



UNIVERSIDAD DE BURGOS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

TRABAJO DE FIN DE GRADO

El papel del consejo de administración desde un enfoque
disciplinario y cognitivo de gobierno:
Un análisis a los bancos españoles cotizados.

Autor: D. Javier Díaz de Greñu Puertas

Tutor/es: D. Marcos Santamaría Mariscal

Grado en Finanzas y Contabilidad

Curso Académico: 2013 / 2014

Burgos, Junio de 2014

ÍNDICE

0. Resumen/Abstract	3
1. Introducción	3
2. El problema de gobierno corporativo en el marco de la Economía Financiera	5
2.1 Etapas de la Economía Financiera	6
2.2 Principales áreas de estudio en Finanzas	7
2.3 El Gobierno Corporativo	12
3. El problema de gobierno corporativo en las entidades financieras	16
3.1 El papel del Consejo de Administración	18
4. Muestra, fuentes de información y metodología	23
5. Análisis de los resultados	25
5.1 Resultados descriptivos	26
5.2 Resultados explicativos	29
6. Conclusiones	33
7. Bibliografía	37
8. Anexos	41

0. RESUMEN

El presente Trabajo Fin de Grado (TFG) tiene como objeto analizar la influencia del consejo de administración sobre los resultados de una muestra de 14 bancos españoles cotizados en el periodo 2008-2012. Para ello, el trabajo utiliza como marco de estudio las finanzas corporativas, y en concreto, las recientes teorías sobre Gobierno Corporativo. Aplicando de una manera complementaria el enfoque disciplinario y cognitivo de gobierno, los resultados del TFG muestran que el tamaño, la independencia, el porcentaje de mujeres y el porcentaje de consejeros con estudios de derecho y economía son variables que influyen positivamente sobre la rentabilidad y eficiencia de los bancos españoles. Asimismo, contrariamente a los estudios realizados en empresas no financieras, la diversidad, tanto educativa como en experiencia profesional de los consejeros, no es positiva para los resultados de estas entidades. Una posible explicación recae en la importancia, no tanto de la diversidad, como de la formación en economía y derecho para entender la complejidad del negocio bancario.

0. ABSTRACT

The aim of this final year dissertation is to analyze the influence of the board of directors on the results of a sample of 14 Spanish banks listed for 2008-2012. Thus, the work uses as framework the study of corporate finance, and in particular the recent theories of Corporate Governance. Applying both the disciplinary and the cognitive approach of government, the results show that size, independence, the gender and the percentage of studies in law and economics are variables that influence positively on profitability and efficiency of Spanish banks. Thus, contrary to the studies on non-financial firms, diversity, both educational and professional experience of the directors, is not positive about the results of these entities. One possible explanation lies in the importance of focusing on economics and law education to understand the complexity of the banking business.

1. INTRODUCCIÓN

Son varias las motivaciones que me llevaron a escoger este trabajo. En primer lugar, el sector bancario goza de tanto peso en nuestra economía que es importante realizar un análisis sobre los factores que influyen en sus resultados. En segundo lugar, durante estos años la crisis económica ha afectado con especial dureza al sector bancario. Esto se ha debido a que los consejos de administración han permitido que los directivos llevaran a cabo operaciones arriesgadas, que no eran viables desde un punto de vista económico racional.

Es necesario analizar cómo los consejos de administración influyen en los resultados de las entidades y cuál debería ser su composición para poder maximizarlos. De esta manera, un sector financiero fuerte permite mantener el sistema económico general del país.

El trabajo va a constar de diferentes partes. En el primer apartado, dado que el gobierno corporativo es la base de este estudio, es conveniente situar sus raíces. Para ello vamos a descender, desde la definición clásica de Economía, pasando por el desarrollo y etapas de la Economía Financiera, para concluir en las principales áreas de estudio de la misma. En este punto, siguiendo la clasificación de Zingales (2000) (valoración, estructura de capital y gobierno corporativo), cerraremos este apartado abordando específicamente el gobierno corporativo, en el que analizaremos sus dos enfoques (disciplinario y cognitivo) y su evolución.

Siguiendo con ese descenso, en el apartado 3, analizaremos el problema de gobierno corporativo desde la perspectiva de las entidades financieras. El sector financiero es tan complejo que tiene ciertas peculiaridades que deben de ser analizadas.

Posteriormente analizaremos los estudios previos a fin de comprender la relación entre consejo de administración y resultados, ya que, a partir de ellos sentaremos unas proposiciones que trataremos de contrastar en nuestro estudio. Desde el enfoque disciplinario se estudiará la repercusión de la independencia y el tamaño del consejo, y su número de reuniones anuales. Desde el enfoque cognitivo vamos a analizar si el nivel de estudios de los

consejeros, la diversidad, tanto en la educación como en la experiencia profesional, o el porcentaje de mujeres en el consejo tienen influencia sobre los resultados de la entidad.

Más tarde, en el cuarto punto, se explicará brevemente la muestra utilizada, cómo se ha obtenido la información y cuál ha sido la metodología empleada en el trabajo.

En el apartado 5 se llevará a cabo el análisis de los datos obtenidos. Este apartado se divide en dos: el análisis descriptivo y el análisis explicativo. En el análisis descriptivo se analizarán máximos, mínimos, medias y desviaciones típicas, tanto del global de la muestra, como de un análisis segmentado por bancos y por años. Como análisis explicativo aplicaremos un análisis de regresión lineal, utilizando como variables dependientes la rentabilidad (ROA), la eficiencia y la Q de Tobin para constatar la influencia del consejo de administración sobre los resultados de la entidad.

Y en el último apartado, se extraerán las conclusiones más importantes del estudio.

2. EL PROBLEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MARCO DE LA ECONOMÍA FINANCIERA

La definición más conocida de economía corresponde a Lionel Robbins (1932): *economía es la ciencia que se encarga del estudio de la satisfacción de las necesidades humanas mediante bienes que, siendo escasos, tienen usos alternativos entre los cuales hay que optar.*

De esa definición se extraen dos conclusiones: en primer lugar existe escasez de recursos, ya que los fines son múltiples, pero por contraposición, los recursos son limitados; y en segundo lugar, que los medios limitados pueden ser utilizados de modos diversos, y es por tanto, que surge la necesidad de la elección de los fines que vamos a dar a cada recurso.

De manera análoga podemos definir la Economía Financiera como la rama de la Economía que se ocupa del análisis de los procesos de asignación de recursos financieros en el tiempo. Su desagregación de la Economía se produjo a principios del siglo XX, con el nacimiento de las grandes

corporaciones en Estados Unidos. La mejora de las infraestructuras del país condujo a que las empresas se desarrollasen alcanzando una dimensión adecuada para atender toda la demanda potencial del mercado. Esta evolución significó la preocupación por los problemas financieros y, por ende, el interés por los mercados de capitales y por la resolución de problemas financieros en las empresas. Hasta este momento la financiación había formado parte del estudio de la Ciencia Económica, pero a partir de este momento se desarrollará como disciplina autónoma.

2.1 Etapas de la Economía Financiera

Tradicionalmente se distinguen tres etapas en el desarrollo de la Economía Financiera:

- Tradicional (1920-1955): en esta primera etapa de la Economía Financiera los planteamientos se centran en la financiación a largo plazo de las grandes corporaciones (considerándose el entorno estable no tenía tanto sentido centrarse en la financiación a corto plazo). Además en este momento predomina el enfoque normativo (lo que deben hacer financieramente las empresas) frente al enfoque positivo (lo que realmente hacen). Asimismo, el objeto de las finanzas era explicar las instituciones medios y técnicas para obtener fondos.

En esta época el estudio se centra principalmente en el análisis externo de la empresa, mientras que las decisiones de la propia empresa (análisis interno) toman un papel secundario.

- Moderna Economía Financiera (1955-1976): se trata de la etapa más fructífera en cuanto al desarrollo y contribución de nuevas teorías en finanzas. Se adopta el enfoque positivo en el análisis de los problemas financieros.

Una vez acabada la II Guerra Mundial, se inicia un proceso de expansión económica que centra el estudio de las finanzas en cuestiones como la rentabilidad y el crecimiento. Se desarrollarán modelos de valoración, tanto de activos financieros (CAPM), como de opciones (OPM), de gran transcendencia en los estudios posteriores, así como nuevas teorías en el análisis de la estructura de propiedad (Modigliani y Miller), o sobre la eficiencia de los mercados de capitales.

- Contractual (1976-actualidad): en este momento se toma conciencia de la importancia de la incertidumbre y de la información asimétrica en los procesos de decisión empresarial. Por fin se “mira” dentro de la empresa para intentar explicar la toma de decisiones. La principal aportación de esta etapa hasta el momento es el desarrollo de la Teoría de la Agencia, que concibe la empresa como una ficción legal que sirve de nexo de unión a un conjunto de contratos.

A medida que la economía financiera evolucionaba a lo largo de estas etapas, también lo hizo el objetivo financiero perseguido por la empresa. Inicialmente, con una concepción de empresa basada en un único propietario, el objetivo financiero era maximizar el beneficio de la empresa con el fin de satisfacer los intereses del propietario. Con la concepción moderna de la empresa (separación entre la propiedad y la dirección de la misma), este objetivo ha evolucionado hasta pivotar sobre la creación de valor, bien sea para todos los partícipes (o stakeholders) o bien para los partícipes financieros, según la teoría que se adopte.

2.2 Principales áreas de estudio en Finanzas

Zingales (2000) clasifica las finanzas corporativas en tres grandes áreas de estudio, que son la Valoración, la Estructura de Capital y el Gobierno Empresarial (Gobierno Corporativo). Estas tres áreas han sido objeto de estudio durante el siglo XX, si bien el peso de la investigación se ha trasladado de un área a otra según el concepto de empresa imperante en cada momento.

La **valoración** adquiere un papel fundamental en el ámbito de la inversión, ya que es imprescindible para la empresa valorar los diferentes proyectos de inversión para optar por el más beneficioso, entendiendo como tal el que ayude en mayor medida a la empresa a crear valor. Asimismo, la existencia de mercados financieros a los que acudir para financiar tales inversiones permite que proyectos que en un principio no podrían llevarse a cabo por carecer de los recursos necesarios, se puedan financiar. Ello permite, además, ajustar las pautas de consumo e inversión de los individuos a lo largo del tiempo en función de sus preferencias personales.

Para valorar los proyectos de inversión se utilizan tradicionalmente dos modelos de valoración como el Valor Actualizado Neto (**VAN**) y la Tasa Interna de Rendimiento (**TIR**). Estos modelos tienen como desventaja que se fundamentan en mercados perfectos y eficientes (es imposible obtener rendimientos continuamente superiores a la media del mercado porque los precios recogen absolutamente toda la información, pública y privada, que podría afectarles), por lo que su aplicación al mundo real se torna compleja.

En el marco de la valoración, en este caso de activos financieros, el modelo **CAPM** (Capital Asset-Pricing Model) se fundamenta en la existencia de dos tipos de riesgos. Por una parte el riesgo no sistemático, que nace de las características específicas de cada empresa; y por otra, el riesgo sistemático, que afecta al mercado entero. Sharpe señala en 1964, que el riesgo sistemático al afectar a todos los activos no puede ser eliminado, pero que, por el contrario, el riesgo no sistemático puede ser eliminado a través de la diversificación de carteras. Por lo tanto, el modelo CAPM destaca que el mercado solo pagará más por el riesgo sistemático del título, pero no por el específico. Este modelo ha tenido una gran repercusión en su aplicación a la valoración de proyectos de inversión real en las empresas.

Por último, los modelos de valoración de opciones de **Black y Scholes** (1973) y el modelo binomial de **Cox, Ross y Rubinstein** (1979) se utilizan para valorar contratos de opción tanto sobre valores financieros (acciones y otros pasivos) como sobre proyectos de inversión en activos reales como si se trataran de opciones.

Por otro lado, la valoración de empresas persigue medir el valor total creado por una empresa, cuestión que no es sencilla; si bien, Zingales (2000) nos dio la fórmula, al menos desde un punto de vista teórico: la suma descontada de las rentas generadas por la entidad llamada empresa menos el coste de oportunidad de los factores usados.

La **estructura de capital** atañe a la relación entre los recursos ajenos y los recursos propios de una empresa, y su influencia sobre el valor de la empresa.

Las primeras aportaciones en este sentido fueron las de los **enfoques RE** (Resultado de Explotación) y **RN** (Resultado Neto). De acuerdo con el enfoque

RE no existe una estructura financiera óptima debido a que Coste de Capital (K_0) y el Valor de la empresa en el mercado (V) son variables independientes de la estructura de capital, por lo que no es posible aumentar el valor de la empresa variando la combinación de recursos propios y ajenos.

Por el contrario, el enfoque RN mantiene que el Coste de Capital (K_0) disminuye al aumentar el endeudamiento de la empresa. Por tanto, el valor de la empresa aumenta al incrementarse la proporción de recursos ajenos.

No obstante, las aportaciones más importantes en este campo fueron las de **Modigliani y Miller** (1958 y 1961), que sentaron las bases del estudio. La Teoría Modigliani y Miller enunciada por estos autores demuestra que en mercados de capitales perfectos y ausencia de impuestos, el valor de la empresa depende solamente de la capacidad de generación de renta de sus activos y no de sus fuentes de financiación (estructura de capital) ni de la distribución de estas rentas generadas en forma de liquidez a los accionistas (dividendos). En definitiva, para Modigliani y Miller, la estructura financiera es completamente irrelevante para valorar la empresa.

Sin embargo, los mercados de capitales no son perfectos, hecho que no pasó desapercibido para Modigliani y Miller, que en 1961 añadieron a su modelo las imperfecciones que suponen la existencia de impuestos. El análisis se va a centrar ahora en conseguir una estructura óptima de capital que maximice el valor de la empresa. Por un lado, el Impuesto de Sociedades favorece a las empresas con endeudamiento, ya que los intereses del endeudamiento son fiscalmente deducibles (los dividendos no lo son), lo que incentivaría maximizar el nivel de endeudamiento; pero por otro lado, el uso excesivo del endeudamiento lleva a la empresa a una situación de dificultades financieras que puede acabar con los llamados “costes de quiebra”, lo que supone un freno al endeudamiento.

Pero la principal aportación en el estudio de la estructura de capital durante los últimos años, se ha producido como consecuencia de la constatación en la moderna empresa de la separación entre la propiedad y el control.

Ya no se considera a la empresa como una “caja negra”, sino que las relaciones contractuales entre los diferentes stakeholders constituyen la

esencia de la misma. Esta es la esencia sobre la que se desarrolla la **Teoría de la Agencia** (Jensen y Meckling, 1976), y es que la incertidumbre y los problemas de información asimétrica en las empresas han provocado discrepancias entre accionistas y dirección, así como entre accionistas y obligacionistas que generan costes de agencia y reducen la eficiencia de la empresa.

La empresa es un nexo de contratos entre individuos con objetivos distintos y divergentes (Jensen y Smith, 2000), en la que cada stakeholder persigue maximizar sus intereses personales. La solución de estos conflictos de intereses conlleva unos costes, llamados costes de agencia. Estos se producen cuando los accionistas formalizan contratos y supervisan la actuación de los directivos, así como cuando los directivos tratan de garantizar a los accionistas que su comportamiento no se desvía del pactado. Asimismo, existe un coste adicional derivado de la reducción de la riqueza de los accionistas como consecuencia de la divergencia entre las decisiones que maximizarían el valor de la empresa en el mercado y las que realmente son llevadas a cabo (aquí hay que incluir los beneficios privados de los directivos, gastos innecesarios, utilización de recursos de la empresa para beneficio propio etc.)

Estos costes de agencia van aumentando a la vez que la separación entre propiedad y control se hace más evidente, ya que es más difícil alinear los objetivos entre ambas partes.

Las consecuencias, en cuanto a estructura de capital se refiere, en un entorno de información asimétrica y conflicto de intereses, son que las empresas tienden a aumentar el nivel de endeudamiento y el reparto de dividendos para reducir el volumen de recursos que los directivos pueden utilizar discrecionalmente (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986), al tiempo que transmiten señales sobre las expectativas de los directivos en cuanto a la solvencia y oportunidades de beneficio futuras de la empresa (Ross, 1977; Bhattacharya, 1979). En definitiva, la Teoría de la Agencia ha puesto de manifiesto las bases para el desarrollo de un buen número de nuevas teorías financieras.

La **Teoría del Pecking Order** nace a partir de los trabajos de Myers y Majluf (1984) y se fundamenta en que las empresas tienen una prioridad por la financiación de la siguiente manera: en primer lugar las empresas prefieren

financiarse con recursos internos, es decir, con beneficios retenidos (reservas), ya que esta forma de financiación carece de coste explícito y puede ser empleada con mayor discrecionalidad que la financiación externa; en caso de necesitar más recursos, la empresa recurrirá a la financiación externa, y en este caso tiene dos opciones que también están jerarquizadas, ya que se optará por la emisión de deuda antes que por el aumento de capital. Según esta teoría, las acciones son títulos con mayor riesgo que la deuda, y por tanto, los accionistas van a exigir mayor rentabilidad, por lo que su coste será también mayor. Además el endeudamiento genera ventajas fiscales que no genera la emisión de capital.

La **Teoría de Señales** (Spence,1973) considera que las decisiones que lleva a cabo una empresa son señales que son lanzadas a los mercados financieros y que dan pie a que los inversores piensen que la empresa tiene una mejor o peor situación financiera. Según esta teoría, la emisión de acciones solo tiene sentido cuando los beneficios son bajos (para que su coste vía dividendos sea bajo), pero esta señal será captada por los inversores que llegarán a esa conclusión. Por otra parte si la empresa emite deuda, lanza una señal favorable al mercado ya que es entendida por los inversores como sinónimo de alto rendimiento.

Por su parte la **Teoría de la Información Asimétrica** (Akerlof, 1970) se interrelaciona con la Teoría del Pecking Order, ya que sostiene que lo que hace que una fuente de financiación tenga mayor o menor coste son las asimetrías informativas. Si el inversor detecta que existen asimetrías de información por parte de los directivos va a exigir una rentabilidad más alta. Ello conduce por tanto a una jerarquización en la utilización de fuentes de financiación similar a la propuesta por la Teoría del Pecking Order.

Tanto la Teoría del Pecking Order, como la de Señales y la de Información Asimétrica no determinan que una estructura de capital sea la óptima, sino que jerarquizan las decisiones de financiación en tres niveles: la financiación con beneficios retenidos, la financiación a través de la emisión de deuda y, en última instancia, la financiación a través de la emisión de nuevas acciones.

Una última teoría a destacar en este apartado es la **Teoría del Free Cash Flow** (Jensen 1986) que sostiene que en las empresas con flujos de tesorería

superiores a los necesarios para financiar los proyectos de inversión, los directivos van a ser reticentes a repartir beneficios entre los accionistas, ya que los beneficios retenidos tienen mayor discrecionalidad y pueden utilizarlos en su propio interés personal. Es por eso que los accionistas preferirán que la empresa se financie con deuda y no con beneficios retenidos. Esto es así porque al endeudarse, la empresa adquiere el compromiso con la entidad de devolver parte del principal con periodicidad y, por tanto, los directivos tienen menos recursos libres (al ir los flujos de caja a la devolución del préstamo). Además la empresa al endeudarse debe tener claro en qué y cuándo invertir, por lo que los directivos no pueden gozar de tanta discrecionalidad como con los recursos internos, que pueden incentivar comportamientos oportunistas.

El último gran área de estudio citado por Zingales es el **Gobierno Corporativo**. Este es el área que más influencia ha ido ganando en los últimos años y será objeto de especial análisis en el siguiente epígrafe al constituir el objeto central del presente TFG.

2.3 El Gobierno Corporativo

Como bien apunta Charreaux (2004), las teorías sobre gobierno corporativo no han tenido por objeto estudiar la manera en que los directivos gobiernan sino, más bien, la manera en que los directivos son gobernados. El objetivo principal del sistema de gobierno corporativo es contribuir a crear valor en la organización. Para ello, el gobierno debe servir no solo para disciplinar los comportamientos oportunistas que merman la capacidad de supervivencia de la organización, sino también (y sobretodo) para construir capacidades que ayuden a percibir y generar nuevas oportunidades de crecimiento de la misma (Andrés y Santamaría, 2010).

Este planteamiento conduce a concebir el gobierno desde dos enfoques diferentes, el disciplinario y el cognitivo. Aunque ha sido mayor la importancia que ha tenido el enfoque disciplinario a lo largo de los años, es ahora el enfoque cognitivo en el que más se centran los estudios.

El Gobierno Corporativo desde el enfoque disciplinario: Berle y Means (1932) ya se dieron cuenta por esos entonces que las grandes corporaciones estaban empezando a adquirir una estructura diferente que las empresas

tradicionales, y realizaron un estudio en el que contrastaron la existencia de propietarios sin apreciable control (accionistas) y de controladores sin apreciable propiedad (directivos). Esta separación entre control y propiedad dio origen, bajo la Teoría de la Agencia, al gran dilema de si los directivos actúan en interés de los propietarios.

Como ya hemos apuntado, desde la Teoría de la Agencia la empresa se concibe como un nexo de contratos en el que cada partícipe busca maximizar sus intereses en un contexto de información asimétrica e incertidumbre. Entre todos los conflictos posibles, el más importante es el que involucra a los aportantes de recursos financieros (accionistas y acreedores) y a la dirección. La importancia reside en que sin recursos financieros la empresa no podría existir. En concreto, el conflicto accionista-directivo ha sido el más estudiado en la literatura financiera hasta que La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) demostraron que ese no era el problema de las empresas de Europa Continental. Analizando la estructura de propiedad de las empresas se dieron cuenta de que muchas de ellas contaban con un accionista mayoritario que tenía un gran poder sobre la empresa. Por tanto, es erróneo en estas empresas analizar los problemas entre accionistas y dirección, ya que los accionistas mayoritarios tienen el control de la misma (eligen a la dirección), y en este caso tiene más sentido focalizar el problema en el conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny diferencian por tanto dos grandes bloques de países en función de la tradición legal de los mismos: common law (países anglosajones) y civil law (principalmente Europa y países de América del Sur).

Los autores demuestran que los derechos de propiedad se encuentran más protegidos en los países de common law, con lo que se incentiva que los accionistas inviertan en empresas, se desarrollen los mercados financieros, y la propiedad esté más dispersa surgiendo una multitud de pequeños accionistas. En estos países se constata una dimensión vertical del problema de gobierno corporativo ya que los conflictos de intereses existirán entre los accionistas y la dirección.

Por el contrario, en los países de tradición legal civil, los derechos de los inversores no están tan protegidos, por lo que la propiedad tiende a estar en unos pocos accionistas mayoritarios. En este caso, constata un conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios.

Para impedir que los directivos (common law) o los accionistas mayoritarios (civil law) se comporten de manera oportunista, existen mecanismos de gobierno destinados a limitar y controlar el poder de los mismos.

Para solucionar el problema accionistas-directivos existen mecanismos tales como contratos de incentivos (que alinean los intereses de los directivos con los de la empresa), el consejo de administración (se encarga de asesorar a la dirección), el mercado de control corporativo (aparecerán nuevos inversores queriendo adquirir la compañía si el valor real de la empresa es inferior al potencial) o establecer una estructura de capital que limite los recursos discrecionales a disposición de la dirección.

Para solucionar el problema accionistas mayoritarios-minoritarios los estudios se han centrado en la limitación de derechos de voto de los accionistas de control (blindaje en los estatutos), en la configuración del consejo de administración (que exista mayoría de consejeros independientes) o en el incremento de la transparencia informativa (mayor información sobre quién es el propietario último de la empresa, que estudios tiene, etc.)

El Gobierno Corporativo desde el enfoque cognitivo: este enfoque ha ido ganando trascendencia desde el gobierno corporativo y su planteamiento parece más coherente. A diferencia del enfoque disciplinario, la clave para la creación de valor no reside en mecanismos de gobierno que disciplinen a los directivos y resuelvan conflictos de agencia, sino más bien en mecanismos de gobierno que induzcan al aprendizaje y que, por ejemplo, estimulen a la dirección para que imagine, perciba y genere nuevas oportunidades de inversión (Charreaux, 2005).

Charreaux también explica que, con una misma información, directivos administradores o accionistas pueden plantear propuestas incompatibles por tener esquemas cognitivos diferentes, lo que hace que se convierta en una fuente potencial de conflictos. Estos conflictos tienen como punto negativo que

estas diferencias lleve a los participantes a abandonar el equipo pero como punto positivo que se evalúan un mayor número de alternativas y se evalúan con mayor cuidado.

Por tanto, el enfoque cognitivo resalta la importancia de la capacidad innovadora de la dirección para imaginar percibir y generar nuevas oportunidades. Este enfoque conduce a un nuevo planteamiento en la utilización de los mecanismos de gobierno. Por ejemplo, el consejo de administración adquiere una importancia clave como mecanismo para asesorar a la dirección. Por ello, se valorará positivamente que en los consejos de administración, los consejeros cuenten con diferentes estudios, experiencias profesionales previas o hayan trabajado en diferentes sectores.

Los que se muestran a favor de este enfoque se basan en que la diversidad en la dirección favorece a la creación de valor sostenible, si bien es cierto, el estudio empírico a penas se ha desarrollado por su complejidad.

No obstante, los trabajos más recientes apuntan a la integración de ambos enfoques. Para Andrés y Santamaría (2010) las teorías fundamentadas en el enfoque cognitivo incrementan el poder explicativo de las teorías basadas en el enfoque disciplinario. Este es el planteamiento que hemos adoptado en este TFG.

Tabla 2.1: Clasificación diferentes teorías sobre finanzas

Valoración	VAN y TIR	
	CAPM	Sharpe (1964)
	OPM	Black y Scholes (1973)
	Modelo Binomial	Cox, Ross y Rubinstein (1979)
Estructura de capital	Enfoque RE y RN	Durand (1952)
	Teoría MM	Modigliani y Miller (1958, 1961)
	Teoría de la Agencia	Jensen y Meckling (1976)
	Teoría del Pecking Order	Myers y Majluf (1984)
	Teoría de Señales	Spence (1973)
	Teoría de la Información Asimétrica	Akerlof (1970)
	Teoría del Free Cash Flow	Jensen (1986)
Gobierno Corporativo	Teoría Financiera de la Agencia	Jensen, Meckling (1976) LLSV (1998)
	Teoría Cognitiva	Charreaux (2005)

Fuente: elaboración propia

3. EL PROBLEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Aplicando el análisis anterior a las entidades financieras objeto de estudio en este TFG, nos damos cuenta que estas presentan una naturaleza diferente a la de las empresas no financieras, fundamentalmente por unas cuantas peculiaridades propias.

En primer lugar, las entidades financieras son más opacas que el resto de empresas. Se entiende por opacidad la dificultad que tienen los partícipes externos para supervisar el comportamiento de los internos (Levine, 2004b).

Las entidades financieras guardan celosamente la información sobre las operaciones de préstamo/depósito que llevan a cabo. Además en las entidades financieras, existe una infinidad de pequeños “inversores” que depositan sus ahorros pero no se preocupan de dónde acaban los mismos. El problema tiene su origen en la falta de experiencia y en la ausencia de incentivos para supervisar las actividades de las entidades por parte de los depositantes. Esto es así porque se trata de economías domésticas que desconocen donde van sus ahorros, debido a las asimetrías de información y además no les interesa controlar a los bancos, ya que la remuneración que van a obtener por el depósito de sus ahorros va a ser la misma.

Esta falta de incentivos a supervisar por parte de los depositantes, lleva a problemas de *free rider* y a que los directivos puedan actuar libremente, llevando a cabo operaciones de riesgo, ya que, tienen importantes incentivos por obtención de beneficios y si la operación resulta negativa, los directivos no ven reducido su salario. Además los contratos blindados hacen muy caro su despido. Esto ha llevado a que numerosos bancos y cajas de ahorro hayan realizado operaciones de gran riesgo, que en muchos casos han sido nefastas para la entidad.

Otro problema que ha originado la opacidad es que las entidades han favorecido la constitución de préstamos a empresas relacionadas. De esta manera, empresas que controlaban los consejeros de la entidad se vieron premiadas con préstamos a intereses más bajos o con mayor plazo de devolución. Tan pésimas eran estas operaciones para las entidades que no

solo no veían como tenían menores beneficios, sino que los ratios de morosidad en las empresas relacionadas eran mucho mayores; de hecho, según un estudio de La Porta, López de Silanes y Zamarripa (2003) la tasa de recuperación de esos préstamos era un 78% menor que en las empresas no relacionadas.

Si analizamos el impacto de la opacidad sobre la competencia, podemos observar como en el sector, esta última es muy inferior a la de otros sectores. Los depositantes al tratarse de economías domésticas desconocen en muchas ocasiones los productos (el caso de las preferentes) y los servicios financieros, lo que reduce el grado de competencia y conduce a posiciones monopolistas dado el peor funcionamiento del mercado de bienes y servicios. Y además cuando estos depositantes acuden a su banco de confianza, se relacionan con su banquero de “toda la vida”, lo que reduce los problemas de información asociados a la concesión de préstamos, pero a la misma vez estas relaciones de largo plazo reducen la competencia, ya que desalienta al depositante a cambiar de banco.

Adicionalmente las entidades financieras muestran una estructura de capital donde el nivel de endeudamiento es muy alto, mucho más que en empresas no financieras. Esto es así porque las entidades financieras se financian en más de un 90% a través de deuda, y de esta financiación la mayor parte corresponde a depósitos de clientes.

Ahora bien, estos ahorros están invertidos en activos ilíquidos (préstamos, inversiones en activos financieros etc.), lo que puede provocar, ante una situación de desconfianza en el sector o ante una mínima amenaza de crisis en un banco, que se produzcan pánicos bancarios y los depositantes quieran retirar rápidamente sus ahorros, cosa que se torna imposible para el banco cuando esto mismo lo reclama un gran número de depositantes. Es decir, que las entidades financieras asumen un importante riesgo de insolvencia o iliquidez en el caso de que se produzca un pánico bancario y los depositantes acudan en masa a retirar sus depósitos.

Por último, el impacto que tiene la quiebra de una entidad financiera sobre la sociedad es muy alto. Las entidades financieras tienen importantes externalidades negativas asociadas a su quiebra ya que depositantes,

empresas y otras entidades financieras se ven afectadas. Los depositantes corren el riesgo de perder todos sus ahorros, lo que se ha venido protegiendo a través de la regulación bancaria. Las empresas pueden ver como se les corta el flujo de dinero para inversiones, lo que puede producir que la economía se estanque. Finalmente las demás entidades financieras también se ven afectadas ya que sus respectivos depositantes, pueden optar por retirar sus ahorros, lo que provocaría un efecto dominó, que desembocaría en una crisis del sector financiero que afectaría a todos los sectores.

Es por esto que, ante el impacto que tiene sobre la economía la caída de una entidad financiera, los gobiernos optan por impedir que esto ocurra. Esto se lleva a cabo primero a través de una intensa regulación preventiva (inspecciones periódicas, mantenimiento de un mínimo de capital propio (TIER) autorización previa para ejercer negocios bancarios etc.) y en el caso de que ocurra la quiebra, inyectando dinero o nacionalizando los bancos. Sin embargo, estas “ayudas” que la regulación proporciona, también pueden provocar que el margen de actuación de los directivos sea más amplio y puedan llevar a cabo operaciones arriesgadas que en otras condiciones no realizarían, ya que no temen que el banco desaparezca por su mala actuación.

3.1 El papel del Consejo de Administración

Las peculiaridades anteriores de las entidades financieras no suponen, sin embargo, una modificación sustancial del problema de gobierno corporativo. Se trata no solo de disciplinar a la dirección o al accionista de control del banco, sino también de asesorarle para que detecte nuevas oportunidades de negocio. El consejo de administración juega un papel clave en este proceso.

Este trabajo se centra en el problema de gobierno corporativo en los consejos de administración y su influencia sobre los resultados de la empresa. El consejo se encarga de la evaluación y control de la alta dirección, para defender los intereses de los accionistas quienes le transfieren la facultad y el poder de limitar la discrecionalidad de los directivos. Según Jensen (1993) es el principal mecanismo interno de resolución de conflictos y tiene la responsabilidad final del funcionamiento de la empresa. La finalidad última del consejo de administración es aumentar el valor de la empresa, tanto disciplinando como asesorando a la dirección y/o accionista mayoritario.

Para el sector financiero Adams (2011) analizó un total de 1500 firmas desde 1996 a 2007, obteniendo como resultado que los consejos de administración de las entidades financieras tienen un mayor tamaño y son más independientes que en las entidades no financieras. Esto es así porque las peculiaridades que tienen las entidades financieras hacen necesario consejos más grandes e independientes.

Es por tanto necesario conocer el análisis específico del sector que se ha hecho hasta el momento, para comprobar que repercusión tiene sobre los resultados del banco.

Modelo disciplinario de gobierno corporativo: el consejo se concibe como un mecanismo disciplinario de la actuación de los directivos y/o de los accionistas mayoritarios que controlan la empresa.

La literatura empírica sobre la cuestión habla de que su eficacia depende de diferentes factores como el grado de independencia de los consejeros, número de consejeros, existencia de comités específicos dentro del mismo, o de que coincidan en una misma persona la figura de directivo y presidente del consejo (Azofra y Santamaría, 2004), aunque para el presente TFG nos vamos a centrar en analizar el grado de independencia, el tamaño y el número de reuniones del consejo.

En cuanto a la **independencia** del consejo, Brickley y James (1987) en una muestra de 900 bancos estadounidenses comprobaron que a mayor proporción de consejeros externos, menor es el gasto salarial de los directivos.

Otros autores (Bhagat y Black, 2002; Hermalin y Weisbach, 1991; John y Senbet, 1998) también están a favor de que los consejos de administración cuenten con un alto grado de consejeros independientes, ya que, según ellos un consejo de administración independiente tiene menos conflictos de intereses a la hora de asesorar a la dirección.

Según Andrés y Valledado (2006) existe una relación en forma de U-invertida entre la proporción de consejeros externos y los resultados de la entidad. Consideran que un consejo de administración eficiente requiere la presencia de consejeros ejecutivos, cuyo conocimiento del banco puede complementar las capacidades de los consejeros externos. Para ellos existe una combinación

óptima de consejeros externos e internos que es la más adecuada para crear mayor valor. Esto es así porque los consejeros internos conocen mejor la actividad de la empresa y aportan mayor experiencia mejorando la rentabilidad, aunque no se han realizado estudios sobre estas hipótesis dado que pertenecen al ámbito cognitivo de gobierno.

En esta misma línea, hay estudios que defienden que los consejeros ejecutivos son positivos para la entidad, ya que aportan información que los consejeros externos no conseguirían encontrar y además los propios consejeros ejecutivos forman un enlace de unión para transmitir información entre el consejo de administración y la propia dirección (Adams y Ferreira, 2007; Harris y Raviv, 2005; Coles y otros, 2008).

A la vista de lo expuesto anteriormente, no hay unanimidad en cuanto a la relación entre independencia del consejo y resultados de la entidad. Aunque nos decantamos por creer que exista una relación positiva entre un mayor porcentaje de consejeros independientes y los resultados.

En segundo lugar, analizaremos el impacto que tiene el **tamaño** del consejo de administración sobre los resultados de la entidad. Jensen (1993) prefiere un número pequeño de consejeros (8 aproximadamente) ya que según él, en un consejo pequeño existe una mayor participación y debate entre los miembros. Asimismo en consejos de administración pequeños no existen tantos problemas de coordinación y comunicación por lo que es más fácil controlar a los directivos.

Por el contrario, un elevado número de consejeros favorece la diversidad cultural lo cual ayuda a tener puntos de vista diferentes y tomar mejores decisiones para aumentar el valor de la empresa (enfoque cognitivo).

El trabajo empírico de Andrés y Vallelado (2006) ofrece como resultado que existe una relación en forma de U-invertida entre el tamaño del consejo y los resultados del banco. Quiere decir por tanto, que existe un número idóneo de consejeros que maximiza el valor de la empresa. Si existen menos consejeros que los óptimos es más complicada la tarea de control de los directivos, y a partir de esa cantidad se acentúan los problemas de coordinación, control y toma de decisión.

En principio, dadas las particularidades propias de las entidades financieras anteriormente reseñadas, es de esperar una relación positiva entre el tamaño del consejo y los resultados obtenidos por las entidades financieras.

Por último, teniendo en cuenta la actividad del consejo, analizaremos los estudios hasta el presente acerca del impacto del **número de reuniones** del consejo de administración sobre los resultados. Para Andrés y Valledado (2006) con una muestra de 66 bancos comerciales en el periodo 1996-2003 demostraron que existe una relación positiva entre el número de reuniones y los resultados del banco, lo que quiere decir que a mayor número de reuniones del consejo, la entidad tiende a tener mejores resultados.

Es por tanto, que prevemos una relación positiva entre el número de reuniones y los resultados de la entidad.

Modelo cognitivo de gobierno corporativo: el consejo se concibe como un organismo que asesora a los directivos y/o accionistas mayoritarios en la toma de decisiones y que incluso ayuda a identificar nuevas oportunidades de negocio.

Empezaremos analizando si tiene repercusión sobre los resultados que los consejeros presenten un mayor o menor **nivel de estudios** y la vinculación de los mismos con el cargo desarrollado.

El nivel de educación académica afecta al nivel de conocimientos del consejero, a la capacidad de tomar decisiones y también a la innovación. Autores como Daily y Dalton (1994) o Rose (2007) contrastan que el nivel de estudios no influye en el valor de la empresa y por el contrario Kim y Lim (2010) creen que sí que afecta, incrementándolo. Asimismo, Wincent y otros (2010) constataron que existe una relación positiva entre el número total de títulos universitarios dentro del consejo y los resultados de la entidad a la que asesoran.

Ante lo expuesto anteriormente, es lógico pensar que exista una relación positiva entre el nivel de estudios de los consejeros y los resultados de la entidad.

Por otra parte, parece racional pensar que una persona con estudios en ciencias económicas y empresariales tenga más nociones sobre materia

bancaria que un ingeniero, aunque cada vez son más las teorías que defienden que la **diversidad** educativa contribuye a crear valor. Esto es así porque la heterogeneidad educativa contribuye a que existan diferentes puntos de vista y por tanto se valoren múltiples alternativas.

Algo similar pasa también con la diversidad en la experiencia profesional. Esta teoría se ve incompleta al no haber un estudio empírico que le de validez experimental y por tanto queden cuestiones por solucionar. En primer lugar, según Golden y Zajac (2001), el efecto de la heterogeneidad no es lineal, por lo que algo de diversidad es beneficioso, si bien, mucha puede tener un efecto contraproducente (U-invertida); y en segundo lugar, la heterogeneidad solo tiene efectos positivos cuando las características de cada persona se complementan, y por tanto, existe interdependencia.

El presente trabajo analizará si es más positivo que los consejeros centren sus estudios en materias relacionadas (economía, derecho), o por el contrario es preferible que en el consejo exista diversidad educativa. De manera muy similar se analizará si los consejeros deben tener una experiencia profesional relacionada con la actividad que desarrollan o si los beneficios que aporta la diversidad hace preferible que exista heterogeneidad en el consejo de administración.

En ambos casos creemos en los recientes estudios que abogan por los beneficios que aporta la diversidad y por tanto proponemos una relación positiva entre diversidad y resultados.

Por último, analizaremos el impacto que tiene el **género** de los consejeros sobre los resultados. La presencia de mujeres en los consejos de administración ha aumentado (aunque lentamente) con el paso del tiempo (por ejemplo, en Estados Unidos el porcentaje de consejeras ha aumentado de 5,6% en 1990 hasta un 15,2% en 2010). Esto es así porque se considera que las mujeres tienen mejor capacidad de comunicación que los hombres y además presentan esquemas mentales (formas de pensar) diferentes a los hombres.

Esto es teoría, pero los estudios empíricos también lo confirman. Por ejemplo Carter y otros (2003) encontraron una relación positiva entre el porcentaje de

consejeras y los resultados de la empresa. No obstante, el porcentaje de mujeres consejeras es inferior en las entidades que en otros sectores donde aparecen en estos cargos con mayor asiduidad.

Proponemos por tanto que existe una relación positiva entre el número de mujeres en el consejo y los resultados de la entidad.

4. MUESTRA, FUENTES DE INFORMACIÓN Y METODOLOGÍA

Para el presente estudio empírico se ha analizado la población de entidades financieras cotizadas españolas en el periodo 2008-2012, lo que ha supuesto el análisis de 14 entidades y un total de 48 observaciones.

La información necesaria para el presente estudio se ha obtenido de diferentes fuentes:

En primer lugar, para conseguir la información correspondiente a los consejos de administración fue necesario obtener los Informes de Gobierno Corporativo donde se hallaba el número, tipo y género de los consejeros y asimismo el número de reuniones anuales del consejo.

Posteriormente, para buscar la información relativa a la educación y experiencia laboral previos de cada consejero, se acudió a las páginas webs corporativas de cada entidad o simplemente a través de buscadores de internet (google).

Asimismo, a través de la Asociación Española de Banca y de las memorias de cada entidad, fue posible conseguir los balances y las cuentas de resultados de cada entidad.

Otros datos (TIER) aparecían en la sección de hechos relevantes publicados en la CNMV, aunque, los bancos más grandes publican periódicamente informes financieros donde también aparecían.

Por último, los datos acerca de la cotización a 31 de diciembre de cada año fueron encontrados en la web de la Bolsa de Madrid.

Para tratar los resultados obtenidos del estudio se ha utilizado el programa SPSS 20.0 a través del cual ha sido posible analizar los descriptivos de cada

variable, la correlación entre ellas, así como el análisis de regresión lineal para comprobar si la relación que existía entre las variables era causal.

Asimismo, hemos realizado un análisis explicativo a través de dos modelos de regresión lineal (pooled o datos agrupados):

Modelo 1:

$$\text{Result}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{IND}_i + \beta_2 \text{NCONS}_i + \beta_3 \text{NREU}_i + \beta_4 \text{POST}_i + \beta_5 \text{ECO}_i + \beta_6 \text{DER}_i + \beta_7 \text{MUJER}_i + \beta_8 \text{FIN}_i + \beta_9 \text{POLIT}_i + \beta_{10} \text{ACAD}_i + \beta_{11} \text{MOR}_i + \beta_{12} \text{TIER}_i + \beta_{13} \text{LNAT}_i + \beta_{i,t} \text{YEAR}_{i,t} + v_i.$$

Modelo 2:

$$\text{Result}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{DIVEREDU}_i + \beta_2 \text{DIVEREXP}_i + \beta_3 \text{MOR}_i + \beta_4 \text{TIER}_i + \beta_5 \text{LNAT}_i + \beta_{i,t} \text{YEAR}_{i,t} + v_i.$$

Para medir los resultados de las entidades financieras utilizamos 3 variables clásicas: la rentabilidad económica (ROA), la eficiencia en costes (EFI) y la Q de Tobin. Asimismo, utilizamos un conjunto de variables independientes (ver tabla 4.1) que tratan de medir la composición del consejo de administración en términos de tamaño, independencia, actividad, diversidad, nivel educativo y experiencia profesional de sus miembros.

A continuación se podrá consultar una breve descripción de las distintas variables que han sido empleadas en este análisis.

Tabla 4.1: Descripción de las variables empleadas.

Variables	Definición
ROA	Cociente entre el Resultado de la actividad de Explotación y los Activos Totales
EFI	Cociente entre la suma de los costes de explotación (Gastos personal+administración + deterioros + provisiones + pérdidas por inversiones crediticias) y el margen bruto.
TOBIN	Cociente entre Valor en Bolsa y Patrimonio Neto
NCONS	Número de consejeros
IND	Porcentaje de consejeros independientes
EJEC	Porcentaje de consejeros ejecutivos
NREU	Número de reuniones anuales del consejo
LIC	Porcentaje de consejeros con títulos de licenciatura
POST	Porcentaje de consejeros con títulos de postgrado (Master y Doctorado)
DER, HUM, CSALUD, ECO, ING, CIENC	Porcentaje de consejeros que han cursado estudios de derecho, humanidades, ciencias de la salud, económicas, ingeniería y ciencias, respectivamente.
FIN, POLIT, ACAD, CONSUL, FUNC, SALUD, CONST, PRIM, MANUF, ENER, TRANSP, TUR	Porcentaje de consejeros que han trabajado (o trabajan) en el sector financiero, político, académico, consultoría, funcionario, salud, construcción, primario, manufacturero, energético, transporte, turismo e informativo, respectivamente
MUJER	Porcentaje de mujeres en el consejo
DIVEREDU	Diversidad educacional calculada como: $1 - \sum(P_i)^2$, donde P_i es el porcentaje de miembros del consejo que han cursado estudios de DER, HUM, CSALUD, ECO, ING y CIENC.
DIVEREXP	Diversidad educacional calculada como: $1 - \sum(P_i)^2$, donde P_i es el porcentaje de miembros del consejo con experiencia profesional en FIN, POLIT, ACAD, CONSUL, FUNC, SALUD, CONST, PRIM, MANUF, ENER, TRANSP y TUR
MOR	Cociente de pérdidas por inversiones crediticias entre créditos a la clientela
TIER	Cociente entre capital regulatorio y activos ponderados por riesgo
LNAT	Logaritmo neperiano de los Activos Totales
YEAR	Año

Fuente: elaboración propia

5. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

El análisis de los resultados se ha llevado a cabo en dos partes. Primeramente, en un análisis descriptivo, se han analizado máximos, mínimos, medias y desviaciones típicas de las diferentes variables que se han tenido en cuenta en el estudio.

En un segundo apartado, se ha realizado el análisis explicativo de los resultados. Es decir, si existe relación causal entre las diferentes variables objeto de estudio y los resultados de la entidad.

5.1 Resultados descriptivos

En primer lugar, el análisis se ha llevado a cabo teniendo en cuenta la totalidad de la muestra para todo el periodo habiendo suprimido los datos atípicos ya que alteraban significativamente los resultados obtenidos. Estos datos atípicos se corresponden principalmente con los ratios de rentabilidad, eficiencia, y morosidad de Bankia 2012 y Banco de Valencia 2011 y 2012, cuando estos bancos obtuvieron unos pésimos resultados.

La rentabilidad promedio sobre activos (ROA) es del 0,29% cifra que sería muy baja en otros sectores, pero que en el financiero no lo es tanto, ya que las entidades financieras cuentan con unos activos muy numerosos.

Aunque ciertamente, es más interesante analizar su evolución por años (ver tabla 8.1 del anexo) ya que la rentabilidad ha variado considerablemente a lo largo del periodo de la muestra. Así, mientras en 2008 los bancos gozaban de una rentabilidad positiva cercana al 1%, ésta se ha reducido año a año y en 2012 la rentabilidad media de los bancos cotizados españoles era del -0,78%.

El ratio de eficiencia relaciona los costes de la actividad de explotación con el margen bruto por lo que cuanto mayor es el ratio, menor es la eficiencia. Si analizamos su evolución, en 2008 los bancos eran más eficientes que en 2012, y esto es así porque la eficiencia tiene en cuenta las “pérdidas por deterioro de activos financieros”. Aunque los gastos de administración se han reducido por el cierre de oficinas y el despido de trabajadores, estas pérdidas por deterioro son tan considerables que dan como resultado que en 2012 solamente los costes de la actividad de explotación se “coman” el margen bruto.

La Q de Tobin mide la valoración que los inversores hacen de la empresa. Valores mayores que 1, indican que los inversores valoran la entidad financiera por encima de su valor contable o en libros. La media de los bancos españoles cotizados para el periodo analizado es de 0,923, lo que quiere decir que el inversor valora a la empresa por debajo de su valor contable. Ni en 2008 ni en 2009 esto era así, ya que eran cifras superiores a 1, y los inversores valoraban positivamente las entidades financieras. Aunque puede que en 2011 haya un punto de inflexión ya que en 2012 el ratio es superior, por lo que habrá que analizar años posteriores para ver su evolución. Aunque la rentabilidad y la

eficiencia son variables relacionadas con la visión que tiene el inversor sobre la entidad, no tienen porque ir de la mano, como se verá más adelante.

El tamaño medio de los consejos de administración analizados es de 13,56 miembros, dato que se ha mantenido bastante estable con el paso de los años. Esto se puede interpretar como una cifra que las entidades ven favorable para conseguir buenos resultados.

La mitad de los miembros de consejos de administración de las entidades financieras analizadas son independientes, pero se ve una evolución al alza en cuanto al porcentaje de consejeros ejecutivos durante el periodo de análisis.

Como consecuencia de los malos resultados de las entidades, sus consejos se han visto forzados a reunirse más a menudo, concretamente, las reuniones del consejo han aumentado un 43% en 2012 con respecto a 2008.

El nivel de estudios de los consejeros es alto, afirmación que se basa en que cuatro de cada cinco consejeros son, al menos, licenciados y prácticamente un 30% ha cursado estudios de postgrado (máster o doctorado). Estos estudios provienen principalmente de dos campos, que muchas veces están relacionados, como son economía y derecho, que además son los estudios que más han proliferado en estos años en los consejos de las entidades.

En cuanto a la experiencia laboral, la mayoría de consejeros proviene del mundo de las finanzas, ya que la muchos de ellos han trabajado en otros bancos, o han ido ascendiendo en el mismo hasta llegar a ocupar el cargo que desempeñan. Al contrario que en las cajas de ahorro en las que había una gran cantidad de consejeros cuyo pasado se relacionaba con la política (Azofra y Santamaría, 2004), los bancos cotizados son más cuidadosos a la hora de elegir a los representantes que formarán el consejo, y apenas un 7,83% de los consejeros han desempeñado cargos políticos alguna vez.

El porcentaje medio de mujeres en cada entidad es del 10,70%, una cifra muy alejada de la conocida paridad. La Unión Europea lleva unos años insistiendo en la paridad en los consejos de administración y parece que poco a poco va viendo sus frutos, pues durante el periodo de análisis el porcentaje de mujeres ha aumentado un 72%. Posteriormente será interesante ver si su presencia contribuye o no a mejorar los resultados como prevén los estudios previos.

En cuanto a la diversidad educacional y de experiencia, el valor 0 indica que solo hay un tipo de estudios o sector de experiencia, es decir, que no existe diversidad. Por tanto, cuanto el valor sea más cercano a 1, mayor es la diversidad. Es curioso que aunque la literatura aboga porque exista diversidad educacional, en el caso de las entidades financieras cada vez ésta es menor; y es que cada vez son más los consejeros licenciados en estudios de economía o derecho (teniendo menor peso el resto de carreras).

La tasa de morosidad de los bancos cotizados es relativamente baja y se sitúa en una media del 1,32%. El problema es que, en 2012, la cifra de morosidad ha aumentado un 174% con respecto a 2008.

La TIER I media para todo el periodo supera los requerimientos mínimos de capital formulados para 2012 por la European Banking Authority (EBA) (8%) para los bancos europeos. La solvencia de los bancos reflejada en esta tasa, se ha ido adecuando a los requerimientos mínimos de capital año a año.

Es complicado analizar banco por banco (ver tabla 8.2 del anexo), ya que el periodo de análisis para cada banco es diferente, y además algunos bancos se integraron en otras entidades financieras de mayor tamaño al tiempo que han aparecido nuevas entidades a lo largo de los años. Aún con todo esto merece la pena analizar, por ejemplo, la pésima situación de Bankia cuyos resultados son tan bajos que contrastan con los de la media global. Además presenta una Q de Tobin que muestra el escaso valor de mercado de la entidad. En un punto diametralmente opuesto, se encuentra Renta4 Banco, el cual tiene naturaleza de banco desde 2012 y presenta en su primer año de vida una alta rentabilidad que no ha pasado desapercibida para los inversores, los cuales tienen una alta valoración de la misma (presenta una Q de Tobin de 3,24).

Pero quizá el análisis más interesante corresponde al de los dos grandes bancos españoles, BBVA y Banco Santander. No existen diferencias notables entre ambas entidades, pero el BBVA arroja superiores resultados dado que presenta mejores tasas y ratios de rentabilidad, eficiencia y morosidad, así como un valor de mercado con respecto al valor en libros superior al que tiene Banco Santander.

Tabla 5.1: Estadísticos descriptivos de la muestra (2008-2012)

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
ROA	47	-6,75%	1,56%	0,29%	1,35%
EFI	42	54,83%	111,45%	77,28%	11,99%
TOBIN	48	-0,129	3,241	0,923	0,559
NCONS	48	1	20	13,563	4,322
IND	46	12,50%	80,00%	49,16%	15,46%
EJEC	46	0,00%	36,36%	18,76%	9,04%
NREU	46	7	31	12,543	4,004
LIC	46	37,50%	100,00%	81,23%	15,30%
POST	46	0,00%	72,22%	28,96%	18,30%
DER	46	12,50%	65,00%	34,27%	15,05%
HUM	46	0,00%	22,22%	3,65%	6,35%
CSALUD	46	0,00%	10,53%	1,31%	2,98%
ECO	46	9,09%	80,00%	47,21%	17,51%
ING	46	0,00%	36,36%	15,17%	8,47%
CIENC	46	0,00%	14,29%	1,80%	3,71%
FIN	46	25,00%	66,67%	41,84%	11,70%
POLIT	46	0,00%	38,89%	7,83%	9,63%
ACADEM	46	0,00%	35,71%	6,73%	8,07%
CONSUL	46	0,00%	36,36%	8,14%	8,17%
FUNC	46	0,00%	11,11%	3,41%	4,33%
SALUD	46	0,00%	11,11%	0,75%	2,54%
CONST	46	0,00%	31,25%	10,22%	11,01%
PRIM	46	0,00%	5,56%	0,12%	0,82%
MANUF	46	0,00%	37,50%	11,52%	9,04%
ENERG	46	0,00%	9,09%	1,37%	2,85%
TRANSP	46	0,00%	11,11%	1,29%	3,37%
TUR	46	0,00%	12,50%	1,13%	2,68%
INFO	46	0,00%	14,29%	4,75%	4,63%
MUJER	46	0,00%	26,32%	10,71%	7,12%
DIVEREDU	46	0,197	0,906	0,569	0,202
DIVEREXP	46	0,519	0,818	0,717	0,073
MOR	46	0,02%	5,33%	1,32%	0,99%
TIER	45	5,000	12,800	9,274	1,513
LNAT	48	13,100	20,962	18,426	1,547

Fuente: elaboración propia

5.2 Resultados explicativos

Los resultados del análisis de regresión lineal permiten mostrar que existe una relación positiva entre el porcentaje de consejeros independientes y los resultados. La independencia del consejo está relacionada positiva y

significativamente con una mayor rentabilidad, eficiencia y valoración por parte de los inversores de la entidad. Por tanto, se corrobora nuestra primera proposición.

Respecto al número de consejeros, los resultados del presente estudio constatan una relación positiva y significativa entre el tamaño de consejo y rentabilidad económica, así como la Q de Tobin. En este último caso parece que los inversores ven con buenos ojos que los consejos tengan un alto número de miembros dada la complejidad del negocio bancario. También existe una relación positiva con la eficiencia, pero en este caso no es significativa.

Respecto al número de reuniones del consejo, tan solo se ha podido contrastar que el número de reuniones afecta de manera negativa y significativa a la rentabilidad de las entidades financieras, no pudiendo por tanto, extrapolar este resultado al resto de variables dependientes (eficiencia y Q de Tobin).

Lamentablemente, el estudio no ha podido obtener evidencia alguna sobre una relación significativa entre el nivel de estudios de los miembros del consejo de administración y los resultados que obtienen estas entidades.

También se ha constatado que los estudios en los campos de derecho y economía favorecen los resultados de la entidad. Como se puede apreciar, para las variables de economía y derecho, existe en ambas una relación positiva y significativa entre rentabilidad y eficiencia. Asimismo, en ambos casos, el valor de mercado con respecto al valor en libros (Q de Tobin) de la entidad tiene una relación positiva y significativa.

Respecto a la experiencia profesional de los miembros del consejo, no encontramos una relación significativa y estable entre dicha experiencia y los resultados de los bancos, a excepción de la experiencia en política. Esta variable sí que arroja resultados interesantes, ya que se constata una relación negativa y significativa entre cargos políticos en el consejo y la rentabilidad y eficiencia contables de la entidad. No obstante, es sorprendente que, a pesar de que afectan negativamente a los resultados, esta variable no influye de manera significativa a la valoración de la entidad por parte del inversor (Q de Tobin)

Por último analizamos la importancia de la mujer sobre los resultados de la entidad. Se ha obtenido evidencia significativa de que las mujeres contribuyen de manera positiva a la eficiencia de la entidad (EFI), así como a su valoración en el mercado (Q de Tobin). Esto puede ser debido a que los inversores ven con buenos ojos la presencia de mujeres en el consejo de administración.

En la siguiente tabla aparecen las cifras de los coeficientes y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación de las hipótesis. Para constatar la significatividad o no de los coeficientes, se va a emplear un intervalo de confianza mínimo del 90%. Así, un asterisco (*) indica que existe, al 90% de confianza, una relación causal de la variable. Por su parte, dos asteriscos (**), implican un nivel de confianza del 95% y finalmente las variables en las que aparecen tres asteriscos (***) reflejan una relación significativa al 99% de confianza. Además, todos los modelos son significativos en su conjunto (F-test) y asimismo no tienen problemas de multicolinealidad (Factor de Inflación de la Varianza (FIV) es menor de 10 (Hair y otros, 1999)).

Tabla 5.2: Regresión lineal 1

Variable Dependiente	TOBIN	EFI	ROA
IND	1.663 ^{***} (0.546)	-0.287 ^{**} (0.136)	0.015 ^{**} (0.006)
NCONS	0.472 [*] (0.233)	-0.005 (0.005)	0.000 [*] (0.000)
NREU	-0.13 (0.030)	0.012 (0.007)	-0.000 ^{**} (0.000)
POST	-0.165 (0.535)	0.079 (0.158)	-0.009 (0.006)
ECO	0.801 [*] (0.450)	-0.214 [*] (0.123)	0.015 ^{***} (0.005)
DER	2.165 ^{***} (0.480)	-0.378 ^{***} (0.114)	0.021 ^{***} (0.005)
MUJER	3.175 ^{***} (0.940)	-0.373 [*] (0.214)	0.008 (0.010)
FIN	-0.116 (0.778)	-0.236 (0.208)	-0.006 (0.009)
.../...			

POLIT	-0.660 (0.729)	0.428* (0.244)	-0.014* (0.08)
ACADEM	-0.019 (1.101)	0.122 (0.243)	0.005 (0.012)
MOR	4.546 (8.843)	8.687** (3.204)	-0.470*** (0.103)
TIER	0.061 (0.072)	-0.024 (0.020)	0.002*** (0.000)
LNAT	-0.388*** (0.072)	0.034* (0.018)	-0.002*** (0.000)
YEAR	SI	SI	SI
CONS	4.638*** (0.860)	0.703*** (0.198)	0.018* (0.010)
PROB>F	0.0000	0.0000	0.0000
R-CUADRADO AJUST	0.751	0.732	0.696
FIV	4.01	4.01	4.01

Fuente: elaboración propia

Analizamos ahora si tanto la diversidad educativa como profesional influye positivamente en los resultados de la entidad (Tabla 5.3).

Respecto a la diversidad educativa encontramos una relación negativa y significativa entre mayor diversidad y resultados de los bancos españoles. Esto contrasta con los resultados de estudios previos, si bien, es acorde con el resultado anterior respecto a la contribución positiva sobre los resultados de los consejeros especializados en estudios de derecho y económicas.

En el caso de la diversidad en la experiencia profesional, obtenemos igualmente una relación negativa y significativa con la rentabilidad y la eficiencia de la entidad, aunque no con el ratio Q de Tobin.

Podemos concluir que nuestras proposiciones respecto a la diversidad no se han confirmado. Como explicaremos más adelante, una razón puede ser que en un sector tan complejo como el bancario, la diversidad no aporta tanto valor como la especialización en el campo de las finanzas o derecho.

Tabla 5.3: Regresión lineal 2

Variable Dependiente	TOBIN	EFI	ROA
DIVEREDU	-0.865** (0.407)	0.118* (0.071)	-0.012*** (0.004)
DIVEREXP	-0.449 (0.952)	0.653*** (0.173)	-0.018* (0.010)
MOR	4.396 (11.113)	3.671 (2.617)	-0.352*** (0.117)
TIER	-0.132 (0.081)	0.345** (0.015)	0.000 (0.000)
LNAT	-0.174*** (0.060)	-0.013 (0.010)	-0.000 (0.000)
YEAR	SI	SI	SI
CONS	6.026*** (1.417)	0.134 (0.252)	0.031** (0.014)
PROB>F	0.0004	0.0000	0.0004
R-CUADRADO AJUST	0.444	0.628	0.443
FIV	2.31	2.31	2.31

Fuente: elaboración propia

6. CONCLUSIONES

Los conflictos entre directivos-accionistas y accionistas mayoritarios-minoritarios en un contexto de asimetrías de información e incertidumbre, han desembocado en la existencia de mecanismos de control que eviten comportamientos oportunistas.

Uno de estos mecanismos de control es el Consejo de Administración, que se encarga de disciplinar y asesorar a la dirección en la toma de decisiones. La tesis de este trabajo fin de grado era analizar cómo el consejo de administración (su composición en términos de independencia, tamaño, actividad, diversidad, nivel educativo y experiencia profesional de los consejeros) influye sobre los resultados de las entidades financieras cotizadas españolas para el periodo 2008-2012.

En un sector tan complicado como es el de las entidades financieras (existe opacidad, externalidades, alto endeudamiento y regulación que complican la labor de control) el consejo de administración juega un papel muy importante en la consecución de resultados.

Desde un punto de vista disciplinario, el presente estudio sigue la tónica de los trabajos previos, ya que se constata que es favorable que exista un alto grado de independencia en el consejo. Por su parte se ha obtenido evidencia de que un alto número de consejeros es positivo (rentabilidad y Q de Tobin). Esto es debido a que la complejidad del negocio bancario parece exigir la participación de un mayor número de consejeros.

En cambio, desde el enfoque cognitivo de gobierno, podemos aportar novedades con respecto a la literatura que se ha venido publicando hasta este momento en materia de diversidad.

Los resultados de este estudio demuestran que la diversidad educativa y en experiencia profesional no es positiva en este sector. Esto se puede explicar por la complejidad propia del sector que ha aflorado gracias a la expansión del crédito y al desarrollo de las tecnologías. Una muestra de la complejidad del sector son los activos financieros que en el mismo se negocian (acciones preferentes, derivados...). No es por tanto sorprendente, que los consejos de administración de las entidades necesiten estar conformados por gente especializada en la materia. De esta manera, para asesorar a la dirección, es mejor que los consejeros tengan tanto una educación como una experiencia relacionada con el sector.

Adicionalmente, existe también cierta evidencia a favor del efecto negativo sobre los resultados de la presencia de políticos en los consejos. Este resultado no es nuevo (Azofra y Santamaría, 2004) y avala la tesis del efecto negativo de la injerencia política en la toma de decisiones empresariales.

El número de mujeres en los consejos de administración debería ser superior al que existe actualmente. No solo ya por un tema de paridad (a penas una media del 10,7% de mujeres en este estudio frente al 90% restante de hombres) sino porque se ha comprobado que su presencia se percibe por los inversores (mayor Q de Tobin) como algo positivo al tiempo que también influye en el aumento de la eficiencia en costes de la entidad. No obstante, son necesarias más investigaciones al respecto.

En definitiva, podemos concluir que ha quedado contrastada la tesis planteada inicialmente en este TFG, tal que la conformación del consejo de

administración influye en los resultados de los bancos cotizados españoles. Los resultados obtenidos, por tanto podrán servir de base para la elaboración de un código de buen gobierno específico para las entidades financieras.

La experiencia precedente de las cajas de ahorro y de algún banco analizado en el presente trabajo (como Bankia o Banco de Valencia), deja como última conclusión que debido a la gran importancia que llega a tener el consejo de administración sobre los resultados, éste se debe conformar de manera eficiente no solo por el interés de los accionistas sino también para el correcto funcionamiento del sistema económico. El buen asesoramiento por parte de los consejos es condición necesaria para salvaguardar el funcionamiento de los intermediarios financieros, del negocio bancario y del desarrollo económico del país.

6. CONCLUSIONS

Conflict of interest between managers and shareholders or between majority and minority shareholders in a context of asymmetric information and uncertainty, have resulted in mechanisms of control to prevent opportunistic behavior.

One of these control mechanisms is the board of directors, which is responsible for disciplining and advising management. The thesis of this final year dissertation was to analyze how the board of directors (in terms of independence, size, activity, diversity, education and experience of the directors) influences about the results of listed Spanish banks for period 2008-2012.

In a sector so complicated such as financial institutions sector (there are opacity, externalities, high debt and regulation that complicate the task of control), the board of directors plays an important role in achieving results.

From a disciplinary point of view, this study follows the trend of previous work, this way, is positive a high degree of independence on the board. Also we have obtained evidence in the positive relation between number of directors and profitability and Tobin's Q.

However from the cognitive approach of governance, we can provide news about the literature that has been published so far in the diversity area.

The results of this study show that diversity both educational as professional experience is not positive in this area. This can be explained by the complexity of the sector that has emerged through credit expansion and development of technologies. A good example of the complexity of the financial sector are financial assets traded (preferred shares, derivatives etc.) and therefore that the boards of the entities need to be formed by skilled people in the area. Thus, to advise the management is preferable that directors have an education and an experience related with the sector.

Additionally there is also some evidence for the negative effect on the results of the presence of politicians on the boards. This result is not new (Azofra and Santamaría, 2004) and supports the thesis of the negative effect of political interference in taking business decisions.

The number of women on boards of directors should be higher than currently exists. No longer just an issue for parity (only an average of 10.7% of women in this study versus the remaining 90% of men), but because it has been shown that their presence is perceived by investors as positive (high Tobin's Q) while also influences positively in cost efficiency of the entity. However, more research is needed.

Definitely it is checked that the thesis of this Final Year Dissertation which affirmed that the boards of financial institutions influence the results of these is true. The results therefore may serve as a basis for developing a specific code of good governance for financial institutions.

Precedents of saving banks and some bank of this present work as Bankia and Banco de Valencia, leave as last conclusion that due to the great importance that gets the board over management they should be efficient not only for the interests of shareholders, but also for the for the correct development of the economic system. Sound governance of banks is the necessary condition to safeguard both the health of financial intermediaries and the business and economic development of a country.

7. BIBLIOGRAFÍA

Adams, R.B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62: 217–250.

Adams, R.B. (2011). Governance and the Financial Crisis. *International Review of Finance*, 12: 7–38.

Akerlof, G.A. (1970). The market for “lemons”, qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488–500.

Andrés, P., & Santamaría, M. (2010). Un paseo por el concepto de Gobierno. *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 2(2): 15–34.

Andrés, P., & Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: the role of board of directors. *Journal of Banking and Finance*, 32: 2570–2580.

Azofra, V., & Santamaría, M. (2004). El Gobierno de las cajas de ahorro españolas. *Universia Business Review*, 2: 48–59.

Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27: 231–274.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics & Management Science*, 10(1): 259–270.

Black, F., & Schiles, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81: 637–654.

Brickley, J., & James, C. (1987). The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking. *Journal of Law and Economics*, 30: 161–180.

Carter, D.A., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38: 33–53.

Charreaux, G. (2004). Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux. Research Center in

Finance, Organizational Architecture and Governance (FARGO) *Working Paper num. 1040101*.

Charreaux, G. (2005). Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale»: une réflexion exploratoire. Research Center in Finance, Organizational Architecture and Governance (FARGO). *Working Paper num. 1050601*.

Coles, J.L., Naveen, D.D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87: 329–356.

Cox, J.C., Ross, S.A., & Rubinstein, M. (1979). Option pricing: a simplified approach. *Journal of Financial Economics*, 7: 229–263.

Daily, C.M., & Dalton, D.R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37: 1603–1617.

Easterbrook, F.H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*, 74(4): 650–659.

Golden, B.R., & Zajac, E.J. (2001). When will boards influence strategy? Inclination \times power = strategic change. *Strategic Management Journal*, 22: 1087–1111.

Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L., & Black, W.C. (1999). *Análisis multivariante*. Prentice Hall Iberia.

Harris, M., & Raviv, A. (2005). *A Theory of Board Control and Size*. Working Paper. University of Chicago.

Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20: 101–112.

Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.

Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2): 323–329.

Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48 (3): 831–880.

- Jensen, M.C., & Smith, C.W. (1984). The theory of corporate finance: a historical overview. En M.C. Jensen and C.W. Smith, *The modern theory of corporate finance* (pp. 2–20). McGraw-Hill, Nueva York.
- John, K., & Senbet, L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22: 371–403.
- Kim, H., & Lim, C. (2010). Diversity, outsider directors' and firm valuation: Korean evidence. *Journal of Business Research*, 63: 284–291.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106: 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Zamarripa, G. (2003). Related lending. *Quarterly Journal of Economics*.
- Levine, R. (2004b). The corporate governance of banks: a concise discussion of concepts and evidence. *Working paper 3404, World Bank Policy Research*.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 68(3): 261–297
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53: 433–443.
- Myers, S.C., & Majluf, N. (1989). Decisiones de financiación e inversión cuando las empresas tienen información que los inversores no tienen. *Cuadernos económicos de ICE*, 42: 77–108.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15: 404–413.
- Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8: 23–40.
- Sharpe, W.F. (1963). A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, 9(2): 277–293.
- Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3): 425–442.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87: 355–374.

Wincent, J., Anokhin, S., & Ortqvist, D. (2010). Does network board capital matter? A study of innovative performance in strategic SME networks. *Journal of Business Research*, 63: 265–275.

Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *The Journal of Finance*, 55(4): 1623–1653.

8. ANEXOS

Tabla 8.1 Estadísticos descriptivos por años

	2008	2009	2010	2011	2012
ROA	0,93%	0,66%	0,65%	0,04%	-0,78%
EFI	66,70%	77,48%	76,11%	78,73%	93,99%
TOBIN	1,230	1,210	0,803	0,632	0,773
NCONS	13,400	13,778	14,375	13,455	13,000
IND	47,28%	52,68%	52,17%	44,78%	49,93%
EJEC	16,60%	17,76%	19,92%	19,14%	20,72%
NREU	10,800	11,222	11,750	13,500	15,444
LIC	73,41%	77,24%	79,43%	86,84%	89,28%
POST	23,01%	24,77%	27,02%	37,31%	32,22%
DER	31,46%	31,30%	34,21%	36,85%	37,57%
HUM	3,37%	3,30%	3,68%	4,26%	3,60%
CSALUD	1,53%	1,70%	0,78%	0,59%	1,96%
ECO	40,22%	44,50%	45,67%	51,50%	54,27%
ING	15,76%	15,06%	14,46%	14,75%	15,74%
CIENC	1,78%	1,41%	0,89%	2,73%	1,96%
FIN	39,85%	40,50%	42,25%	44,79%	41,75%
POLIT	6,80%	7,78%	6,34%	10,03%	7,93%
ACADEM	5,45%	5,01%	5,51%	9,14%	8,27%
CONSUL	4,63%	5,33%	7,02%	9,07%	14,79%
FUNC	3,26%	3,68%	4,19%	3,41%	2,60%
SALUD	1,11%	1,01%	1,14%	0,00%	0,58%
CONST	13,93%	13,55%	13,55%	6,05%	4,44%
PRIM	0,00%	0,00%	0,00%	0,56%	0,00%
MANUF	15,40%	13,49%	11,74%	7,53%	9,46%
ENERG	1,53%	1,70%	1,61%	1,25%	0,74%
TRANSP	1,11%	1,01%	1,14%	1,00%	2,22%
TUR	1,78%	0,62%	0,69%	1,83%	0,56%
INFO	3,91%	4,84%	4,11%	4,79%	6,10%
MUJER	7,96%	10,52%	10,70%	10,87%	13,77%
DIVEREDU	0,637	0,620	0,589	0,524	0,476
DIVEREXP	0,725	0,730	0,718	0,694	0,720
MOR	0,81%	1,34%	1,05%	1,32%	2,23%
TIER	7,782	9,027	9,324	10,535	9,570
LNAT	18,066	18,300	18,597	18,715	18,445

Fuente: elaboración propia

Tabla 8.2: Estadísticos descriptivos por bancos

	ANDALUCIA 2008	BANCA CIVICA 2011	BANESTO 2008-2012	BANKIA 2011-2012	BANKINTER 2008-2012	BBVA 2008-2012	CAIXABANK 2011-2012	GUIPUZCOANO 2008-2009	PASTOR 2008-2011	POPULAR 2008-2012	RENTA4 2012	SABADELL 2008-2012	SANTANDER 2008-2012	VALENCIA 2008-2012
ROA	1,510%	0,181%	0,349%	-3,682%	0,493%	1,001%	0,003%	0,327%	0,553%	0,344%	1,560%	0,490%	0,805%	-0,577%
EFI	54,83%	89,75%	66,21%		76,00%	72,49%	101,02%	86,95%	80,35%	72,47%	82,15%	82,08%	76,24%	77,62%
TOBIN	0,600	0,394	0,790	0,185	0,930	1,071	0,613	1,351	0,703	0,760	3,241	0,832	0,871	1,342
NCONS	8,00	14,00	14,00	14,00	10,20	13,20	18,00	11,00	9,50	18,80	11,00	14,00	18,60	10,00
IND	12,50%	28,57%	47,14%	53,89%	50,71%	77,20%	27,87%	63,64%	42,42%	32,31%	45,45%	57,10%	48,42%	50,00%
EJEC	12,50%	14,29%	21,43%	18,33%	25,53%	15,20%	5,57%	0,00%	23,99%	18,38%	36,36%	15,74%	31,20%	6,25%
NREU	8	21	10	22	14	13	16	15	9	9	14	14	12	12
LIC	37,50%	100,00%	72,86%	97,22%	100,00%	81,83%	91,18%	68,19%	77,02%	71,90%	90,91%	77,05%	100,00%	56,25%
POST	12,50%	50,00%	12,86%	46,11%	44,85%	28,63%	39,01%	4,55%	21,21%	19,32%	27,27%	63,18%	19,33%	12,50%
DER	12,50%	50,00%	25,72%	35,00%	43,07%	39,43%	24,93%	22,73%	23,99%	35,37%	63,64%	14,41%	61,09%	31,25%
HUM	0,00%	0,00%	1,43%	2,78%	19,72%	0,00%	8,51%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,16%	6,25%
CSALUD	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,43%	8,21%	9,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,25%
ECO	25,00%	50,00%	47,14%	62,78%	43,07%	62,11%	44,59%	18,18%	42,42%	25,76%	54,55%	72,51%	62,40%	18,75%
ING	0,00%	0,00%	20,00%	12,78%	29,57%	10,57%	19,35%	27,27%	13,38%	17,16%	9,09%	13,08%	5,41%	12,50%
CIENC	12,50%	14,29%	5,71%	0,00%	0,00%	0,00%	8,21%	0,00%	0,00%	2,16%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
FIN	37,50%	35,71%	54,29%	28,89%	37,21%	47,03%	39,01%	27,27%	50,25%	54,76%	27,27%	28,82%	49,47%	25,00%
POLIT	0,00%	21,43%	7,14%	19,44%	0,00%	0,00%	8,51%	18,18%	7,83%	0,00%	27,27%	1,33%	21,63%	12,50%
ACADEM	0,00%	35,71%	0,00%	15,56%	9,86%	16,63%	8,21%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	14,41%	4,35%	0,00%
CONSUL	0,00%	0,00%	12,86%	12,78%	7,64%	15,20%	22,29%	0,00%	10,61%	5,22%	36,36%	0,00%	4,16%	0,00%
FUNC	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	9,86%	7,60%	0,00%	0,00%	10,61%	0,00%	0,00%	0,00%	5,41%	0,00%
SALUD	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,86%	0,00%	2,63%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CONST	12,50%	0,00%	5,71%	7,78%	0,00%	0,00%	0,00%	22,73%	18,43%	21,71%	0,00%	18,41%	0,00%	31,25%
PRIM	0,00%	0,00%	0,00%	2,78%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
MANUF	37,50%	0,00%	12,86%	5,00%	9,86%	7,60%	8,21%	18,18%	0,00%	7,55%	9,09%	25,82%	5,41%	25,00%
ENERG	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,94%	4,55%	2,27%	0,00%	0,00%	4,00%	0,00%	6,25%
TRANSP	0,00%	0,00%	0,00%	5,00%	9,86%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TUR	12,50%	7,14%	0,00%	2,78%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,39%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
INFO	0,00%	0,00%	7,14%	0,00%	9,86%	2,97%	8,21%	9,09%	0,00%	0,00%	0,00%	7,21%	9,57%	0,00%
MUJER	0,00%	7,14%	14,29%	10,56%	5,82%	9,03%	24,93%	4,55%	2,27%	8,50%	9,09%	12,74%	12,07%	25,00%
DIVEREDU	0,906	0,480	0,655	0,433	0,501	0,443	0,678	0,814	0,737	0,776	0,289	0,433	0,231	0,844
DIVEREXP	0,688	0,694	0,649	0,773	0,799	0,711	0,764	0,793	0,669	0,624	0,711	0,784	0,688	0,758
MOR	0,90%	0,02%	1,34%	1,69%	0,56%	1,45%	1,51%	1,17%	1,46%	1,72%	1,41%	0,75%	1,61%	2,12%
TIER		11,000	9,066	7,400	8,440	9,780	11,900	8,560	9,865	9,412	7,400	9,220	10,280	7,593
LNAT	16,432	18,090	18,564	19,494	17,839	20,164	19,542	16,169	17,223	18,689	13,100	18,430	20,886	16,932

Fuente: elaboración propia

Tabla 8.3: Correlaciones bivariadas de las variables

	ROA	EFI	TOBIN	NCONS	IND	EJEC	NREU	LIC	POST	DER	HUM	CSALUD	ECO	ING	CIENC	FIN	POLIT	ACADEM	CONSUL	FUNC	SALUD	CONST	PRIM	MANUF	ENERG	TRANSP	TUR	INFO	MUJER	DIVER EDU	DIVER EXP	MOR	TIER	LNAT		
ROA	1																																			
EFI	-.812**	1																																		
TOBIN	.403**	-.170	1																																	
NCONS	.267	.058	.060	1																																
IND	-.135	-.056	.151	-.278	1																															
EJEC	.101	-.198	-.051	-.043	-.048	1																														
NREU	-.680**	.487**	-.190	-.162	.386**	-.157	1																													
LIC	-.209	.237	-.223	.067	.150	.523**	.430**	1																												
POST	-.029	.278	-.202	-.061	.033	.021	.306*	.389**	1																											
DER	.154	-.062	.202	.335**	-.038	.484**	-.004	.623**	-.064	1																										
HUM	.009	.032	.038	-.169	-.102	.166	.118	.443**	.268	.318*	1																									
CSALUD	-.035	.452**	.255	.100	.064	-.681**	.172	-.229	-.224	-.200	.025	1																								
ECO	-.119	.087	-.224	-.002	.443**	.359*	.362*	.516**	.535**	.116	-.119	-.423**	1																							
ING	-.164	.010	-.033	-.323**	.128	-.068	.050	.129	.005	-.224	.487**	.211	-.333*	1																						
CIENC	.026	.052	-.262	.069	-.530**	-.219	-.002	-.143	-.081	-.159	-.119	.074	-.172	-.135	1																					
FIN	.122	-.304	-.328**	.210	-.155	.459**	-.445**	.064	-.408**	.193	-.202	-.369*	-.041	.015	.068	1																				
POLIT	.056	.257	.240	.275	-.225	.115	.043	.199	-.113	.470**	-.078	.167	.018	-.421**	-.008	-.199	1																			
ACADEM	-.209	.171	-.232	-.131	.400**	-.087	.635**	.441**	.637**	.067	.050	-.147	.584**	-.167	.074	-.297*	-.153	1																		
CONSUL	-.184	.097	.097	-.132	.113	.158	.222	.281	-.077	.196	.019	-.027	.193	.066	.111	.195	-.033	.004	1																	
FUNC	.194	-.053	-.074	-.458**	.276	.438**	-.092	.437**	.047	.315*	.415**	-.267	.170	.128	-.389**	.238	-.165	.117	.145	1																
SALUD	.017	.029	.053	-.219	-.042	.038	.005	.371*	.186	.159	.660**	.029	-.045	.467**	-.016	-.165	-.221	.121	-.005	.345*	1															
CONST	-.001	.017	.159	.054	-.138	-.426**	-.251	-.692**	-.185	-.547**	-.349*	.258	-.503**	.026	-.131	-.294*	-.099	-.397**	-.503**	-.382**	-.280	1														
PRIM	-.123	.0	-.119	.168	-.208	-.035	.017	.130	.356*	.157	.045	-.067	.072	-.171	-.073	.181	.486**	.082	-.048	-.119	-.045	-.064	1													
MANUF	.109	-.146	.241	-.116	.094	-.426**	.008	-.556**	.110	-.544**	-.079	.247	-.083	.061	.091	-.532**	-.255	-.034	-.425**	-.499**	-.052	.440**	-.192	1												
ENERG	.031	.213	.200	.031	.044	-.475**	.079	-.434**	.010	-.431**	-.053	.398**	-.110	-.133	-.164	-.482**	.084	-.117	-.277	-.237	-.145	.478**	-.072	.375*	1											
TRANSP	-.355*	-.044	-.131	-.446**	.158	.253	.391**	.479**	.245	.126	.789**	-.172	.008	.596**	-.189	-.197	-.318*	.236	.067	.436**	.633**	-.303*	-.058	-.069	-.187	1										
TUR	.046	-.227	-.230	.166	-.630**	-.119	-.210	-.322*	-.034	-.025	-.208	-.190	-.373*	-.292*	.498**	.120	-.034	-.035	-.260	-.339*	-.128	.184	.248	.066	-.207	-.165	1									
INFO	.052	.212	-.134	.028	.143	.106	.101	.454**	.224	.177	.471**	.120	.309*	.336*	.011	-.089	.033	.065	-.031	.122	.340*	-.439**	-.154	.084	-.080	.295*	-.442**	1								
MUJER	-.090	.256	.143	.497**	-.015	-.252	.127	-.140	-.010	-.121	-.009	.442**	-.011	-.087	.084	-.146	.165	-.046	.015	-.461**	-.183	.062	.009	.289	.402**	-.233	-.255	.046	1							
DIVEREDU	.032	-.052	.044	-.145	-.365*	-.517**	-.339*	-.752**	-.424**	-.591**	-.142	.385**	-.836**	.273	.273	.038	-.257	-.495**	-.164	-.263	-.105	.646**	-.100	.240	.278	-.157	.345*	-.448**	.080	1						
DIVEREXP	-.135	.327**	.144	-.263	.302*	-.353*	.464**	.170	.449**	-.147	.427**	.292*	.186	.160	-.114	-.866**	.020	.374*	-.084	.059	.374*	.042	.062	.351*	.380**	.441**	-.324*	.372*	.062	-.176						
MOR	-.752**	.435**	-.110	-.112	-.129	-.053	-.187	-.008	-.221	.195	-.197	.081	-.022	-.207	-.038	.278	.168	-.280	.294*	-.025	-.206	-.073	.087	-.311*	-.109	-.302*	.018	.014	.068	-.012	-.262	1				
TIER	.251	.470**	-.408**	.275	-.274	.056	-.128	.193	.141	.115	-.099	.026	.179	-.263	.265	.374*	.145	.036	.068	.131	-.275	-.273	.053	-.358*	-.086	-.366*	.136	.155	.094	-.138	-.303*	.326*	1			
LNAT	-.033	-.038	-.438**	.545**	.215	.180	.090	.414**	.095	.303*	-.049	-.196	.505**	-.271	-.042	.413**	-.024	.333*	-.032	.141	-.079	-.439**	.101	-.322*	-.281	-.096	-.094	.255	.180	-.505**	-.162	.073	.398**	1		

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

c. No se puede calcular porque al menos una variable es constante.

Fuente: elaboración propia