

# EL EFECTO DE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN LAS PARTICIPACIONES EN EMPRESAS DE LAS ENTIDADES BANCARIAS

María Victoria Ruiz Mallorquí

Inmaculada Aguiar Díaz

Diego R. Medina Muñoz

## RESUMEN

El trabajo que se presenta analiza el efecto de la estructura de propiedad sobre la decisión de toma de participaciones permanentes en empresas por parte de las entidades bancarias, partiendo de la literatura del control corporativo. Concretamente, analiza el efecto de la distinta forma jurídica existente entre bancos y cajas de ahorros, así como la pertenencia de un banco a un grupo y el carácter doméstico o extranjero del mismo. Los resultados obtenidos para un panel de 106 entidades bancarias en el período 1996-2001, apuntan en primer lugar, que la distinta forma jurídica entre bancos y cajas incide en el volumen de participaciones mantenido por las entidades. En segundo lugar, para el colectivo de bancos, si bien la pertenencia a un grupo por si sola, no parece tener relación con esta actividad bancaria, el carácter nacional o extranjero del mismo, si presenta un efecto significativo en el volumen de participaciones.

## ABSTRACT

This work, after a review of the literature on corporate control, analyzes the effect of the ownership structure on the decisions of banking entities to take equity in firms. To be specific, it analyzes the effect of the banks' and savings banks' different forms of corporation, as well as the effect of the bank belonging to a group, and of the domestic or foreign character of the bank. The results obtained for a panel of 106 banking entities in the 1996-2001 period indicate that the different forms of corporation of the banks and savings banks has an effect on the amount of equity held by the entities. Moreover, in the case of banks, whether they belong to a group or are independent does not appear to influence the activity of holding equity, while the domestic or foreign character of the bank does have a significant effect on the amount of equity held.

**KEY WORDS:** *credit entities, banking equity stakes, ownership structure, panel data*

---

## 1. INTRODUCCIÓN

La participación de las entidades bancarias en el capital de las empresas, tradicionalmente conocida en la literatura financiera como “relaciones banca-industria”, constituye una realidad en aquellos países que, como España, cuentan con un modelo de sistema financiero de tipo continental o basado en la banca (Steinherr y Huveneers, 1994; Canals, 1996; Ochoa, 1997; Fernández, 2001; Cuervo 2002). La presencia de las entidades bancarias en el accionariado de las empresas ha sido tradicionalmente estudiada desde la perspectiva de las empresas participadas, siendo escasas las investigaciones que han examinado las relaciones banca-empresas<sup>62</sup> desde la perspectiva de las entidades bancarias en nuestro país (Bergés y Sánchez del Villar, 1991; Martín, Carbó y Sáez, 1995, Nieto y Serna, 2001). En consecuencia, consideramos necesaria la realización de estudios empíricos sobre esta actividad de los bancos y cajas de ahorros, desde la perspectiva de las propias entidades bancarias adquirentes, en la cual se enmarca el presente trabajo.

En concreto, nuestro estudio trata de analizar empíricamente el efecto que aspectos relativos al control corporativo de las entidades bancarias, en especial la diferente forma jurídica entre bancos y cajas de ahorros, y diferentes factores relativos a la estructura de propiedad de los bancos, tienen sobre esta actividad de toma de participaciones en empresas. Las diversas características de la estructura de propiedad y las consecuencias que la misma puede tener en diferentes aspectos de las empresas (valor, *performance*, decisiones financieras, inversión, etc.) ha sido objeto de numerosos trabajos empíricos (*e.g.*, Agrawal y Mandelker, 1987; Morck, Shleifer y Vishny, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Galve y Salas, 1993, 1994a, 1995; Azofra, Rodríguez y Vallelado, 1995; Thomsen y Pedersen, 2000; Morck, Nakamura y Shivdasani, 2000; Demsetz y Villalonga, 2001; López y Rodríguez, 2001). Nuestro propósito es centrarnos en las aportaciones más concretas aplicadas a las entidades financieras y especialmente a las entidades de tipo bancario. En este sentido, sin ser tan abundante como la referida a empresas no financieras, cada vez existe una más amplia literatura teórica y empírica, en relación a los distintos aspectos relativos a la estructura de propiedad de las entidades bancarias y su efecto en variables como la rentabilidad o los riesgos soportados por las mismas.

En este trabajo hemos querido analizar la relación entre estos aspectos, cada vez más estudiados, relativos a la estructura de propiedad de las entidades bancarias, con la actividad de toma de participaciones en empresas, como un aspecto más que puede facilitar la comprensión, en muchos casos difícil, de las razones que llevan a las entidades bancarias a ser accionistas de las empresas.

Para alcanzar nuestro objetivo, el trabajo se estructura en cinco apartados. Tras esta introducción, se presentan los fundamentos teóricos y las hipótesis a contrastar en el posterior análisis empírico. En el tercer apartado. Se recogen los aspectos metodológicos, relativos a la definición de la muestra, las variables y los modelos empíricos a contrastar. A continuación, en el apartado cuatro, se presentan y discuten los resultados obtenidos de los análisis empíricos. Y por último, se recogen las principales conclusiones.

## 2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS E HIPÓTESIS A CONTRASTAR

Como comentábamos en la introducción, son numerosos los trabajos tanto teóricos como empíricos, que han analizado el posible efecto de los distintos mecanismos de gobierno, y entre ellos especialmente el de la estructura de propiedad, en diversos aspectos de las empresas. Nuestro objetivo es centrarnos en las aportaciones más concretas aplicadas a las entidades financieras y especialmente a las entidades de tipo bancario. Con

---

<sup>62</sup> Hemos optado por denominar este tipo de participaciones como relaciones banca-empresas en lugar de banca-industria, dado que las participaciones no se limitan al sector industrial en sentido estricto.

independencia de otras consideraciones que iremos señalando, debemos destacar, dado el objetivo de nuestro trabajo, que la estructura de propiedad y concretamente, la diferente forma jurídica que pueden ostentar las entidades bancarias, resulta especialmente importante, siendo necesaria la distinción entre los dos colectivos que constituyen nuestro objeto de estudio, los bancos y las cajas de ahorros. Especial referencia debe hacerse al carácter fundacional de estas últimas en España<sup>63</sup>, al igual que en Estados Unidos se encuentran las denominadas *savings and loans* que presentan una forma jurídica de carácter mutual, o en Alemania los bancos cooperativos.

En términos generales, no existe un consenso en la literatura en cuanto al efecto que la forma jurídica tiene en la *performance* bancaria (Lang y So, 2002). No obstante, y a partir del trabajo de Jensen y Meckling (1976), se acepta que la forma jurídica es una variable influyente sobre el comportamiento de las empresas, puesto que la misma define la renta residual, y por tanto, los incentivos de los propietarios de la empresa. Así, Nicols (1967) y O'Hara (1981) sugieren que los bancos con propiedad mutual en Estados Unidos tienen una dirección menos eficiente que los bancos privados, ya que al no existir la disciplina de un mercado de capital se debilita el control de los propietarios sobre la dirección. En opinión de Crespi, García y Salas (2002, p.8) “[...] la ausencia de accionistas en las cajas de ahorros hace menos clara la asignación de derechos de decisión y en este contexto, la teoría económica anticipa que las cajas de ahorros deberían presentar una *performance* peor que sus rivales, los bancos comerciales [...]”. Por otro parte, Lang y So (2002), partiendo de los argumentos expuestos por Fama (1980b) en relación a que, en ausencia de transferencia de los derechos de propiedad, la efectividad del control de los directivos no tiene por que ser más débil, argumentan que la estructura de propiedad puede ser irrelevante para la *performance* de las entidades bancarias.

Melle y Maroto (1999, 2002) analizan ampliamente las relaciones de agencia en el seno de las cajas de ahorros españolas. Estos autores plantean que la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros hace de ellas entidades atípicas en lo que respecta a las relaciones de agencia convencionales en las sociedades anónimas. De esta forma, los representantes de distintos grupos de interés (administraciones públicas de diversa índole, empleados y depositantes) en sus órganos de gobierno, ostentan derechos decisorios que les otorgan cierta capacidad para orientar y supervisar las actuaciones directivas, siendo las administraciones públicas el grupo que generalmente dispone de una mayor representación. Estos autores afirman que “las relaciones de agencia deben plantearse así en las cajas al margen de la teoría de los derechos de propiedad, [...]”. Se trata de un enfoque que parte de la identificación de las relaciones principal-agente, para sustentar sobre ellas el análisis de cómo los comportamientos financieros efectivos de las entidades pueden verse afectados por las asimetrías de información, la limitación de responsabilidades y el conflicto de intereses entre las partes” (Melle y Maroto, 1999, p.22). En tal sentido, en las cajas de ahorros existen varios principales - todos los grupos sociales interesados en la dirección- y un único agente -el director general o presidente ejecutivo-. El problema radica en que entre estos principales hay un otorgamiento externo y no objetivable de derechos decisoriales, así como asimetrías informativas y conflictos de intereses, debido a que mientras las administraciones públicas son al mismo tiempo gestor, cliente y beneficiario de las cajas, los impositores y empleados tienen escasa capacidad decisoria. En consecuencia, la mayor representación de las administraciones públicas puede facilitar que éstas implanten estrategias y políticas que favorezcan especialmente a este grupo frente a los demás. A todo ello, hay que añadir además la escasa incidencia de los mecanismos de control externos en las cajas para paliar esta deficiencia de los mecanismos internos. En relación concreta con el papel disciplinario de la deuda, al existir un sistema de garantía de depósitos, se acotan las consecuencias negativas de las decisiones directivas arriesgadas sobre los depositantes, y además no aparece la disciplina que puede otorgar un gran acreedor (Melle y Maroto, 2002).

---

<sup>63</sup> Según la sentencia del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988, las cajas de ahorros no son exactamente fundaciones, si bien éste sería el tipo de figura jurídica en el que mejor encuadrarían dentro de nuestro ordenamiento.

En esta misma línea argumental, Fernández, Fonseca y González (2003, p.4) también afirman que en los bancos de propiedad pública<sup>64</sup>, las autoridades políticas pueden ejercer su influencia, de tal forma que las decisiones directivas sean guiadas por los intereses políticos, “los cuales no necesariamente coinciden con el deseo de maximizar el valor de la institución”.

Sobre la base de esta controversia teórica, son varios los autores que han analizado empíricamente el efecto que la forma jurídica puede tener en distintos aspectos de las entidades bancarias. Entre ellos, Mester (1993), para el caso americano, y Altunbas, Evans y Molyneux (2001), para el caso alemán, encontraron escasa evidencia en torno a que los bancos privados sean más eficientes que las entidades mutuales o públicas. Para el caso español, Melle y Maroto (1999), considerando las relaciones de agencia en las cajas de ahorros, descritas en líneas anteriores, evalúan la incidencia del peso de las administraciones públicas en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, tanto sobre sus posiciones activas y pasivas en el balance, como sobre la retribución de sus empleados y la rentabilidad económica. Sus resultados ponen de manifiesto que el peso de las administraciones públicas explica la proporción de créditos concedidos a las mismas, así como la retribución media por empleado. Asimismo, encuentran relación entre las políticas de créditos-depósitos que benefician a esas administraciones públicas y una menor rentabilidad económica de las cajas.

Por su parte, Crespi, García y Salas (2002) contrastan si el uso de diferentes mecanismos de control depende del tipo de banco, con especial atención a las diferencias entre los bancos y las cajas de ahorros, partiendo de la hipótesis de que la estructura de propiedad de las cajas puede no hacer tan efectivo el consejo de administración como mecanismo de control. Concretamente, los resultados alcanzados en dicho estudio demuestran que la estructura de gobierno de las cajas de ahorros españolas no es tan efectiva como la de los bancos a la hora de disciplinar a los directivos y consejeros cuando la *performance* económica es baja.

En esta misma línea argumental, Azofra y Santamaría (2002, p.4) en su estudio sobre el efecto de la participación de las administraciones públicas en los consejos de administración de las cajas de ahorro españolas en 1999, sobre la eficiencia en costes de las mismas<sup>65</sup>, considerando que “la ausencia de mecanismos de gobierno efectivos, [...], supone que las cajas de ahorros puedan adoptar algunas decisiones operativas y estratégicas guiadas más por intereses públicos que por intereses económicos”. Los resultados obtenidos parecen evidenciar que un mayor porcentaje de miembros de las administraciones públicas en el consejo de administración de las cajas de ahorros tiene una influencia negativa y significativa en la eficiencia en costes, y positiva y significativa en la canalización de mayores recursos hacia la obra social.

Por otra parte, y dado que la actividad de toma de participaciones en empresas, se considera una actividad de mayor riesgo en el seno de las entidades bancarias (Cuervo, 1991), también nos encontramos con una literatura específica que ha examinado el efecto de la diferente forma jurídica en la asunción de riesgos de las entidades de tipo bancario. En relación con este aspecto, y en base al supuesto de menor control efectivo que las entidades sin accionistas hacen de los directivos, puede plantearse que aquellas entidades que sí los poseen, y por tanto maximizan su valor, serán más propensas a adoptar políticas menos arriesgadas, ya que en las entidades sin accionistas, los directivos pueden buscar el crecimiento a partir de políticas más arriesgadas (García y Robles, 2002). Por su parte, Fernández, Fonseca y González (2003), haciendo referencia a un tipo de entidades que denominan de “propiedad estatal”, entre las que se encontrarían las cajas de ahorros españolas, indican, por un

---

<sup>64</sup> Entre ellos incluyen las cajas de ahorros.

<sup>65</sup> La eficiencia en costes es medida tanto a través de un modelo de frontera eficiente como a través de la ratio gastos de explotación/margen ordinario. Entre otros estudios sobre eficiencia en bancos y cajas de ahorros españoles pueden consultarse los de Pastor (1995) o Lozano (1998).

lado, que el interés en utilizar la entidad como un instrumento para alcanzar objetivos políticos, puede hacer que se limite el riesgo de la entidad bancaria para garantizar su continuidad; pero por otro, el hecho de que las administraciones públicas puedan ser los mayores clientes de estas entidades puede incrementar los incentivos para la toma de riesgos *ex ante*, ya que esa presencia “les permite sustituir las pérdidas originadas por las inversiones arriesgadas con subsidios” (p.6).

Por su parte, distintos trabajos realizados en el mercado americano encuentran que las entidades financieras constituidas como sociedades anónimas tienen incentivos a asumir mayores riesgos que aquellas que se constituyen como mutuas (Saunders, Strock y Travlos, 1990; Esty, 1997; Cebenoyan, Cooperman y Register, 1995, 1999)<sup>66</sup>. En concreto, Esty (1997) aporta tres razones teóricas por las que las entidades mutuales pueden presentar menores niveles de riesgo que las sociedades por acciones. En primer lugar, la no separación de los títulos de deuda y los que otorgan derechos al beneficio en las cajas, hace que un incremento en el nivel de riesgo deje invariable la riqueza de los propietarios (depositantes), ya que el aumento en el valor del título residual es compensado con la disminución del valor del título de renta fija; además, la existencia del Fondo de Garantía de Depósitos reduce los incentivos de los depositantes a supervisar el nivel de riesgo de la entidad. En segundo lugar, la posibilidad que tienen los bancos de emitir nuevas acciones y utilizarlas para compensar pérdidas, reduce los costes esperados por los directivos de las políticas tendentes a la asunción de riesgos. La tercera razón hace referencia a que la ausencia de incentivos de los depositantes en las cajas a supervisar hace que sean los propios directivos quienes decidan la estrategia financiera y, por tanto, el nivel de riesgo (que será menor).

En el caso español, García y Robles (2002) aportan evidencia para periodo 1993-2000, en cuanto a la consideración de que los bancos asumen un mayor riesgo que las cajas de ahorros. Las autoras afirman que este resultado se apoya en la hipótesis teórica de que “[...] cuando existe un Fondo de Garantía de Depósitos, los accionistas tienen incentivos a maximizar su subsidio de depósito, tomando un excesivo riesgo a expensas de los intereses de los clientes. Los directivos en este caso pueden preferir atrincherarse en su puesto de trabajo y proteger su puesto y reputación tomando relativamente poco riesgo” (García y Robles, 2002, p.19). Por su parte, Fonseca y González (2000) analizan, para el caso español, los factores que afectan a los incentivos a asumir riesgo en bancos y cajas españoles, centrándose en los aspectos relacionados con la distinta estructura organizativa de estos dos tipos de entidades, y considerando que dichos incentivos pueden variar en función de la regulación aplicada al sector bancario. Los resultados alcanzados por este estudio sustentan la hipótesis de que la diferente forma jurídica de bancos y cajas de ahorros conduce a diferencias en los fondos propios y en la composición de la cartera de activos que repercuten en los resultados de estas entidades.

De esta forma, se ha argumentado, por un lado, que la ausencia de accionistas en las cajas de ahorros, como consecuencia de su forma jurídica, puede conducir a la asunción por parte de éstas de mayores riesgos al estar guiadas por los intereses de crecimiento de los directivos (García y Robles, 2002) o como consecuencia de que la presencia de administraciones públicas puede dar lugar a subsidios que incrementen la asunción de riesgos *ex ante* (Fernández, Fonseca y González, 2003); por el otro, la literatura revisada también sugiere, que la separabilidad de los títulos de deuda y capital en los bancos, puede proporcionar incentivos para expropiar riqueza de los acreedores aumentando el riesgo de la entidad (Esty, 1997). Por tanto, y dado que como anteriormente referíamos la actividad de toma de participaciones en empresas, se considera una actividad de mayor riesgo, podemos esperar que el volumen relativo de participaciones en empresas se vea afectado por la diferente

---

<sup>66</sup> Los trabajos de Saunders, Strock y Travlos (1990) y Cebenoyan, Cooperman y Register (1995) indican además que la mayor asunción de riesgos se produce en periodos de desregulación.

estructura de propiedad existente entre bancos y cajas de ahorros. Considerando estos argumentos teóricos, planteamos como una hipótesis a contrastar en nuestra investigación empírica, la siguiente:

***Hipótesis 1: El volumen relativo de participaciones permanentes en empresas de los bancos y cajas de ahorros se ve afectado por la diferente forma jurídica existente entre ambos colectivos.***

Otro grupo de estudios han centrado su atención en los efectos de determinadas características de la estructura de propiedad y del gobierno de estas entidades (propiedad de los directivos, concentración de propiedad, naturaleza del propietario, consejo de administración, entre otros.) sobre la actividad bancaria. En relación con los mismos destacamos aquellos que hacen especial referencia a la naturaleza del grupo al que pertenece una entidad bancaria en cuestión, y su incidencia en distintos aspectos del negocio.

En este sentido, Lang y So (2002) investigan la composición de las estructuras de propiedad de bancos cotizados en 78 países, y analizan su repercusión tanto sobre la rentabilidad de los recursos propios como sobre su valor de mercado. En concreto, consideran la propiedad extranjera, la doméstica y la propiedad estatal<sup>67</sup> de cada entidad, teniendo en cuenta también variables sobre la protección legal en cada país<sup>68</sup>. Los resultados obtenidos revelan, por un lado, que las grandes entidades financieras ostentan la mayor proporción del capital de los bancos en el mundo, y, por el otro, que la estructura de propiedad no repercute en la *performance* de los bancos.

En su análisis de las entidades bancarias españolas, Crespi, García y Salas (2002) afirman que los mecanismos internos pueden ser más importantes para supervisar a los directivos bancarios, ya que sólo un número pequeño de bancos son cotizados y por tanto pueden estar sujetos al control del mercado, y además la regulación que afecta a este sector limita la efectividad de otros mecanismos<sup>69</sup>. En este estudio, los autores distinguen entre bancos y cajas, y clasifican los primeros en tres categorías en función de quién ostente la propiedad: bancos independientes, bancos dependientes de otros bancos españoles y bancos dependientes de bancos extranjeros, ya que esperan que “[...] los bancos dependientes estén bajo una mayor supervisión y control que sus compañías matrices. Por tanto, los mecanismos internos de gobierno deberían jugar aquí un papel más relevante que para el caso de los bancos independientes” (Crespi, García y Salas, 2002, p.12). Estos autores analizan la relación de tres mecanismos de control (la rotación de los consejeros ejecutivos, el cambio del CEO y del presidente del consejo, y la fusión o adquisición por otra empresa) tanto con la rentabilidad económica (ROA) como financiera (ROE) de las entidades, encontrando que, en el caso de los bancos, la probabilidad de la intervención de un mecanismo de gobierno decrece con la *performance* del banco (medida por el ROA) en el periodo anterior.

Por lo anteriormente expuesto, y en relación con el colectivo de bancos, consideramos que la identidad del propietario de los bancos, en relación a que los mismos puedan pertenecer a un grupo bancario o no, también ejercerá su influencia sobre la toma de participaciones en empresas, siguiendo los argumentos de Crespi, García

---

<sup>67</sup> La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2002) realizan un exhaustivo estudio sobre la propiedad estatal en los grandes bancos de 92 países y su relación con distintas variables económicas y legales de esos países. Los autores concluyen que la presencia estatal es mayor en países con derechos de protección de la propiedad débiles, con una pesada intervención estatal en la economía y con un sistema financiero poco desarrollado.

<sup>68</sup> Siguiendo las ya indicadas aportaciones de La Porta *et al* (1998, 2002).

<sup>69</sup> Prowse (1997) indica que el hecho de que los bancos operen en entornos legales y regulatorios sustancialmente diferentes a los de las empresas no financieras, puede influir en la efectividad de sus mecanismos de control corporativos. Baysinger y Zardkooni (1986) encuentran que los consejos son estructuras de gobierno más importantes en empresas no reguladas que en las reguladas.

y Salas (2002) acerca de la mayor o menor efectividad de los mecanismos de control interno en función de la dependencia o independencia de las entidades. Además, el hecho de que el banco matriz sea extranjero o nacional, también podría influir en el nivel de participaciones en empresas. En base a ello podemos establecer las siguientes dos hipótesis.

*Hipótesis 2: El volumen relativo de participaciones permanentes en empresas de un determinado banco se ve afectado por la pertenencia del mismo a un grupo bancario.*

*Hipótesis 3: El volumen relativo de participaciones permanentes en empresas de un determinado banco perteneciente a un grupo se ve afectado por el carácter nacional o extranjero, de su grupo bancario.*

### 3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

El objeto de nuestra investigación empírica se centra en el estudio de las participaciones permanentes en empresas mantenidas por las entidades de crédito españolas, bancos y cajas de ahorros, durante el periodo 1996-2001. En concreto, analizamos si distintos aspectos relativos a la estructura de propiedad inciden en el volumen de participaciones mantenido por estas entidades. En este apartado presentamos la muestra utilizada en el estudio empírico, las variables y el modelo econométrico especificado.

Para la determinación de la muestra partimos de la población integrada por el conjunto de bancos y cajas de ahorros operativos en España a finales del año 2001, según los datos obtenidos de la Asociación Española de Banca (AEB) y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), respectivamente<sup>70</sup>. Considerando que el periodo objeto de estudio ascendía a seis años (1996-2001), y con la finalidad de que la muestra seleccionada fuera lo más estable posible a lo largo de este intervalo temporal, procedimos a realizar una serie de filtros, entre los que destacamos el eliminar aquellas entidades que en el menos tres años de los seis analizados no presentasen participaciones en empresas, de tal forma que la muestra final de entidades bancarias (bancos y cajas de ahorros) está constituida entre los años 1996 y 1998 por 106 entidades, en 1999 por 105 y en 2000 y 2001 por 104, contando con un panel no balanceado con 631 observaciones. En dicha muestra, el colectivo de bancos ascendió a 61 entidades entre 1996 y 1998, 60 en 1999 y 59 en 2000 y 2001<sup>71</sup>, mientras que la muestra de cajas de ahorros queda formada por 45 entidades.

Por otro lado, para la especificación y posterior contraste de los modelos empíricos propuestos en el presente estudio se definieron una serie de variables, que hemos agrupado en tres categorías: variables relativas a la cartera de participaciones, variables proxy de la forma jurídica y la estructura de propiedad y variables de control.

La cartera de participaciones permanentes en empresas de los bancos y cajas de ahorros

A partir de la información contenida en los balances individuales publicados en los anuarios de la AEB y la CECA, se calculan una serie de variables representativas de la cartera de participaciones permanentes de las entidades bancarias incluidas en nuestra muestra.

<sup>70</sup> No consideramos al colectivo de cooperativas de crédito, tanto por su escaso peso en el conjunto de las entidades de crédito, como por la escasa presencia de las inversiones objeto de nuestro estudio en dichas entidades.

<sup>71</sup> El motivo del distinto número de bancos en los periodos indicados es que si bien en el caso de producirse fusiones, las entidades absorbidas no eran recogidas en los años previos a la fusión, se efectuó una excepción con el Banco Central Hispano y Argentaria, antes de las fusiones con el banco Santander y el BBV respectivamente.

De las tres partidas del balance individual que reflejan la inversión en renta variable, se han considerado representativas de las participaciones de carácter permanente, las participaciones y las participaciones en empresas del grupo. Asimismo, se ha tomado como *proxy* de las participaciones en empresas, los epígrafes que hacen referencia a las participaciones que no son en entidades de crédito, calculándose una ratio que mide su volumen con respecto al activo total de cada entidad (PARTEMP).

$$PARTEMP_{it} = \frac{\text{Participaciones (No ent credito)} + \text{Participaciones empresas grupo (No ent. credito)}}{\text{Activo total neto}}$$

### *La forma jurídica y la estructura de propiedad*

*En relación con la estructura de propiedad, y tal como se expuso en el apartado 2 , la misma hace referencia tanto a la diferente forma jurídica de los dos colectivos que conforman nuestra muestra, bancos y cajas de ahorros, como a la concentración de propiedad de los bancos y su pertenencia o no a grupos bancarios domésticos o extranjeros.*

Por una parte la forma jurídica, fue medida, en línea con los estudios previos (LLoyd-Williams, Molyneux y Thronton, 1994; Esty, 1997; Fonseca y González, 2000; García y Fernández, 2002), a través de una variable dicotómica, que toma el valor uno para los bancos y el valor cero para las cajas de ahorros (DUMMYBOC).

Por otra parte, en cuanto a las variables de estructura de propiedad del colectivo de bancos, se ha determinado el porcentaje de propiedad del primer accionista (CONCEN), la pertenencia del banco o no a un grupo bancario o financiero (GRUPO), y en este caso el carácter nacional o extranjero de dicho grupo (DOMEST O EXTRANJ) (Crespí, García y Salas, 2002). Tanto para la pertenencia a un grupo financiero como para el carácter nacional o extranjero del mismo se crearon variables dicotómicas.

La información necesaria para construir las variables de estructura de propiedad de los bancos fue obtenida a través de varias fuentes. En primer lugar, para aquellos bancos que pertenecen a otros bancos españoles, se ha extraído la información de los anuarios de la AEB. En otros casos, nos hemos basado en la información suministrada por las memorias de las propias entidades, en el epígrafe correspondiente al capital social, en el que se indica normalmente aquellos accionistas con una participación en el mismo superior al 10%. Cuando no pudimos contar con la memoria, se recurrió a la base de datos Informa, en la que se recogen los datos de los accionistas de las empresas; para los bancos cotizados se ha buscado también la información sobre sus accionistas en la base de datos sobre participaciones significativas suministrada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Asimismo, en determinados casos, nos hemos puesto en contacto telefónicamente con las propias entidades para preguntar directamente sobre sus principales accionistas y los porcentajes de participación de los mismos.

De la información recopilada, pudimos finalmente identificar el porcentaje de propiedad del primer accionista<sup>72</sup>, así como clasificar a los bancos en los tres grupos comentados anteriormente, utilizando para ello el criterio siguiente: si un banco tiene como principal accionista una entidad financiera u otro banco nacional o extranjero con un porcentaje superior al 10% sin que exista ningún otro accionista con un porcentaje superior, lo incluimos

---

<sup>72</sup> Es preciso indicar que para cinco entidades en 1996, 1997 y 1998, y para cuatro en 1999, no fue posible llegar a determinar dicho porcentaje.



dentro de lo que denominamos grupos domésticos o extranjeros en función de su nacionalidad. En caso contrario, lo consideramos como independientes<sup>73</sup>.

*Variables de control*

En primer lugar se consideró como variable de control la ratio representativa de las participaciones en entidades de crédito, al ser una decisión que puede sustituir o complementar a las participaciones en empresas:

$$PARTEC_{it} = \frac{\text{Participaciones (ent. crédito)} + \text{Participaciones empresas grupo (ent. crédito)}}{\text{Activo Total Neto}}$$

A continuación, se consideraron como variables de control una serie de variables representativas de la evolución del resto de negocios de las entidades de crédito, como son, la rentabilidad del negocio crediticio (RENTCRED), la rentabilidad de la cartera de renta fija (RENTRF) y la importancia del negocio de los servicios (INGSERV).

La rentabilidad del negocio crediticio (RENTCRED) se calcula como la relación entre los ingresos procedentes de este negocio<sup>74</sup> y el volumen del negocio crediticio, el cual incluye las partidas de créditos de clientes, las entidades de crédito (activo) y caja y depósitos en bancos centrales<sup>75</sup>.

$$RENTCRED_{it} = \frac{\text{Intereses - Rendimientos renta fija}}{\text{Créditos + Interbancario (activo) + Caja y depósitos bancos centrales}}$$

En lo que se refiere a la rentabilidad de la cartera de valores de renta fija, la misma se calcula como la relación entre los rendimientos de la misma en forma de intereses y el volumen de la cartera de renta fija, ya sea privada o deuda pública (Martín, Carbó y Sáez, 1995):

$$RENTRF_{it} = \frac{\text{Rendimientos renta fija}}{\text{Deuda pública + Obligaciones y otros valores de renta fija}}$$

En relación a los servicios, su importancia en el negocio bancario se calculó como la relación entre los ingresos obtenidos a través de dichos servicios, esto es, las comisiones netas, y los ingresos totales de la entidad, calculados estos últimos como la suma de las siguientes partidas de la cuenta de resultados (Fernández de Guevara, Maudos y Pérez, 2000): intereses y rendimientos asimilados (que incluye los rendimientos de la renta fija), dividendos de la cartera de renta variable, comisiones netas, resultados de operaciones financieras e ingresos de explotación.

$$INGSERV_{it} = \frac{\text{Comisiones netas}}{\text{Ingresos totales}}$$

Asimismo, se consideró como variable de control, la ratio de eficiencia de las entidades bancarias, que viene determinada por la relación entre los gastos de explotación y el margen ordinario (Azofra y Santamaría, 2002;

<sup>73</sup> En el caso de los independientes hay cuatro entidades de carácter familiar (Banco Alcala, Banco Puedo, Banco Etcheverría y Banca March). En estas entidades se considera como propietario a la familia con un porcentaje del 100%.

<sup>74</sup> Se toma la partida de rendimientos e intereses asimilados de la cuenta de resultados individual y se deduce la parte correspondiente a la cartera de renta fija.

<sup>75</sup> La razón de incluir estas partidas se debe a la imposibilidad de separar en base a la información suministrada por la cuenta de resultados individual, los ingresos procedentes de la inversión crediticia únicamente.

Fuentes, 2002), de tal forma que la interpretación de la misma se realiza en sentido inverso, esto es, un mayor valor de esta ratio indica un menor nivel de eficiencia. Por ello, y para facilitar su interpretación en los modelos, nos referiremos a ella en muchas ocasiones como una medida de ineficiencia:

$$EFICIEN_{it} = \frac{Gastos\ de\ explotación}{Margen\ ordinario}$$

Otras variables de control consideradas han sido el tamaño de las entidades, medido a través del logaritmo del activo, la variación interanual del Producto Interior Bruto, como variable representativa del ciclo económico.

A partir de las variables presentadas, el primer modelo empírico que proponemos analiza la incidencia de la diferente forma jurídica de los bancos y las cajas de ahorros en el volumen de participaciones permanentes mantenido por estas entidades (Hipótesis 1). Se trata de un modelo de datos de panel con efectos aleatorios, que viene especificado por la ecuación [1]:

$$PARTEMP_{it} = \alpha_i + \beta_1 DUMMYBOC_{it} + \sum_{j=2}^8 \beta_j Control + v_{it}; v_{it} \sim N(0, \sigma_v^2)$$

$$i = 1, \dots, 106 \text{ y } t = 1, \dots, 6 \quad [1]$$

A continuación, se especifican los modelos que permiten contrastar las hipótesis 2 y 3 de nuestro trabajo, exclusivamente para el colectivo de bancos. Al igual que el modelo anterior se trata de modelos de datos de panel con efectos aleatorios, tal y como recogen las ecuaciones [2] y [3]:

$$PARTEMP_{it} = \alpha_i + \beta_1 GRUPO_{it} + \beta_2 CONCEN + \sum_{j=3}^9 \beta_j Control + \varepsilon_{it}; \varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

$$i = 1, \dots, 61 \text{ y } t = 1, \dots, 6 \quad [2]$$

$$PARTEMP_{it} = \alpha_i + \beta_1 DOMEST_{it} + \beta_2 EXTRANJ_{it} + \beta_3 CONCEN_{it} + \sum_{j=4}^{10} \beta_j Control + \varepsilon_{it}; \varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

$$i = 1, \dots, 61 \text{ y } t = 1, \dots, 6 \quad [3]$$

#### 4. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Como paso previo al análisis de los modelos empíricos que se presentarán posteriormente, vamos a realizar una aproximación de carácter descriptivo a la variable que constituye el eje central de nuestro estudio, esto es, las participaciones permanentes en empresas por parte de las entidades bancarias españolas en el periodo 1996-2001. En el cuadro 1 se recogen los estadísticos descriptivos de la variable medida como el volumen de participaciones permanentes en empresas que no son entidades de crédito en relación al activo total neto, tanto del conjunto de entidades, como de los bancos y las cajas por separado, para cada uno de los años objeto de estudio.

De los datos recogidos en el cuadro 1 se desprende que este tipo de inversiones presentan unos valores relativamente pequeños en relación con su activo total, si bien tanto los bancos como las cajas de ahorros presentan, en términos medios, una tendencia creciente en este tipo de inversiones, siendo mucho más pronunciada en el caso del segundo colectivo. Como puede observarse, las cajas de ahorros, tanto en media

como en mediana, apuntan valores relativos de participaciones siempre superiores al colectivo de bancos, si bien esta diferencia sólo resulta estadísticamente significativa en los últimos años del periodo<sup>76</sup>.

Estos resultados evidencian, en línea con lo argumentado en otros trabajos descriptivos (Sanchis, Puig y Soriano, 1998; Sáez y Martín, 2000), que las cajas de ahorros españolas en los últimos años han incrementado en mayor medida sus inversiones en empresas, en un proceso de equiparación de su actividad con la de los bancos, que le ha llevado a mostrar un mayor interés por actividades que en periodos anteriores no han sido tan relevantes, debido en parte a las restricciones existentes en su actividad.

**Cuadro 1. Estadísticos descriptivos**  
**Total Participaciones permanentes en empresas / Activo total (1996-2001)**

TOTAL MUESTRA						
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Media	0,80%	0,97%	1,02%	1,11%	1,36%	1,51%
Mediana	0,46%	0,47%	0,62%	0,62%	0,71%	0,71%
Máximo	5,78%	10,62%	8,55%	7,63%	11,02%	14,09%
Mínimo <sup>77</sup>	0,00%	0,00%	0,00%	0,001%	0,00%	0,00%
Desv Típica	1,13%	1,53%	1,32%	1,44%	1,89%	2,29%
Nº entidades	106	106	106	105	104	104
BANCOS						
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Media	0,91%	1,01%	1,01%	1,07%	1,11%	1,28%
Mediana	0,41%	0,45%	0,59%	0,45%	0,44%	0,47%
Máximo	5,78%	10,62%	8,56%	7,15%	7,54%	14,09%
Mínimo	0,00%	0,00%	0,00%	0,001%	0,00%	0,00%
Desv Típica	1,27%	1,74%	1,43%	1,48%	1,64%	2,38%
Nº entidades	61	61	61	60	59	59
CAJAS						
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Media	0,65%	1,03%	1,04%	1,18%	1,68%	1,80%
Mediana	0,47%	0,77%	0,85%	0,84%	1,05%	1,26%
Máximo	5,46%	7,55%	6,76%	7,63%	11,01%	10,43%
Mínimo	0,00%	0,00%	0,00%	0,016%	0,02%	0,02%
Desv Típica	0,88%	1,32%	1,19%	1,39%	2,14%	2,15%
Nº entidades	45	45	45	45	45	45
Mann-Whitney (Aproximación Z)	1345 (-0.032)	1202.5 (-0.955)	1142 (-1.347)	1084* (-1.722)	913** (-2.719)	841* (-3.192)

\*\* , \* Significatividad al 5 y al 10%, respectivamente

<sup>76</sup> Para analizar la diferencia de medias se ha utilizado el contraste de Mann Whitney ante la ausencia de normalidad de las distribuciones de las variables utilizadas.

<sup>77</sup> El valor mínimo puede ser cero, ya que como se han mantenido los bancos y cajas que al menos tuvieron participaciones en tres años, puede ser que en los otros tres no tengan, y permanezcan en la muestra.

#### 4.1. INCIDENCIA DE LA DIFERENTE FORMA JURÍDICA ENTRE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

En el presente apartado procederemos a la contrastación del primer modelo empírico especificado en la ecuación [1], cuyo objetivo es analizar el efecto de la diferente forma jurídica de bancos y cajas de ahorros en el volumen de participaciones permanentes en empresas mantenido por éstas en el periodo 1996-2001, tal y como recoge la hipótesis 1 de nuestro trabajo. En concreto, considerando el nivel de riesgo asociado a los distintos tipos de inversiones bancarias, existen argumentos teóricos aportados por diferentes autores (véase apartado 2) para suponer que tanto los bancos como las cajas podrían presentar mayores niveles de participaciones en empresas, por lo que se trata de una cuestión empírica, que tratamos de determinar. Los resultados de la estimación de dicho modelo se recogen en el cuadro 2.

Los mismos ponen de manifiesto que la variable *proxy* de la estructura de propiedad, relativa al posible comportamiento diferenciado entre bancos y cajas, resulta estadísticamente significativa, por lo que se cumple la hipótesis 1. Dada la forma en que se ha medido dicha variable, el signo negativo de la asociación indica que los bancos tienden a mantener volúmenes relativos de participaciones inferiores a los de las cajas. Si bien los resultados de otros estudios, ponen de manifiesto que no siempre se cumple la presunción teórica de que la ausencia de accionistas en las entidades sin un carácter societario, conduzca a asumir mayores niveles de riesgos, en nuestro estudio, sí se confirma esta hipótesis, ya que obtenemos que las cajas de ahorros, en comparación con los bancos, tienden a invertir más en participaciones en empresas, siendo esta inversión en esencia más arriesgada que otras que constituyen el negocio bancario tradicional, lo cual podría venir motivado por el menor control directivo, ante la ausencia de accionistas en las cajas de ahorros. En definitiva, encontramos apoyo a los argumentos esgrimidos por algunos autores (García y Robles, 2002) en el sentido de que las cajas, al estar menos controladas por el hecho de no poseer accionistas que disciplinen a sus directivos, pudieran asumir mayores riesgos, como los que supone la inversión en participaciones en empresas.

Cuadro 2. Incidencia de la forma jurídica en el volumen de participaciones en empresas  
Var. Dep: PARTEMP. Modelo de regresión lineal de panel. Panel de 106 entidades (1996-2001).

MODELO 1			
(Efectos aleatorios)			
DUMMYBOC	-0.00541	**	(-2.210)
PARTENDCR	0.11305	***	(5.426)
RENTCRED	-0.02304	*	(-1.807)
RENTRF	0.00001		(0.946)
INGSERV	0.03088	***	(4.333)
EFICIEN	0.01888	***	(8.851)
TAMAÑO	0.00304	***	(3.533)
PIB	-0.07437		(-1.384)
CONSTANTE	-0.01570	**	(-2.449)
R <sup>2</sup> ajustado	18.37%		
F/Estadístico Wald	147.06	***	
N <sup>a</sup> observaciones	631		

Entre paréntesis valor t-student

\*\*\*, \*\*, \* : Significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente

En cuanto a las variables de control, señalar en primer lugar que la variable representativa de la inversión en entidades de crédito resulta significativa con signo positivo, lo que parece demostrar una cierta complementariedad entre la inversión en empresas y la inversión en entidades de crédito. Por otro lado, resulta significativa con signo negativo en relación a las participaciones en empresas, la variable representativa de la rentabilidad del negocio crediticio, lo cual podría deberse a una compensación entre estos negocios en el seno de las entidades analizadas. Por su parte tanto el negocio de los servicios como la inversión en participaciones de entidades de crédito, se demuestran como complementarios a las participaciones en empresas. En cuanto a la ratio de eficiencia, se obtiene una relación positiva y significativa con las participaciones en empresas, lo cual puede deberse a que este tipo de inversiones proporcionan ingresos de carácter extraordinario que se encuentran por debajo del margen ordinario en la cuenta de resultados, y por tanto pueden compensar esa mayor ineficiencia de las entidades en el núcleo de su actividad. Por último, se observa como el tamaño resulta significativo con signo positivo, lo cual indicaría que las entidades más grandes son las que mantienen mayores volúmenes relativos de participaciones en empresas.

#### 4.2. INCIDENCIA DE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LOS BANCOS

Centrándonos exclusivamente en el colectivo de los bancos, en el presente apartado procedemos a la estimación de los modelos recogidos en las ecuaciones [2] y [3], en el sentido de analizar la incidencia que determinados aspectos relativos a la estructura de propiedad de los bancos, como la concentración de la propiedad o la pertenencia a un grupo bancario y el carácter doméstico o extranjero de éste, pueden tener en el volumen de participaciones en empresas mantenido por las entidades bancarias. Los resultados de estos modelos se recogen en el cuadro 3.

Los resultados recogidos en el cuadro 3 ponen de manifiesto como la pertenencia a un grupo bancario no resulta significativa en relación al volumen de participaciones en empresas, lo cual no ofrece apoyo a la hipótesis 2 formulada en nuestro trabajo. Sin embargo, la distinción entre el carácter del grupo, entre doméstico o extranjero, si resulta significativa en relación al volumen de participaciones, como se observa en el modelo 3 recogido en el cuadro 3. Así, la variable representativa de la pertenencia a un grupo doméstico presenta un signo negativo, lo cual indica que estas entidades invierten menos con respecto a las entidades independientes, mientras que la pertenencia a un grupo extranjero muestra un signo positivo, de forma que estos bancos parecen invertir más en participaciones en empresas que los independientes.

#### **Cuadro 3. Incidencia de la estructura de propiedad de los bancos en las participaciones en empresas**

Var. Dep.: PARTEMP Modelo de regresión lineal de panel. Panel de 61 entidades (1996-2001).

	MODELO 2		MODELO 3	
GRUPO	0.00001	(0.377)		
DOMEST			-0.00512 *	(-1.781)
EXTRANJ			0.00513 *	(1.782)
CONCEN	-0.00001	(-1.010)	-0.00001	(-1.540)
PARTENCR	0.08970 ***	(3.855)	0.08953 ***	(3.862)
RENTCRED	-0.03459 **	(-2.416)	-0.03381 **	(-2.365)
RENTRF	-0.00013	(-0.874)	-0.00013	(-0.879)
INGSERV	0.03697 ***	(3.828)	0.03463 ***	(3.567)
EFICIEN	0.02154 ***	(8.433)	0.02098 ***	(8.182)

CITIES IN COMPETITION

TAMAÑO	-0.00017		(-0.138)	-0.00026		(-0.211)
PIB	-0.18002	**	(-2.420)	-0.17982	**	(-2.427)
R <sup>2</sup> ajustado	68.00%			68.24%		
F	12.09	***		12.05	***	
N <sup>a</sup> observaciones	361			361		

Entre paréntesis valor t-student;

\*\*\*, \*\*, \* : Significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente

Considerando todo lo anterior, no encontramos evidencia que sustente la hipótesis 2 relativa a la influencia de la pertenencia a un grupo bancario en la toma de participaciones en empresas. Sin embargo en relación con la hipótesis 3, se observa que la pertenencia a un grupo doméstico o extranjero sí resultan significativas, en el primer caso con signo negativo y en el segundo con positivo.

Siguiendo a Crespi, Garcia y Salas (2002), son escasos los trabajos de gobierno corporativo aplicados a los bancos, por lo que la presente investigación podría ser pionera en el análisis de la incidencia de las variables representativas de la estructura de propiedad de los bancos sobre las participaciones en empresas. Nuestros resultados evidencian una asociación entre la pertenencia a un grupo de carácter doméstico o extranjero, y la toma de participaciones en empresas, poniendo de relieve la importancia de la naturaleza del principal accionista en la decisión de toma de participaciones en empresas.

En relación a las variables de control de estos dos modelos, se siguen manteniendo para el colectivo de bancos, los signos y la significatividad de las variables representativas de la rentabilidad del negocio crediticio, del negocio de los servicios, de la eficiencia y de la inversión en participaciones en entidades de crédito. Sin embargo, en el caso de los bancos no resulta significativa la variable representativa del tamaño y sí lo es en cambio la variable que recoge el ciclo económico, mostrando una relación inversa con el volumen de participaciones en empresas mantenido.

## 5. CONCLUSIONES

En términos generales, y como hemos destacado en la introducción del presente trabajo, son escasos los estudios empíricos que han abordado el análisis de las participaciones en empresas de las entidades bancarias desde la perspectiva de estas últimas, siendo ésta en la que se enmarca nuestra investigación. En concreto, el presente estudio, partiendo de los fundamentos derivados de la teoría recontrol corporativo, analiza la incidencia de la distinta forma jurídica de los bancos y cajas de ahorros (Hipótesis 1), así como de distintos aspectos de la estructura de propiedad de los bancos, como su pertenencia o no a un grupo (Hipótesis 2), y el carácter doméstico o extranjero de éste (Hipótesis 3), en el volumen de participaciones en empresas de las entidades bancarias adquirentes.

El análisis de la evolución de las participaciones permanentes en empresas mantenidas por los bancos y cajas de ahorros españoles en el periodo 1996-2001, revela que las mismas se han incrementado en términos medios en dicho periodo, tanto en los bancos como en las cajas de ahorros, si bien en mayor medida en estas últimas, contribuyendo a la equiparación cada vez mayor de las actividades de estos dos colectivos de entidades de crédito.

En cuanto a la incidencia de la distinta forma jurídica de los bancos y las cajas de ahorros, los resultados obtenidos evidencian que los bancos tienden a mantener menores volúmenes de este tipo de inversiones que las cajas, lo cual está en consonancia, partiendo de que las participaciones son inversiones más arriesgadas que otras que realizan las entidades bancarias, con los argumentos teóricos que indican que las cajas, al no contar con accionistas, pueden presentar una mayor discrecionalidad y, por ende, optar por un crecimiento mediante el desarrollo de inversiones más arriesgadas, o incluso verse influenciadas en sus decisiones por el control ejercido por determinados grupos con una importante representación en los órganos de gobierno de dichas entidades.

En relación a las hipótesis sobre la incidencia de distintos aspectos relativos a la estructura de propiedad de los bancos en su decisión de tomar participaciones en empresas, los resultados evidencian que la pertenencia a un grupo no incide en la inversión en el capital de empresas. No obstante, el carácter nacional o extranjero del grupo al que pertenece el banco, sí que muestra una relación con el volumen de participaciones mantenido, de tal forma que los bancos que pertenecen a grupos bancarios domésticos invierten menos que los independientes, y éstos a su vez menos que los vinculados a grupos bancarios extranjeros.

Por último, señalar que nuestro trabajo trata de contribuir a la literatura sobre las relaciones banca-empresas en España, y en especial considera como aspectos que pueden explicar este tipo de decisiones, los relativos a determinadas características de la estructura de propiedad de las entidades bancarias, lo cual no había sido considerado en ningún otro trabajo aplicado a nuestro país, y nos permite seguir profundizando en el efecto que dichas características pueden tener en esta actividad bancaria.

## BIBLIOGRAFÍA

- Agarwal, A. y Mandelker, G. (1987): "Managerial incentives and corporate investment and financing decisions". *The Journal of Finance*, vol. XLII, n° 4, pp. 823-837.
- Altunbas, Y.; Evans, L. y Molyneux, P. (2001): "Bank ownership and efficiency". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, pp. 926-954.
- Azofra, V.; Rodríguez, J.A. y Vallelado, E. (1995): "Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española: un enfoque de agencia". *Actas X Jornadas Economía Industrial*, pp. 129-145.
- Azofra, V. y Santamaría, M. (2002): "Gobierno y eficiencia de las cajas de ahorro españolas". *XII Congreso Nacional ACEDE*, Palma de Mallorca, Septiembre.
- Bergés, A. y Sánchez del Villar, E. (1991): "Las participaciones bursátiles de la banca en España". *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el sistema financiero*, n° 34, pp. 72-86.
- Canals, J. (1996): *Bancos universales y diversificación empresarial*, Ed. Alianza, Madrid.
- Cebenoyan, A.; Cooperman, E. y Register, C. (1995): "Deregulation, regulation, equity ownership and S & L Risk taking". *Financial Management*, vol. 24, n° 3, Otoño, pp. 67-76.
- Cebenoyan, A.; Cooperman, E. y Register, C. (1999): "Ownership structure, charter value and risk taking behaviour of thrifts". *Financial Management*, vol. 28, n° 1, pp. 43-60.
- Crespi, R.; García, M. y Salas, V. (2002): "Governance mechanisms in Spanish financial intermediaries". *X Foro de Finanzas*, Sevilla.
- Cuervo, A. (1991): "Los grupos empresariales bancarios". *Papeles de Economía Española*, n° 49, pp. 237-245.
- Cuervo, A. (2002): "Corporate governance mechanisms: a plea for less code of god governance and more market control". *Corporate Governance*, vol. 10, n° 2, pp. 84-93.
- Demsetz, H. y Villalonga, B. (2001): "Ownership structure and corporate performance". *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, pp. 209-233.
- Esty, B.C. (1997): "Organizational form and risk saving in the savings and loans industry". *Journal of Financial Economics*, vol. 44, pp. 25-44.
- Fernández, Z. (2001): "Las relaciones banca-industria: un tiempo para la revisión". *Economía Industrial*, n° 341, pp. 13-24.
- Fernández, A.I.; Fonseca, A.R. y González, F. (2003): "Does ownership affect banks profitability? Some international evidence". *XI Foro de Finanzas*, Alicante.
- Fernández de Guevara, J.; Maudos, J. y Pérez, F. (2000): "Estructura de ingresos y rentabilidad de las empresas en el sector bancario español". *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, WP-EC 2000 -18.

- Fonseca, A. y González, F. (2000): "La influencia de la forma jurídica y de la desregulación sobre la asunción de riesgo en banca: El caso español". *X Congreso ACEDE*, Oviedo.
- Fuentes, I. (2002): "Evolución reciente de la estructura de negocio de las entidades bancarias españolas". *Boletín Económico del Banco de España*, Junio, pp. 43-53.
- Galve, C. y Salas, V. (1993): "Propiedad y resultados de la gran empresa española". *Investigaciones Económicas*, vol. XVII, nº 2, pp. 207-238.
- Galve, C. y Salas, V. (1994a): "Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa". *Revista de Economía Aplicada*, vol. II, nº 4, pp. 75-102.
- Galve, C. y Salas, V. (1995): "Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas". *Información Comercial Española*, nº 740, pp. 119-129.
- García, T. y Fernández, L. (2002): "Estructura de propiedad y risk taking bancario: Un análisis empírico de cajas de ahorro y bancos españoles". *X Foro de Finanzas*, Sevilla.
- García, T. y Robles, D. (2002): "Estructura de Propiedad y Risk taking bancario: Un análisis empírico de cajas de ahorros y Bancos españoles". *X Foro de Finanzas*, Sevilla.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and capital structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Lang, L.H.P. y So, R.W. (2002): "Bank ownership structure and economic performance". University of Hong Kong.
- La Porta, R.; López de Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106, nº 6, pp. 1113-1155.
- La Porta, R.; López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2002): "Government ownership of Bank". *The Journal of Finance*, vol. 57, pp. 265-301.
- Lloyds-Williams, D.M.; Molyneux, P. y Thornton, J. (1994): "Market structure and performance in Spanish banking". *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, nº 11-12, pp. 433-443.
- López, F. y Rodríguez, J. (2001): "Ownership structure, corporate value and firm investment: A simultaneous equations analysis of Spanish companies". *Journal of Management and Governance*, vol. 5, nº 5, pp. 179-204.
- Lozano, A. (1998): "Efficiency and technical change for Spanish banks". *Applied Financial Economics*, vol. 8, pp.289-300.
- Martín, M.; Carbó, S. y Sáez, F. (1995): "Las participaciones accionarias de las entidades de depósito españolas". *Fundación de la obra social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros*, documento de trabajo nº 114.
- Mc Connell, J.J. y Servaes, H. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595-612.
- Melle, M. y Maroto, A. (1999): "Una aplicación del gobierno de la empresa moderna de las administraciones públicas en las decisiones asignativas de las Cajas de Ahorros españolas". *Revista europea de Dirección y Economía de la empresa*, vol. 8, nº 2, pp. 9-40.
- Melle, M. y Maroto, A. (2002): "Estrategias y operaciones empresariales en los nuevos mercados. 20 casos a estudio". Directores: Miriam Galla Olalla y Camilo Vázquez Ordás. Ed. Ariel Economía, Barcelona.
- Mester, L.J. (1993): "Efficiency in the savings and loan industry". *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, pp. 267-286.
- Morck, R.; Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- Morck, R.; Nakamura, M. y Shivdasani, A. (2000): "Banks, ownership structure and firm value in Japan". *Journal of Business*, vol. 73, nº 4, pp. 539-567.
- Nicols, A. (1967): "Property rights and behaviour: stock vs mutual saving and loan associations. Some evidence of differences in behaviour". *American Economic Review*, vol. 57, pp. 337-346.
- Ochoa, J.L. (1997): "Las participaciones de entidades de depósito en la propiedad de empresas no financieras. Sus efectos sobre las empresas participadas. Un análisis empírico en España 1991-1995". *Tesis Doctoral*, Universidad de Deusto.
- O'Hara, M. (1981): "Property rights and the financial firm". *Journal of Law and Economics*, vol. 24, pp. 313-333.
- Pastor, J.M. (1995): "Eficiencia, cambio productivo y cambio técnico en los bancos y cajas de ahorro españolas: Un análisis de la frontera no paramétrico". *Revista española de economía*, vol.12, pp.36-71.
- Sáez, F. y Martín, M. (2000): "Las Participaciones empresariales de la banca y las Cajas de Ahorros españolas". *Papeles de economía española*, nº 84-85, pp. 222-236.
- Sanchis, J.; Puig, F. y Soriano, J.F. (1998): "Las relaciones banca-industria en España. Un estudio empírico sobre las participaciones de las entidades de crédito en el capital de las empresas no financieras". *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 63-63, pp. 83-102.
- Saunders, A.; Strock, E. y Travlos, N. (1990): "Ownership structure, deregulation and bank risk taking". *The Journal of Finance*, vol. XLV, 2, pp. 643-654.
- Steinherr, A. y Huveneers, Ch. (1994): "On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence". *Journal of Banking and Finance*, vol.18, pp. 271-306.
- Thomsen, S. y Pedersen, P. (2000): "Ownership structure and economic performance in the largest European companies". *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 689-705.