muestra de entidades bancarias españolas, encuentran que el 40% tiene como accionista de control a una familia. Asimismo, cabe destacar el papel significativo de las cajas de ahorros como accionistas de control de bancos. Ello viene a ratificar la importancia que estas instituciones tienen en el sector bancario español –en el que detentan en torno al 50% del mercado de préstamos y depósitos– operando no solo bajo su característica forma jurídica sino también como sociedades anónimas bancarias.

La **tabla 4** presenta los estadísticos descriptivos correspondientes a la acumulación de derechos de control y de *cash flow* del último accionista, a la ratio de separación entre ambos derechos así como al poder de voto de los accionistas minoritarios.

TABLA 4. Estructura de propiedad y control.

	C1	CF1	RSEPD1	OCEAN
Media	76,83%	45,39%	63,24%	0,11
Desviación típica	31,89%	39,77%	42,75%	0,23
Mínimo	5,14%	0,06%	0,14%	0,00
Máximo	100,00%	100,00%	152,90%	0,92

Si examinamos los datos expuestos en la tabla, podemos observar que existe un alto grado de concentración de la propiedad. Más del 45% de los derechos de *cash flow* de los bancos españoles se encuentra en manos de un accionista último de control. La concentración de los derechos de control es aún más elevada, aproximándose al 77%. Estos resultados a pesar de haber sido obtenidos utilizando un umbral de derechos de control del 5%, proporcionan valores significativamente superiores a los obtenidos por el estudio de CAPRIO *et al.* (2007)—un 17,9% para los derechos de *cash flow* y un 31,60% para los derechos de control—. Esta elevada concentración de derechos de control en manos del último accionista se relaciona directamente tanto con la inexistencia de un segundo accionista significativo en la mayor parte de los bancos (véase **tabla 3**), como con el reducido poder de voto correspondiente a los accionistas minoritarios (medido a través de la variable OCEAN en la **tabla 4**).

Asimismo, la **tabla 4** presenta los valores correspondientes al cociente entre los derechos de *cash flow* y los derechos de control del último accionista. Dicha ratio ha sido utilizada en numerosos estudios como una *proxy* del incentivo a expropiar. En este sentido, un mayor valor de la ratio se corresponde con un menor nivel de incentivo a expropiar. En otras palabras, un valor del 100% para esta ratio significaría que los derechos de control y de *cash flow* coinciden y, por tanto, no existiría incentivo a expropiar derivado de la separación de ambos derechos. Ello no implica, no obstante, la inexistencia de incentivo a expropiar por parte del accionista de control; tan solo que el incentivo es menor para este cuando sus derechos de control coinciden con sus derechos de *cash flow*.

El *gap* entre los derechos de control y de *cash flow* antes aludido tiene su reflejo en una relativamente baja ratio de separación de derechos, que se sitúa en el 63%. Este valor no difiere excesivamente del obtenido para la muestra de bancos españoles por CAPRIO *et al.* (2007) establecido en un 56,6%. Por tanto, en los bancos españoles el problema de gobierno entre el accionista último y los accionistas minoritarios y, por extensión, los depositantes, se agrava como consecuencia de la existencia de una importante divergencia entre sus derechos de *cash flow* y sus derechos de control. Esta divergencia, fruto de la utilización de estructuras piramidales, es consistente con la idea de que cuando la protección legal al inversor es escasa, como ocurre en España, el incentivo a desviar recursos por parte del accionista último es mayor (ALMEIDA y WOLFENZON, 2005). Todo ello nos permite aventurar la existencia de un alto riesgo de extracción de beneficios privados por parte del accionista último que tendrá su reflejo, entre otras variables financieras, en una menor rentabilidad y eficiencia de la entidad.

Como información adicional, la **tabla 2** del anexo muestra los estadísticos descriptivos de las variables dependientes que miden la rentabilidad y eficiencia bancarias así como de las variables de control incluidas en el modelo a contrastar.

6. RESULTADOS DEL ANÁLISIS EXPLICATIVO

Con el ánimo de controlar la existencia de posibles problemas de multicolinealidad presentamos en la **tabla 3** del anexo la matriz de correlaciones de las variables del modelo así como los resultados del test de multicolinealidad VIF (Variance Inflation Factor) correspondiente a las variables independientes. Este test indica el grado en que cada variable independiente es explicada por otras variables independientes y su interpretación es tal que valores cercanos a la unidad se asocian a un bajo índice de multicolinealidad (HAIR *et al.*, 2001). Como podemos apreciar, el valor medio del test para el modelo global se sitúa en un 4,67 señalando la existencia de un problema de multicolinealidad. Centrándonos en los valores individuales del test para cada variable, apreciamos que el problema (VIF mayor de dos) se establece entre las variables C1, RSEPD1, CF1, OCEAN y EX2ACTA. Estas tres últimas presentan unos coeficientes de correlación respecto a la variable C1 del 43%, -83% y -64%, respectivamente. Por su parte, la correlación entre la variable CF1 y RSEPD1 es también muy elevada al establecerse cerca del 73%. Esta es la razón por la que optamos por estimar dos modelos diferentes configurados a partir del modelo global presentado:

MODELO 1

$$\text{PERFORM}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{RSEPD1}_{it} + \beta_2 \text{C1}_{it} + \beta_3 \text{FAMILY}_{it} + \beta_4 \text{ADMN}_{it} + \beta_5 \text{PRESTAT}_{it} + \beta_6 \text{PASFP}_{it} + \beta_7 \text{LOGACT}_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde el subíndice i identifica a la empresa, el subíndice t indica el período y ε_{it} es la perturbación aleatoria.

MODELO 2

$$\text{PERFORM}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CF1}_{it} + \beta_2 \text{FAMILY}_{it} + \beta_3 \text{ADMN}_{it} + \beta_4 \text{EX2ACTA}_{it} + \beta_5 \text{OCEAN}_{it} + \beta_6 \text{PRESTAT}_{it} + \beta_7 \text{PASFP}_{it} + \beta_8 \text{LOGACT}_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde el subíndice i identifica a la empresa, el subíndice t indica el período y ε_{it} es la perturbación aleatoria.

El factor medio de inflación de la varianza de cada modelo, que aparece expuesto igualmente en la **tabla 3** del anexo, se sitúa ahora en 1,21 y 1,29 respectivamente, no encontrándose ningún valor VIF individual mayor de 2.

Una vez especificados los modelos, presentamos en la **tabla 5** los resultados de las estimaciones llevadas a cabo para las tres medidas de *performance* anteriormente definidas. En referencia a la primera hipótesis, podemos apreciar cómo los coeficientes de la variable RSEPD1 son estadísticamente significativos con las tres medidas de resultados utilizadas, lo que confirma que una mayor separación entre los derechos de *cash flow* y de control del último accionista afecta negativamente a la *performance* de los bancos comerciales. En concreto, en la ecuación con la variable dependiente BERGER el coeficiente negativo de la variable se interpreta tal que, mayores valores de la misma

(es decir, menores diferencias entre ambos y, por ende, un menor incentivo a expropiar) se corresponden con menores valores de la ratio BERGER (es decir, una mayor eficiencia del banco). Estos resultados quedan igualmente corroborados en la estimación para las variables dependientes DEA y ROA, en donde el coeficiente positivo de la variable RSEPD1 se interpreta tal que mayores valores de la misma (como ya aclaramos, menor incentivo a expropiar) se corresponden con mayores valores de DEA y ROA (es decir, mayor eficiencia y rentabilidad del banco).

Las pirámides de propiedad y las participaciones cruzadas proporcionan al accionista último unos derechos de control superiores a los que le corresponderían por su participación en el capital de la entidad. Ello incrementa, por tanto, su incentivo a extraer beneficios privados de control en detrimento de los intereses del resto de aportantes de recursos financieros, lo que finalmente se refleja en unos menores resultados de la entidad. Así quedaría contrastada la primera de nuestras hipótesis.

La variable asociada a los derechos de voto en manos del accionista último también presenta coeficientes significativos para las medidas de resultados, tal que cuanto mayor es el porcentaje de derechos de voto en manos del accionista último (C1), menor es su eficiencia (mayor ratio BERGER y menores valores de DEA) y rentabilidad (menor ROA). De esta manera, también se contrasta la segunda de nuestras hipótesis planteadas, esto es, que mayores derechos de control en manos del accionista último también son un incentivo a extraer beneficios privados lo que minora los resultados del banco.

Por lo que respecta a las hipótesis relativas a la identidad del último accionista (H3a y H3b) los resultados no permiten aseverar que una familia o una administración pública como accionistas de control influyan sobre la rentabilidad y eficiencia del banco. En cuanto a la familia, si bien es cierto que los coeficientes de la variable FAMLY son estadísticamente significativos para los modelos estimados con las variables dependientes BERGER y ROA. Sin embargo, cuando empleamos la variable DEA esta significatividad no se mantiene. Análogamente, el coeficiente de la variable ADMON toma significatividad cuando se contrasta empleando las variables ROA Y DEA pero no cuando la variable a explicar es la ratio BERGER de eficiencia en costes.

En cuanto a los derechos de *cash flow* del accionista último podemos evidenciar que actúan como mecanismo de autocontrol al contrastarse un efecto positivo sobre los resultados del banco. A medida que el accionista de control aumenta sus derechos de propiedad, asume un mayor porcentaje del coste de las acciones que él mismo toma, lo que no solo atenúa su incentivo a expropiar, sino que incrementa su incentivo a gestionar eficientemente el banco. Podemos concluir, por tanto, que estos resultados contrastarían la cuarta hipótesis planteada.

TABLA 5. *Resultados de la estimación del modelo.*

Coefficientes y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación de las hipótesis mediante el procedimiento GMM en dos etapas. BERGER es la ratio entre los costes totales y los activos totales del banco; DEA es la variable de eficiencia calculada a través de una frontera eficiente; ROA es la ratio entre el beneficio neto y los activos totales del banco; RSEPD1

es la ratio de derechos de *cash flow* entre derechos de control del último accionista; C1 es el porcentaje de derechos de control del último accionista; ADMON es una variable *dummy* que toma valor 1 si el accionista último es una administración pública y 0 en caso contrario; FAMLY es una variable *dummy* que toma valor 1 si el accionista último es una familia y 0 en caso contrario; CF1 es el porcentaje de derechos de *cash flow* del último accionista; EX2ACTA es una variable *dummy* que toma valor 1 si existe un segundo accionista con al menos un 5% de derechos de control y 0 en caso contrario; OCEAN es el índice de poder de voto Shapley-Minor (1978) del conjunto de accionistas minoritarios para *juegos oceánicos*; PRESTAT es la ratio de préstamos a clientes entre activos totales del banco; PASFP es la ratio del pasivo total entre los fondos propios del banco; LOGACT es el logaritmo neperiano de los activos totales. El test de Wald proporciona el contraste de la hipótesis de nulidad de todos los coeficientes salvo el término constante; AR1 es el test de autocorrelación de primer orden, H_0 : ausencia de autocorrelación de primer orden; AR2 es el test de autocorrelación de segundo orden, H_0 : ausencia de autocorrelación de segundo orden. El test de Hansen de sobreidentificación de instrumentos señala la validez de los mismos, H_0 : los instrumentos no están correlacionados con los residuos. *** Indica un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%.

Variable	BERGER		DEA		ROA	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2
RSEPD1	-0,020 *** (0,003)	—	0,157 *** (0,017)	—	0,012 *** (0,001)	—
C1	0,019 *** (0,003)	—	-0,244 *** (0,042)	—	-0,007 *** (0,002)	—
ADMON	-0,000 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,029 *** (0,011)	-0,025 * (0,014)	-0,003 ** (0,001)	-0,003 *** (0,001)
FAMLY	-0,005 *** (0,002)	-0,006 *** (0,001)	-0,025 (0,022)	-0,049 (0,032)	0,002 *** (0,001)	0,000 (0,001)
CF1		-0,016 *** (0,002)		0,086 *** (0,022)	—	0,009 *** (0,001)
EX2ACTA		-0,009 *** (0,001)		0,033 * (0,020)	—	0,003 * (0,001)
OCEAN		-0,025 *** (0,005)		0,288 *** (0,082)	—	0,026 *** (0,002)
PRESTAT	-0,050 *** (0,005)	-0,042 *** (0,006)	0,022 (0,020)	0,193 *** (0,042)	0,025 *** (0,004)	0,035 *** (0,004)
PASFP	-0,001 *** (0,000)	-0,001 *** (0,000)	0,002 *** (0,000)	0,001 *** (0,000)	0,001 *** (0,000)	0,001 *** (0,000)
LOGACT	-0,002 *** (0,000)	-0,001 ** (0,001)	0,105 *** (0,007)	0,088 *** (0,006)	-0,003 *** (0,000)	-0,003 *** (0,000)
Cons	0,111 *** (0,009)	0,114 *** (0,009)	-0,945 *** (0,122)	-0,992 *** (0,095)	0,024 *** (0,007)	0,008 (0,006)
N. Obs. (N. grupos)	564 (79)	564 (79)	559 (78)	559 (78)	564 (79)	564 (79)
.../...						

.../...						
Test Wald	624,91	247,96	327,52	67,32	132,71	91,50
(valor p)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
AR1	-2,58	-2,53	-1,05	-1,36	-1,68	-1,90
(valor p)	(0,010)	(0,011)	(0,293)	(0,175)	(0,092)	(0,058)
AR2	-0,37	-0,61	0,24	0,00	1,10	1,08
(valor p)	(0,708)	(0,544)	(0,808)	(0,997)	(0,273)	(0,280)
Test Hansen	66,37	64,43	64,72	64,06	59,65	56,14
(valor p)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)

Las estimaciones asociadas a las variables de contestación al accionista último también se presentan estadísticamente significativas. Así, el hecho de que el accionista último no sea el único accionista de control influye positivamente sobre la *performance* del banco. De esta manera, podemos confirmar que la presencia de un segundo accionista ejerce una labor disciplinaria sobre las decisiones del principal accionista, lo que finalmente repercute en una mayor eficiencia de la entidad.

En cuanto al grado de contestación al último accionista opuesto por los accionistas minoritarios (H5b), los resultados de nuestras estimaciones permiten corroborar una relación directa con la *performance* del banco, tal que cuanto mayor es su poder de voto, mayor es la rentabilidad y eficiencia de la entidad.

Solo queda referir los resultados obtenidos respecto a las variables de control. En cuanto a la variable PRESTAT, se contrasta que cuanto más orientado esté el negocio del banco hacia la concesión de préstamos y créditos, mayor es su rentabilidad y eficiencia. Por su parte, la variable PASFP muestra igualmente unos coeficientes estadísticamente significativos tal que, a menor cuantía de fondos propios, mayor apalancamiento del banco y, como consecuencia, mayores resultados. Finalmente, los resultados respecto al tamaño del banco no son concluyentes. Si bien cuando la variable a explicar es la eficiencia en costes (BERGER y DEA) contrastamos un efecto directo sobre la misma (a mayor tamaño, mayor eficiencia), cuando la variable dependiente es la rentabilidad económica del banco (ROA), el efecto evidenciado es, justamente, el contrario (a mayor tamaño, menor rentabilidad). Ello parece indicar que la consecución de un mayor tamaño va asociado a reducciones en los costes del banco en mayor medida que a incrementos en sus beneficios.

7. CONCLUSIONES

Nuestra primera conclusión gira en torno al problema de gobierno evidenciado en los bancos españoles. Un problema que, atendiendo a los resultados descritos, encuentra su *leitmotiv* en dos cuestiones relacionadas con la asignación de los derechos de propiedad: la elevada acumulación de derechos de control y la importante disparidad detectada entre los derechos de control y de *cash flow* del accionista último. Desde esta perspectiva, los resultados de nuestra investigación empírica, por una parte, delatan a la estructura de control como fuente de ineficiencia y ponen en tela de juicio la

efectividad de los actuales mecanismos de gobierno en los bancos españoles; y, por otra parte, parecen entrar en contradicción con las investigaciones que señalan a nuestro sistema bancario como uno de los más eficientes del mundo.

En cuanto al último aspecto reseñado, hemos de advertir que la contradicción apuntada es tan solo aparente. El hecho de que nuestro sistema bancario sea uno de los más eficientes del mundo no garantiza *per se* la inexistencia en el mismo de fuentes de ineficiencia. Y, atendiendo a los resultados contrastados, la estructura de control sería una de esas fuentes.

Identificado así el problema de gobierno de los bancos españoles en su doble vertiente de acumulación de derechos de control y disparidad de estos con los derechos de propiedad, la solución más inmediata al mismo pasaría por corregir dicha disparidad así como por dispersar el control del banco. Ambas medidas abogan de hecho por la alteración de la estructura de propiedad y control del banco y enlazan directamente con la evidencia encontrada en nuestro estudio acerca de la importancia de los derechos de *cash flow* del accionista último, la presencia de más de un accionista de control y la existencia de accionistas minoritarios. Mas precisamente, mientras el incremento de derechos de *cash flow* del accionista último afecta principalmente a la minimización de la disparidad entre derechos, la contestación al control por parte de un segundo accionista así como la acumulación de derechos de control por parte de accionistas minoritarios atañen a la dispersión del control del banco.

Frente al problema de la disparidad de derechos, la preservación de la regla «una acción, un voto» no es una propuesta novedosa, aunque sí controvertida. Para CUERVO (2002) la protección de los derechos de los accionistas debería centrarse en el cumplimiento de este principio como mejor garantía para la consecución de la eficiencia. Ello nos llevaría, en primera instancia, a recomendar al regulador la supresión en los bancos españoles de todos aquellos instrumentos que impliquen una separación de derechos, en especial las estructuras piramidales de control. Sin embargo, una medida de estas características carecería de efectividad en la práctica. Ante esta tesitura, nuestra recomendación en segunda instancia incide en la necesidad de exigir una mayor transparencia informativa en todo lo atinente a estas estructuras de control piramidales con el fin de facilitar la supervisión por parte no solo del regulador sino también de los restantes inversores privados.

En cuanto al segundo problema de ineficiencia detectado en los bancos españoles, esto es, la existencia de un accionista con elevados derechos de control, la dispersión del control parece la solución más directa, si bien su aplicación es compleja. No solo porque, como ya hemos reiterado a lo largo de esta investigación, la estructura de propiedad y control de los bancos españoles es una cuestión estructural que involucra factores como la tradición legal del país o el grado de protección y salvaguarda de los derechos de propiedad; sino porque su articulación solo podría llevarse a cabo a través de una regulación todavía más restrictiva e intervencionista que debilitaría, aun en mayor medida, la efectividad del mercado de control corporativo. Además, la apuesta por la dispersión del control supone asumir implícitamente que el problema de gobierno de dimensión vertical redundaría en menores costes de agencia, lo cual no deja de ser, a la luz del estado actual de la cuestión, una afirmación cuanto menos discutible.

La búsqueda de soluciones al problema de la concentración de derechos de control no es, pues, una cuestión sencilla y, a nuestro juicio, debería comenzar, no tanto por transformar la dimensión del

problema –de horizontal a vertical– como por minimizar sus efectos. Nuestra reflexión camina por derroteros que enlazan directamente con el incremento en el grado de supervisión de las actividades de estas entidades así como con la mejora en la efectividad de algunos mecanismos de gobierno como el mercado de control corporativo, para intentar paliar el problema latente de expropiación.

En este sentido compartimos la opinión de CAPRIO *et al.* (2007), expresada asimismo en los acuerdos de Basilea II, respecto a la necesidad de incentivar la supervisión privada de las entidades de crédito como primera medida para paliar los posibles comportamientos oportunistas. Sin embargo, el ejercicio efectivo de este tipo de supervisión requiere del cumplimiento de una condición imprescindible a la que ya hemos hecho referencia anteriormente, transparencia informativa, y de una condición conveniente, un efectivo mercado de control corporativo. En cuanto a la transparencia informativa, si bien hemos avanzado en los últimos años con la obligatoriedad de publicar las memorias anuales, los estatutos o el informe de gobierno corporativo esta debería extenderse a la totalidad de entidades bancarias y no solo a las que emiten valores en el mercado. Asimismo, en el marco de esta mayor transparencia, el sector bancario debería contar con un código de buen gobierno adaptado a las especiales características de su negocio, esto es, con importantes externalidades económicas y con los depositantes como principales aportantes de fondos. Dicho código debería tener en cuenta que el principal problema de gobierno de los bancos españoles estriba en la existencia de un accionista que posee elevados derechos de control. En este contexto, el objetivo pasaría por buscar o incentivar un equilibrio entre la potestad del accionista mayoritario para ejercer el control y su responsabilidad para con los restantes partícipes de la entidad, en especial depositantes y accionistas minoritarios.

Y respecto al mercado de control corporativo, pese a ser el mejor instrumento para garantizar una supervisión efectiva, parece que la renuncia al intervencionismo y la supresión de las restricciones que ahogan su libre funcionamiento plantea problemas de muy distinta índole. Pero cualesquiera sean las reticencias ante el mercado de control corporativo, es innegable que su eficiencia es consustancial tanto a la cotización como a la liquidez de las acciones de la entidad, magnitudes ambas que dependen críticamente del ejercicio por parte del accionista último de sus derechos de control.

En definitiva, las soluciones expuestas no son sencillas ni únicas, pero ello no debe ser una excusa para eludir el problema de gobierno evidenciado en los bancos españoles, esto es, que la acumulación de derechos de control así como la quiebra de la regla «una acción, un voto» por parte del accionista último inciden negativamente sobre su eficiencia y rentabilidad económica. A nuestro entender, esta evidencia constituye la principal aportación de la presente investigación. Los resultados de nuestro estudio empírico descansan en la utilización de la metodología de cadenas de control para identificar al accionista último de los bancos españoles –esta sería nuestra segunda aportación al estado del arte– y arrojan luz sobre un aspecto del mismo que enlaza directamente con la recomendación del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea acerca de la necesidad de una mayor transparencia informativa en cuanto atañe a la estructura de propiedad de las entidades bancarias.

En el tintero quedan futuras investigaciones que esclarezcan los factores que configuraron las estructuras de propiedad concentrada, evidenciadas en nuestro estudio; el papel de las familias como propietarias de entidades financieras en España y, en términos comparados, el que juegan en otros entornos legales e institucionales; así como la influencia de la estructura de propiedad y control sobre la política de dividendos de los bancos.

Bibliografía

- ABUFALIA, D. [1997]: «The Impact of Italian Banking in the Late Middle Ages and the Renaissance, 1300-1500», *Banking, Trade and Industry. Europe, America and Asia from the Thirteenth to the Twentieth Century*, ed. TEICHOVA, A., HENTENRYK, G.K. y ZIEGLER, D., Cambridge University Press, United Kingdom.
- ADAMS, R. y MEHRAN, H. [2003]: «Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?», *Economic Policy Review* 9 (1), págs.123-142.
- [2005]: «Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry», *SSRN Working Paper* n.º 302593.
- AKELLA, S. R. y GREENBAUM, S. I. [1988]: «Savings and loan ownership structure and expense-preference», *Journal of Banking and Finance* 12, págs. 419-437.
- ALLEN, F. y CEBENOYAN, A. S. [1991]: «Bank acquisitions and ownership structure: theory and evidence», *Journal of Banking and Finance* 15, págs. 425-448.
- ALLEN, F. y GALE, D. [2001]: «Comparative Financial Systems: A Survey», *Wharton School Center for Financial Institutions Working Paper* n.º 01-15.
- ALMEIDA y WOLFENZON [2005]: «A Theory of Piramidal Ownership and Family Business Groups», *SSRN Working Paper* n.º 721801.
- ALTUNBAS, Y.; EVANS, L. y MOLYNEUX, P. [2001]: «Bank Ownership and Efficiency», *Journal of Money, Credit and Banking* 33(4), págs. 926-954.
- ANDERSON, R. y REEB, D. [2003]: «Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500», *Journal of Finance* 58, págs. 1.301-1.329.
- ARELLANO, M. y BOND, S. [1991]: «Some tests of specification for panel data, Monte Carlo evidence and an application to employment equation», *Review of Economic Studies* 58, págs. 277-297.
- ARELLANO, M. [2003]: *Panel data econometrics*, Oxford University Press, Oxford.
- BARONTINI, R. y CAPRIO, L. [2006]: «The Effect of Ownership structure and Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe», *European Financial Management* 12 (5), págs. 689-723.
- BASILEA, Comité de Supervisión Bancaria [2006]: Informe «La Mejora del Gobierno Corporativo en Organizaciones Bancarias».
- BECHUCK, L.; KRAAKMAN, R. y TRIANTIS, G. [2000]: «Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash flow Rights», *Concentrated Corporate Ownership*, ed. R. MORCK, págs. 445-460.
- BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y R. LEVINE [2001]: «Law, Politics, and Finance», *World Bank Policy Research Working Paper* n.º 2585.
- [2003]: «Law, Endowments, and Finance», *Journal of Financial Economics* 70, págs. 137-181.
- BELKHIR, M. [2005]: «Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Banking», *SSRN Working Paper* n.º 604523.
- BERGER, A. N. y MESTER, L. J. [1997]: «Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?», *Journal of Banking and Finance* 21, págs. 895-947.

- BERGER, A.N.; CLARKE, G.R.G.; CULL, R.; KLAPPER, L.F. y UDELL, G.F. [2005]: «Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership», *World Bank Policy Research Working Paper* n.º 3632.
- BERLE, A. y MEANS, G. [1932]: *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- BLOCH, F. y HEGE, U. [2001]: «Multiple Shareholders and Control Contest», *Groupement de Recherche en Économie Quantitative d'Aix-Marseille*, Document de Travail n.º 01A16.
- BONIN, J. P.; HASAN, I. y WACHTEL, P. [2005]: «Bank Performance, Efficiency and Ownership in Transition Countries», *Journal of Banking and Finance* 29, págs. 31-53.
- BOOTH, J.R.; CORNETT, M.M. y TEHRANIAN, H. [2002]: «Boards of Directors, Ownership, and Regulation», *Journal of Banking and Finance* 26 (10), págs. 1.973-1.996.
- BOUBAKER, S. [2003]: «Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France», *Institut de Recherche en Gestion*, Cahier de Recherche.
- CAPRIO, G. y LEVINE, R. [2002]: «Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations», documento presentado en *The Global Corporate Governance Forum Research Network Meeting*, abril 5.
- CAPRIO, G.; LAEVEN, L. y LEVINE, R. [2007]: «Governance and Bank Valuation», *Journal of Financial Intermediation* 16, págs. 584-617.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. y LANG, L. [2000]: «The separation of Ownership and Control in East Asian Corporations», *Journal of Financial Economics* 58, págs. 81-112.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. y LANG, L. [2002]: «Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings», *Journal of Finance* 57, págs. 2.741-2.771.
- COFFEE, J.C. [2001]: «The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control», *Columbia Law Scholl Working Paper* n.º 182.
- COOK, D.; HOGAN, A. y KIESCHNICK, R. [2004]: «A Study of the Corporate Governance of Thrifts», *Journal of Banking and Finance* 28 (6), págs. 1.247-1.271.
- CUERVO, A. [2002]: «Corporate Governance Mechanisms: A plea for less Code of Good Governance and More Market Control», *Corporate Governance: An International Review* 10 (2), págs. 84-93.
- DAS, S. y GHOSH, A. [2004]: «Corporate Governance in Banking System», *Economic and Political Weekly* 20, págs. 1.263-1.266.
- De ROOVER, R. [1954]: «New Interpretations of the History of Banking», *Cahiers D'Historie Mondiale* 2, págs. 38-76.
- DEVRIESE, J.; DEWATRIPONT, M.; HEREMANS, D. y NGUYEN, G. [2004]: «Corporate Governance, Regulation and Supervision of Banks», *Financial Stability Review* 2004, National Bank of Belgium.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, A.; LINS, K. A.; MILLER, D. y STULZ, R. M. [2005]: «Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision», *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper* n.º 11162.
- EDWARDS, J. y WEICHENRIEDER, A. [2004]: «Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany», *German Economic Review* 5, págs. 143-171.
- FACCIO, L. y LANG, L. [2002]: «The Ultimate Ownership of Western European Corporations», *Journal of Financial Economics* 65, págs. 365-395.
- FACCIO, L.; LANG, L. y YOUNG, L. [2001]: «Dividends and Expropriation», *American Economic Review* 91, págs. 54-78.
- FERRIER, G. y LOVELL, C. A. K. [1990]: «Measuring cost efficiency in banking: Econometric and linear programming evidence», *Journal of Econometrics* 46, págs. 229-245.

- FREIXAS, X. y ROCHET, J. C. [1999]: *Economía Bancaria*, ed. BBV y Antoni Bosch.
- GADHOUM, Y.; LANG, L. y YOUNG, L. [2005]: «Who Controls US?», *European Financial Management* 11 (3), págs. 339-363.
- GEOFFREY, P. [1981]: «El surgimiento de las Finanzas Modernas en Europa (1500-1730)» en *Historia Económica de Europa (2) Siglos XVI y XVII*, ed. Carlo M. CIPOLLA, Ariel Historia.
- GLASSMAN, C.A. y RHOADES, S.A. [1980]: «Owner vs. Manager control effects on bank performance», *Review of Economics and Statistics* 62, págs. 263-270.
- GORTON, G. y ROSEN, R. [1995]: «Corporate control, portfolio choice, and the decline of banking», *The Journal of Finance* 5, págs. 1.377-1.420.
- GROSSMAN, S. y HART, O. [1988]: «One share-one vote and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics* 20, págs. 175-202.
- GUTIÉRREZ, M. y TRIBÓ, J.A. [2004]: «Private benefits extraction in closely-held corporations: The case for multiple large shareholders», *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper* n.º 53/2004
- HAIR, J.F. [2001]: *Análisis Multivariante*, Ed. Prentice-Hall.
- HANNAN, T.H. y MAVINGA, F. [1980]: «Expense Preference and Managerial Control: The Case of the Banking Firm», *Bell Journal of Economics* 11, págs. 671-682.
- KINDLEBERGER, C. [1993]: *A Financial History of Western Europe*, Oxford University Press, New York.
- KOHN, M. [1999]: «Early Deposit Banking», Department of Economics Dartmouth College Working Paper n.º 99-03.
- [2001]: «Payments and The Development of Finance in Pre-Industrial Europe», Department of Economics Dartmouth College Working Paper n.º 01-15.
- LAEVEN, L. y LEVINE, R. [2005]: «Beyond the biggest: Do other large shareholders influence corporate valuations», Working Paper University of Minnesota.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1998]: «Law and finance», *Journal of Political Economy* 106, págs. 1.113-1.155.
- [2000]: «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics* 58 (1-2), págs. 3-27.
 - [2002]: «Investor protection and corporate valuation», *Journal of Finance* 52 [3], págs. 1.147-1.170.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. [1999]: «Corporate Ownership around The World», *Journal of Finance* LIV-2, págs. 471-517.
- [2002]: «Government Ownership of Banks», *Journal of Finance* 57 (1), págs. 265-301.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. [2006]: «What Works in Securities Laws?», *Journal of Finance* 61 (1), págs. 1-32.
- LEVINE, R. [1998]: «The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth», *Journal of Money, Credit, and Banking* 30, págs. 596-620.
- [2004a]: «Finance and Growth: Theory and Evidence», *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper* n.º 10766.
 - [2004b]: «The Corporate Governance of Banks: A concise Discussion of Concepts and Evidence», *World Bank Policy Research Working Paper* n.º 3404.
- LEVINE, R. [2005]: «Law, Endowments, and Property Rights», *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper* n.º 11502.

- LINS, K. V. [2003]: «Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, págs. 159-184.
- MACEY, J. y O'HARA, M. [2003]: «The Corporate Governance of Banks», *FRBNY Economic Policy Review*, Abril.
- MAUDOS, J.; PASTOR, J.M. y SERRANO, L. [2000]: «Convergence in OECD countries: Technical change, efficiency and productivity», *Applied Economics* 32 (6), págs. 757-765.
- MAURY, B. y PAJUSTE, A. [2005]: «Multiple large shareholders and firm value». *Journal of Banking and Finance* 29, págs. 1.813-1.834.
- MERTON, R. C. y BODIE, Z. [1995]: «A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment», *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Ed. CRANE *et al.*, Harvard Business School Press, Boston.
- MICCO, A.; PANIZZA, U. y YÁÑEZ, M. [2004]: «Bank Ownership and Performance», *Inter-American Development Bank Working Paper* n.º 518.
- MORCK, R. y YEUNG, B. [2003]: «Special issues relating to corporate governance and family control», *Global Corporate Governance Forum Discussion Paper* n.º 1.
- MORCK, R.; WOLFENZON, D. y YEUNG, B. [2005]: «Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth», *Journal of Economic Literature* 43 (3), págs. 655-720.
- PASTOR, J. M. [1996]: «Diferentes metodologías para el análisis de la eficiencia de los bancos y cajas de ahorros españolas», *Fundación FIES Working Paper* n.º 123.
- PI, L. y TIMME, S.G. [1993]: «Corporate control and bank efficiency», *Journal of Banking and Finance* 17, págs. 515-530.
- PROWSE, S. [1995]: «Alternative methods of corporate control in commercial banks», *Economic Review-Federal Reserve Bank of Dallas*, third quarter.
- [1997a]: «The corporate governance system in banking: what do we know?», *BNL Quarterly Review*, Special issue, págs. 10-40.
 - [1997b]: «Corporate control in commercial banks», *The Journal of Financial Research* 20 (4), págs. 509-527.
- RAJAN, R. G. [1998]: «The Past and Future of Commercial Banking Viewed Through an Incomplete Contract Lens», *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (3), págs. 524-550.
- ROE, M.J. [2003]: *Political determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press Inc., New York.
- SALAS, V. [2003]: «El Gobierno de la Empresa Bancaria desde la Regulación», *Revista de Estabilidad Financiera* (5), págs. 197-228.
- SANTANA, D. y AGUIAR, I. [2006]: «El Último Propietario de las Empresas Cotizadas Españolas. 1996-2002», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 26, págs. 47-72.
- TEICHOVA, A.; HENTENRYK, G.K. y ZIEGLER, D. [1997]: *Banking, Trade and Industry. Europe, America and Asia from the Thirteenth to the Twentieth Century*, Cambridge University Press, United Kingdom.
- TEJERINA, F. [2006]: «La influencia de las entidades bancarias en el gobierno de las empresas no financieras», Tesis Doctoral, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valladolid.
- VILLALONGA, B. y AMIT, R. [2006]: «How Do Family Ownership, Control and Management affect Firm Value?», *Journal of Financial Economics* 80, págs. 385-417.
- YEH, Y. y WOIDTKE, T. [2005]: «Commitment or Entrenchment?: Controlling Shareholders and Board Composition», *Journal of Banking and Finance* 29, págs. 1.857-1.885.

ANEXOS

TABLA 1. Naturaleza del último accionista de control en el año 2004.

	ENTIDAD	ÚLTIMO ACCIONISTA DE CONTROL	NATURALEZA
1	ALTAE BANCO, S.A.	CAJA MADRID	CAJA DE AHORROS
2	BANCA MARCH, S.A.	FAMILIA MARCH	FAMILIA
3	BANCA PUEYO, S.A.	FAMILIA PUEYO	FAMILIA
4	BANCO BANIF, S.A.	FAMILIA BOTÍN	FAMILIA
5	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	NO ACCIONISTA ÚLTIMO	
6	BANCO CETELEM, S.A.	MUTUALISTAS DE AXA	COOPERATIVAS Y MUTUALIDAD
7	BANCO CONDAL, S.A.	FUNDACIÓN FONDO PARA ATENCIONES SOCIALES	MISCELÁNEO
8	BANCO DE ANDALUCÍA, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS
9	BANCO DE CASTILLA, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS
10	BANCO DE CRÉDITO BALEAR, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS
11	BANCO DE CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA, S.A.	BBVA	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
12	BANCO DE FINANZAS E INVERSIONES, S.A.	FAMILIAS DORIS Y BERLUSCONI	FAMILIA
13	BANCO DE GALICIA, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS
14	BANCO DE LA PYME, S.A.	AGRUPACIÓN MUTUA DE COMERCIO E INDUSTRIA	COOPERATIVAS Y MUTUALIDAD
15	BANCO DE MADRID, S.A.	CAJA DE A. DE GUIPÚZCOA Y SAN SEBASTIÁN	CAJA DE AHORROS
16	BANCO DE SABADELL, S.A.	NO ACCIONISTA ÚLTIMO	
17	BANCO DE VALENCIA, S.A.	BANCAJA	CAJA DE AHORROS
18	BANCO DE VASCONIA, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS

.../...

19	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.	BBVA	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
20	BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.	FAMILIA BOTÍN	FAMILIA
21	BANCO ESPIRITO SANTO, S.A.	FAMILIA ESPIRITO SANTO	FAMILIA
22	BANCO ETCHEVERRIA, S.A.	FAMILIA ETCHEVERRIA	FAMILIA
23	BANCO EUROPEO DE FINANZAS, S.A.	UNICAJA	CAJA DE AHORROS
24	BANCO FINANTIA SOFINLOC, S.A.	MANAGEMENT BCO. FINANTIA	MISCELÁNEO
25	BANCO GALLEGO, S.A.	CAIXANOVA	CAJA DE AHORROS
26	BANCO GUPUZCOANO, S.A.	JOAQUÍN MARTÍNEZ LÓPEZ	FAMILIA
27	BANCO HALIFAX HISPANIA, S.A.	HBOS plc	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
28	BANCO INVERSIÓN, S.A.	ALLIANZ AG	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
29	BANCO IXIS URQUIJO, S.A.	CAISSES D'EPARGNE FRANCESAS	CAJA DE AHORROS
30	BANCO PASTOR, S.A.	FUNDACIÓN PEDRO BARRIÉ DE LA MAZA	MISCELÁNEO
31	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS
32	BANCO POPULAR HIPOTECARIO, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS
33	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO, S.A.	FAMILIA BOTÍN	FAMILIA
34	BANCO SIMEÓN, S.A.	GOBIERNO PORTUGUÉS	ADMINISTRACIÓN PÚBLICA
35	BANCO URQUIJO, S.A.	COOPERATIVISTAS BELGAS	COOPERATIVAS Y MUTUALIDAD
36	BANCOFAR, S.A.	CAJA MADRID	CAJA DE AHORROS
37	BANCOPOPULAR-E, S.A.	SINDICATURA DE ACCIONISTAS DEL BPE	SINDICATURA DE ACCIONISTAS
38	BANCOVAL, S.A.	COOPERATIVISTAS BELGAS	COOPERATIVAS Y MUTUALIDAD
39	BANKINTER, S.A.	FAMILIA BOTÍN	FAMILIA
40	BANKOA, S.A.	COOP. DE LA CAISSE R.C.A.M. PYRENEES	COOPERATIVAS Y MUTUALIDAD
41	BARCLAYS BANK, S.A.	BARCLAYS BANK PLC	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
42	BNP PARIBAS ESPAÑA, S.A.	MUTUALISTAS DE AXA	COOPERATIVAS Y MUTUALIDAD

		CITIGROUP	
...			
43	CITIBANK ESPAÑA, S.A.		ENTIDAD NO FINANCIERA PROPIEDAD DISPERSA
44	DEUTSCHE BANK CREDIT, S.A.	EMPLEADOS DEL BANCO	MISCELÁNEO
45	DEUTSCHE BANK, S.A.E.	EMPLEADOS DEL BANCO	MISCELÁNEO
46	DEXIA SABADELL BANCO LOCAL, S.A.	COOPERATIVISTAS BELGAS	COOPERATIVAS Y MUTUALIDAD
47	FINANZIA BANCO DE CRÉDITO, S.A.	BBVA	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
48	GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK, S.A.	GENERAL ELECTRIC CORPORATION	ENTIDAD NO FINANCIERA PROPIEDAD DISPERSA
49	J.P. MORGAN BANK, S.A.	JP MORGAN CHASE	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
50	PATAGON BANK, S.A.	FAMILIA BOTÍN	FAMILIA
51	PRIVAT BANK, S.A.	FAMILIAS SIAENS, PHILIPPSON Y SCHOCKERT	FAMILIA
52	SABADELL BANCA PRIVADA, S.A.	BANCO SABADELL	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
53	SANTANDER CENTRAL HISPANO INVEST. SERVICES, S.A.	FAMILIA BOTÍN	FAMILIA
54	UBS ESPAÑA, S.A.	UBS AG	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA
55	UNOE BANK, S.A.	BBVA	BANCO DE PROPIEDAD DISPERSA

TABLA 2. Estadísticos descriptivos.

Variable	N. Obs	Media	Mediana	Desv. Est.	Mínimo	Máximo
BERGER	583	0,053	0,049	0,023	0,006	0,163
DEA	578	0,439	0,417	0,343	0,005	1,000
ROA	583	0,006	0,006	0,015	-0,093	0,053
RSEPD1	564	0,632	1,000	0,428	0,001	1,529
C1	564	0,768	0,985	0,319	0,051	1,000
CF1	564	0,454	0,292	0,398	0,001	1,000
OCEAN	564	0,112	0,000	0,258	0,000	0,924
PRESTAT	583	0,827	0,858	0,127	0,330	0,992
PASFP	583	14,907	13,098	10,781	1,030	102,618
LOGACT	583	14,120	14,053	1,841	9,161	19,248

TABLA 3. Tabla de correlaciones.

	BERGER	DEA	ROA	RESPD	C1	CF1	FAMILY	ADMON	EX2ACTA	OCEAN	PRESTAT	PASFP	LOGACT
BERGER	1,000												
DEA	-0,354	1,000											
ROA	-0,433	0,285	1,000										
RSEPD1	-0,050	-0,003	0,008	1,000									
C1	0,150	-0,226	-0,090	-0,231	1,000								
CF1	0,064	-0,152	-0,043	0,725	0,432	1,000							
FAMILY	0,018	-0,017	-0,042	-0,096	-0,142	-0,207	1,000						
ADMON	0,034	0,022	-0,067	-0,078	0,064	0,010	-0,200	1,000					
EX2ACTA	-0,195	0,083	0,068	0,208	-0,637	-0,258	-0,111	-0,022	1,000				
OCEAN	-0,086	0,286	0,070	0,232	-0,829	-0,340	0,291	-0,086	0,284	1,000			
PRESTAT	-0,241	0,035	0,301	-0,137	0,258	0,036	-0,342	0,085	-0,039	-0,315	1,000		
PASFP	-0,261	0,154	0,072	-0,035	0,146	0,055	-0,037	0,119	-0,034	-0,123	0,118	1,000	
LOGACT	-0,213	0,590	0,072	-0,127	-0,193	-0,220	0,047	0,075	0,029	0,305	-0,099	0,345	1,000

VIF (media = 4,67)	9,580	11,710	10,510	1,390	1,080	2,770	5,730	1,250	1,270	1,440
VIF (Modelo 1) (media = 1,21)	1,240	-	1,140	1,240	1,070	-	-	1,240	1,240	1,280
VIF (Modelo 2) (media = 1,29)	-	1,250	-	1,370	1,060	1,210	-	1,240	1,260	1,390