

LA INVERSION EN OBRA SOCIAL COMO DETERMINANTE DEL RESULTADO DE LAS CAJAS DE AHORROS: ANÁLISIS DEL CASO ESPAÑOL (1992-2005)

Laura Cabeza García
Almudena Martínez Campillo
Federico Marbella Sánchez*

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar el efecto de la inversión en obra social sobre algunos indicadores del desempeño empresarial para una muestra de 46 Cajas de Ahorros españolas en el periodo 1992-2005. Los resultados sugieren una influencia negativa y significativa tanto sobre la rentabilidad económica como sobre la eficiencia de las cajas. Además, es necesario considerar otros determinantes, como el tipo de interés de activo, la tasa de retención o el ciclo económico, a la hora de explicar la *performance* de las cajas españolas.

PALABRAS CLAVE: Cajas de Ahorros; obra social; resultados; determinantes.

CÓDIGOS JEL: G21, M14

ABSTRACT

This paper aims to analyze the effect of social activities on Spanish Savings Banks' performance in the period 1992-2005. Using a sample of 46 Savings Banks the results seem to suggest that this type of activities have a negative significant effect on both return on assets and efficiency. Moreover, the results suggest that the type of interest, the profits retention rate or the economic cycle can also explain the Spanish Saving Banks' performance.

KEY WORDS: Savings Banks; social activities, performance, determinants

(*) Original recibido en junio de 2008 y revisado en noviembre de 2008.

(**) Profesores del Departamento de Dirección y Economía de la Empresa de la Universidad de León. Este trabajo ha sido realizado gracias a la financiación del proyecto con expediente E-123 de la Dirección General de Economía y Asuntos Europeos de la Conserjería de Economía y Empleo de la Junta de Castilla y León así como del el proyecto EC02009-09283ECON del Plan Nacional de I+D+i (2008-2011).

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de modernización que el sistema financiero ha experimentado en los últimos años ha modificado la estrategia operativa de las cajas, mientras que su naturaleza jurídica ha permanecido estable. En este sentido, las Cajas de Ahorros presentan algunas singularidades derivadas, por un lado, de su peculiar forma jurídica, y por otro lado, de las competencias que sobre ellas pueden asumir las Comunidades Autónomas. Así, cabe destacar su carácter fundacional, la composición de sus órganos de gobierno y la existencia entre ellos de una comisión de control, la exigencia de un nivel mínimo de reservas que refuerce la capitalización y solvencia, o la aplicación de sus excedentes a la realización de acciones benéfico-sociales a través de la obra social.

Hasta este momento los estudios empíricos sobre las Cajas de Ahorros españolas han analizado la relación del gobierno de estas entidades con su eficiencia (Melle y Maroto, 1999; Azofra y Santamaría, 2004), así como con sus incentivos a asumir riesgos (Fonseca, 2005). De modo más específico, en lo que se refiere al estudio de la obra social, la evidencia empírica es también escasa. Así, Carbó y Rodríguez (1998) analizan la evolución histórica de la obra social de las cajas a lo largo del periodo 1947-1997; Sierra y Valdunciel (2005) estudian la evolución de las cuatro áreas del gasto en obra social en el periodo 1999-2003, y Esteller-Moré *et al.* (2006) además de estudiar la evolución cuantitativa del gasto en obra social en el periodo 1997-2004 la comparan con las preferencias sociales, indicando la existencia de diferencias entre ambas distribuciones en lo que se refiere a las áreas cultural y asistencial; diferencias que parece que tienden a desaparecer con el paso del tiempo. Finalmente, López Iturriaga *et al.* (2007) realizan un análisis exploratorio de la obra social para el conjunto de las cajas españolas en el año 2004, identificando tres grupos de empresas en función de la importancia relativa de cada una de las áreas de aplicación, y señalando la importancia del tamaño empresarial a la hora de determinar la composición del gasto en obra social.

Nuestro trabajo pretende contribuir a esta línea de investigación, examinando la influencia de la obra social sobre algunos indicadores del desempeño de las Cajas de Ahorros españolas en el periodo 1992-2005, dada la ausencia de estudios en este sentido. Con carácter general, la determinación del efecto que el desarrollo de actividades de Responsabilidad Social Corporativa (en adelante RSC)¹ ejerce sobre

(1) En este sentido, Johnson y Scholes (2001) definen la responsabilidad social de la organización como las prácticas concretas con que la organización supera las obligaciones mínimas que tiene respecto a sus *stakeholders*. Para Certo y Peter (1996) la responsabilidad social es “la medida en que las actividades de una organización protegen a la sociedad y la mejoran más allá de la requerida para servir a los intereses legales, económicos o técnicos de la organización”. Actualmente, el concepto de RSC predominante hace referencia a la asunción de la obligación de llevar el comportamiento corporativo a un nivel superior, en el que sea congruente con las normas, valores y expectativas sociales existentes y no sólo con criterios económicos y legales (Boatright, 2003).

el desempeño empresarial es una cuestión que está suscitando mucho interés en la literatura económica. Sin embargo, tanto las posturas teóricas como la evidencia empírica al respecto son claramente contradictorias. Así, aunque existen estudios que apoyan una relación positiva (Margolis y Walsh, 2004; Porter y Kramer, 2006), otros soportan la relación negativa (Cottrill, 1990; Brammer *et al.*, 2005) e, incluso, otros concluyen la inexistencia de una relación estadísticamente significativa entre ambas variables (McWilliams y Siegel, 2001). En este contexto, dado que la obra social es el reflejo de la RSC en el ámbito de las Cajas de Ahorros (Balado, 2006; Quintás, 2006), resulta de interés conocer qué impacto tiene la inversión en acciones sociales sobre la *performance* empresarial de estas instituciones financieras.

Los resultados obtenidos a través de un análisis de datos de panel ponen de manifiesto una influencia negativa y significativa del gasto en obra social sobre la rentabilidad económica y la eficiencia de las Cajas de Ahorros. Asimismo, junto con las actividades de carácter benéfico-social, es necesario tener en cuenta otras variables tradicionales como el tipo de interés de activo, la tasa de retención o la situación económica del país a la hora de explicar la *performance* de las Cajas de Ahorros españolas.

El resto del trabajo se ha estructurado como sigue: la sección 2 describe brevemente la naturaleza, misión y obra social de las Cajas de Ahorros. En la sección 3 se revisa la relación entre la realización de actividades de índole social y el resultado empresarial, y se propone la hipótesis a contrastar. La sección 4 presenta la base de datos, las variables y la metodología a utilizar, mientras que en la siguiente sección se presentan los principales resultados obtenidos. Finalmente, en la sección 6 se establecen las principales conclusiones del trabajo.

2. LAS CAJAS DE AHORROS: NATURALEZA, MISIÓN Y OBRA SOCIAL

2.1. Naturaleza y misión de las cajas de ahorros

Las Cajas de Ahorros son consideradas como fundaciones privadas de interés público con un carácter mixto de “fundación-empresa”, influenciadas por el cambio regulador y el entorno competitivo (Ballarín, 1991; Sánchez Calero, 2003; Cals, 2005; Marbella, 2005), y cuyas pautas operativas permiten conceptualizarlas como intermediarios financieros con personalidad jurídica propia. Entre los rasgos distintivos de esta personalidad se encuentran su preocupación por el fomento del hábito del ahorro entre toda la población, su atención preferente a las economías domésticas y a las pymes a través de su extensa red de oficinas, la concentración de su negocio en un ámbito geográfico más limitado que los bancos, la distribución

de parte de sus beneficios en proyectos de interés social y cultural o la contribución al desarrollo de las zonas donde están implantadas². Es a partir de estos elementos sobre los que las cajas deben definir sus objetivos (eficiencia operativa, rentabilidad y crecimiento), y todo ello en función del énfasis relativo que se quiera dar a cada uno de los elementos de la misión. La Figura 1 ilustra sobre los elementos de la misión y su interrelación con los objetivos y la estrategia.

FIGURA 1
INTERRELACIÓN ENTRE LA MISIÓN, LOS OBJETIVOS Y LA ESTRATEGIA DE LAS CAJAS DE AHORROS



Fuente: Elaboración propia a partir de Ballarín (1991)

Si el fomento del hábito de ahorro es el elemento dominante de la misión, el objetivo general debería ser la *eficiencia operativa*, concretada en menores gastos de explotación y en el traslado de estos menores costes a sus clientes en términos de márgenes más ajustados (menores tipos de interés). Si el cometido dominante es financiero y sostener la obra social, el objetivo será alcanzar la *rentabilidad económica* suficiente para atender tales compromisos, lo que aportaría criterios de interés clarificadores para la gestión de las cajas. Si el elemento dominante de la misión es la contribución al desarrollo económico de la zona donde están implantadas, el objetivo perseguido será el *crecimiento* de las cajas.

La mayor singularidad de las cajas reside en su naturaleza jurídica, que está caracterizada, en primer lugar, por la inexistencia de propietarios en sentido estricto, puesto que no es posible comprar en el mercado un título que confiera a su adquirente el derecho a participar en sus resultados y en la toma de decisiones en

(2) La evidencia parece sugerir que las cajas contribuyen notablemente al progreso social y cultural de las comunidades en las que operan (Guijarro, 2003), facilitando el crecimiento y la cohesión social de estos territorios de la manera más eficiente posible (Carbó y López, 2004).

los órganos de gobierno, y en segundo lugar, por la asignación de los derechos de decisión entre los distintos grupos de interés a través de leyes. Así pues, las cajas son instituciones sin derechos de propiedad enajenables, lo que plantea no sólo un problema de identidad institucional, sino también de financiación del crecimiento. En efecto, la no disposición de capital social por parte de las cajas elimina la posibilidad de obtener fondos vía ampliaciones de capital. Para contrarrestar esta dificultad, estas instituciones financieras cuentan con la posibilidad de emitir cuotas participativas³ y de retener un mayor beneficio que sus competidores más directos, los bancos. Esta mayor retención de beneficios otorga a las cajas de mayores tasas de crecimiento financieramente sostenible (Marbella, 2006).

2.2. LA OBRA SOCIAL EN LAS CAJAS DE AHORROS

A pesar de que las grandes empresas están llevando a cabo prácticas de RSC para compensar al entorno (económico, social o ambiental) por los costes que se derivan de sus actuaciones y para superar los planteamientos económicos tradicionales de maximización de beneficios, la inserción de la obra social en el núcleo de la misión de las cajas y el retorno de parte de su excedente a la sociedad siguen suponiendo una diferencia fundamental.

En general, la contribución cuantitativa de las Cajas de Ahorros a la obra social viene determinada por los parámetros del marco jurídico, que fija el porcentaje de aplicación a reservas en función de la solvencia, así como por los beneficios obtenidos a los que se aplica dicho porcentaje. Respecto al marco jurídico estatal, el punto de partida es el *Decreto de 14 de marzo de 1933*, sobre el estatuto de las Cajas de Ahorros, que supuso el inicio de la regulación del sector y determinó la posibilidad de dotar fondos a la “obra social, benéfica y cultural” (entre un 25 y un 50 por ciento del beneficio líquido después de dotar reservas, con la excepción de que podría dedicarse a obra social la totalidad del beneficio si las reservas fueran superiores al 10 por ciento de los recursos ajenos). Más tarde, el *Decreto 1838/1975* nace bajo la preocupación de las autoridades por la mayor solvencia y capitalización de las Cajas de Ahorros, estableciendo distintos porcentajes de dotación obligatoria a reservas en función del coeficiente de solvencia. Posteriormente, la obra social ha sido objeto de una amplia y precisa regulación sobre diversos aspectos, y actualmente, la *Ley 44/2002*, de Ordenación Económica y Medidas de Reforma del Sistema Financiero, en su artículo 11.4 y en consonancia el *Decreto*

(3) Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de reforma del sistema financiero (BOE, 23/11/2002). Sin embargo, a pesar de que varias cajas mostraron su interés por emitir cuotas participativas (Caja Madrid, Caja de Galicia, Caja Murcia o Caixanova) sólo la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) en mayo del 2008 aprobó la emisión de cuotas por un 7,5 por ciento del excedente de su libre disposición (Sacristán y Cabeza, 2009).

502/1983 establece: *“las Cajas de Ahorros deberán destinar a reservas o a fondos de previsión no imputables a riesgos específicos un 50% ,como mínimo, de aquella parte de los excedentes de libre disposición que no sea atribuible a los cuotaparticipes”*, pudiendo dedicar el resto al fondo de la obra social, dado que no existe obligación legal de aportación alguna.

En cuanto a los beneficios generados, la adecuada evolución de los resultados de las cajas a lo largo del período en estudio permitió que éstas destinasen una cantidad creciente de fondos a la obra social, al mismo tiempo que dotaban recursos para mantener la capitalización en rangos aceptables y cercanos a sus competidores más directos, los bancos.

Así pues, las Cajas de Ahorros desarrollan una doble función, la social y la financiera. Ambas actividades están relacionadas y han evolucionado de forma paralela, puesto que la obra social responde a una de sus finalidades fundacionales más importantes, y la financiera a través de su cuenta de resultados, se ha convertido en la principal forma de financiación de dicha tarea social (Carbó y Rodríguez, 1998). Por tanto, se puede decir que la finalidad última de las Cajas de Ahorros es extender a toda la sociedad los beneficios de su actividad como empresa, ya sea en su vertiente mercantil o en cuanto a la distribución de los resultados obtenidos de dicha actividad. La obra social, reflejo de las actividades de RSC de las cajas, indica un compromiso libremente adoptado entre la sociedad y los ciudadanos con el fin de contribuir al progreso de la sociedad, desencadenando un proceso de estrecha colaboración entre ambos para lograr mayores cuotas de bienestar en la cultura, el medioambiente, la educación, la investigación, la protección del patrimonio, la asistencia social y la sanidad, entre otros.

Específicamente, dentro de la obra social de las cajas españolas se pueden distinguir cuatro áreas de aplicación principales: Cultura y Tiempo Libre, Asistencia Social y Sanitaria, Educación e Investigación y Patrimonio Histórico Artístico y Natural. Con carácter general, en los últimos años Cultura y Tiempo Libre es el área que mayor asignación de recursos ha recibido, con una tendencia ligeramente decreciente por la pérdida de peso del sub-área de Tiempo Libre. En segundo lugar se ha situado Asistencia Social y Sanitaria, poniendo de manifiesto la preocupación por las actividades socio-asistenciales. En cuanto a Educación e Investigación, en conjunto han disminuido su peso relativo, pues otras instituciones (las Universidades y los Centros de Investigación) han asumido progresivamente un mayor papel y protagonismo en estas actividades. En Patrimonio Histórico Artístico y Natural en conjunto ha aumentado el esfuerzo económico, en consonancia con la mayor atención y colaboración con el medio ambiente de las sociedades actuales, si bien el proceso inversor sistemático en Patrimonio Histórico Artístico parece haber tocado fin.

La composición de la inversión en obra social es el resultado de la adaptación a las necesidades sociales y de la cobertura estatal en cada momento (Quintás, 2006). De modo más concreto, durante los últimos años, la asignación por ámbitos funcionales ha cambiado porque la Sociedad del Bienestar ha permitido atender necesidades básicas que antes caían bajo el ámbito de las Cajas de Ahorros (escuelas de enseñanza primaria, bibliotecas, centros sanitarios, etc.), por las nuevas demandas sociales, como es el caso del medio ambiente, o por las nuevas y fuertes exigencias en materia de dotación de reservas de cara a mejorar la solvencia de las cajas (Cals, 2005).

3. RELACIÓN ENTRE EL GASTO EN OBRA SOCIAL Y EL RESULTADO EMPRESARIAL (LA *PERFORMANCE* EMPRESARIAL)

La RSC presenta una nueva concepción más amplia e integradora de la empresa, pues ésta no sólo incluye la faceta económica, sino también la social y la medioambiental. Así, el trabajo de Carroll (1991) establece que la RSC requiere que las empresas cubran las expectativas económicas, legales, éticas y discrecionales de todos los grupos de interés, no sólo de los accionistas. Por tanto, la RSC está íntimamente unida a los tres principios que guían el desarrollo sostenible (Elkington, 1997): la prosperidad económica, la integridad medioambiental y la igualdad social. En este sentido, Certo y Peter (1996) distinguen tres áreas dentro de la RSC: económico-social, calidad de vida e inversión social. El área económico-social está relacionada con la producción de bienes y servicios necesarios, la creación de empleo, la formación profesional de los trabajadores y la aportación de fondos a la comunidad a través de impuestos; el área de calidad de vida indica en qué medida la empresa influye de modo positivo en el nivel de vida de la sociedad en general y en la preservación y colaboración con el medio ambiente; y, el área de inversión social refleja en qué medida la empresa utiliza sus recursos financieros y humanos para resolver problemas de la sociedad tales como educación, cultura, deporte, arte, etc.

Con carácter general, en la literatura existen dos posturas teóricas contrapuestas respecto a la relación existente entre las acciones de RSC de una empresa y sus resultados económicos. De acuerdo con la teoría ortodoxa sobre RSC, la implicación en acciones éticas y socialmente responsables por parte de la empresa resulta costosa y gravosa desde el punto de vista administrativo, lo cual implica una menor competitividad en el mercado, así como una peor rentabilidad por un uso ineficiente de los recursos (Friedman, 1970). Por tanto, la utilización de los recursos disponibles en la compañía para fines de interés social implicaría una

minoración de los fondos disponibles para actividades esencialmente económicas y palpablemente generadoras de riqueza (Cottrill, 1990). Por otro lado, de acuerdo con la teoría moderna sobre RSC, las iniciativas éticas y socialmente responsables constituyen una forma legítima y sostenible de crear valor, ya que ayudan a fortalecer las relaciones con todos los *stakeholders* y contribuyen a mejorar las condiciones dentro de la empresa y de su entorno (Barnett, 2007). Los principales argumentos a este respecto incluyen la ventaja competitiva que la RSC proporciona a las empresas (Waddock y Graves, 1997; Porter y Kramer, 2006) o los beneficios asociados a las conductas socialmente responsables en términos de reputación (Black *et al.*, 2000); beneficios que se supone serían mayores que los costes asociados a la adopción de una política socialmente responsable y que, por tanto, redundarían en un incremento de la productividad o la rentabilidad empresarial (Moskowitz, 1972; Alexander y Buchholz, 1982). Asimismo, el compromiso de la empresa con la RSC ha sido interpretado como la consecuencia de una buena gestión empresarial, dado que la atención a cuestiones relativas a la RSC mejora las relaciones de la empresa con sus "*stakeholders*" (Freeman, 1984; Margolis y Walsh, 2004). Por tanto, a pesar de que la obra social de las Cajas de Ahorros es una aplicación de resultados y por ello, a priori, parece no tener potencial para crear rentas directas, sin embargo, la misma responde a un principio de reciprocidad basado en la creencia de que "*si uno da, termina recibiendo*". En este sentido, la obra social puede incrementar el capital intelectual de una entidad financiera y una buena gestión de la misma puede facilitar el logro de resultados positivos y sostenibles en el tiempo.

De igual forma, los estudios empíricos realizados sobre el impacto a corto plazo de las acciones socialmente responsables de las empresas en sus resultados financieros, o acerca de la naturaleza de la relación entre alguna medida del desempeño social y determinados indicadores financieros a más largo plazo, tampoco son claramente concluyentes (Fernández Gago, 2005; Prado-Lorenzo *et al.*, 2008). Así, en algunos casos se pone de manifiesto que la relación es positiva (Waddock y Graves, 1997; Margolis y Walsh, 2004), en otros que es negativa (Wright y Ferris, 1997; Brammer *et al.*, 2005) e, incluso en otros, que tal relación no existe o no es estadísticamente significativa (Teoh *et al.*, 1999; McWilliams y Siegel, 2001).

En este marco de análisis claramente contradictorio, y dado que la obra social es el principal exponente de RSC en el ámbito de las Cajas de Ahorros (Balado, 2006), nuestro trabajo pretende arrojar luz al respecto estudiando si la dotación del beneficio del ejercicio que las cajas españolas destinan a obra social influye sobre su nivel de desempeño, tal y como propone la siguiente hipótesis:

H1: La inversión en obra social influye significativamente sobre el resultado empresarial

4. BASE DE DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

4.1. Base de datos

La población del estudio está compuesta por el conjunto de cajas pertenecientes a la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) en el periodo de tiempo 1992-2005; es decir, un total de 54 entidades. No obstante, tras una serie de exclusiones sobre esta base de datos, la muestra finalmente empleada asciende a un total de 46 empresas, aproximadamente un 85,2 por ciento del total de Cajas de Ahorros en el periodo de tiempo 1992-2005⁴. Sobre esta muestra se obtienen datos económicos-financieros relativos al periodo objeto de estudio, a partir de los anuarios de la CECA, si bien, en algún caso concreto, las empresas nos facilitaron dicha información directamente⁵.

TABLA 1
COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA

Caja de Ahorros	Comunidad Autónoma
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Córdoba	Andalucía
Caja General de Ahorros de Granada	Andalucía
Caja Provincial de Ahorros de Jaén	Andalucía
Monte de Piedad y Cajas de Ahorros de Huelva y Sevilla	Andalucía
Caja de Ahorros San Fernando de Sevilla y Jerez	Andalucía
Unicaja	Andalucía
Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón	Aragón
Ibercaja	Aragón
Caja de Ahorros de Asturias	Asturias
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares	Baleares
Caja de Ahorros de Pollensa	Baleares
Caja Insular de Ahorros de Canarias	Canarias
Caja General de Ahorros de Canarias	Canarias
Caja de Ahorros de Santander y Cantabria	Cantabria
Caja de Ahorros de Castilla La Mancha	Castilla La Mancha

(4) Las exclusiones realizadas son las siguientes: a) La Caja de Ahorros de Jerez y la Caja de Ahorros y Socorros de Sagunto al disponer en ambos casos sólo de información relativa al año 1992; b) Las Cajas de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra al fusionarse en el año 1999 en Caixanova; c) La Caja provincial de Ahorros de Córdoba y la Caja de Ahorros y Monte de Piedad Municipal de Pamplona al disponer sólo de información del periodo de tiempo 1992-1994 y 1992-1999, respectivamente.

(5) Disponemos de información en todo el periodo de tiempo analizado (14 años) para el conjunto de cajas de la muestra utilizada, a excepción del caso de Caja de Ahorros y Préstamos de Carlet extinguida en el año 2001 (10 años). De esta forma, el número total de observaciones asciende a 639.

Caja de Ahorros	Comunidad Autónoma
Caja de Ahorros Provincial de Guadalajara	Castilla La Mancha
Caja España	Castilla y León
Caja Duero	Castilla y León
Caja de Ahorros Municipal de Burgos	Castilla y León
Caja de Ahorros y Monte de Piedad del Círculo Católico de Burgos	Castilla y León
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia	Castilla y León
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Ávila	Castilla y León
Caixa d'Estalvis de Catalunya	Cataluña
Caixa d'Estalvis de Girona	Cataluña
Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu	Cataluña
Caixa d'Estalvis de Manresa	Cataluña
Caixa d'Estalvis Laietana	Cataluña
Caixa d'Estalvis de Sabadell	Cataluña
Caixa d'Estalvis de Tarragona	Cataluña
Caixa d'Estalvis de Terrassa	Cataluña
Caixa d'Estalvis del Penedès	Cataluña
Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona - La Caixa	Cataluña
Monte de Piedad y Caja General de Ahorros de Badajoz	Extremadura
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Extremadura	Extremadura
Caja de Ahorros de Galicia	Galicia
Caja de Ahorros de La Rioja	La Rioja
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	Madrid
Caja de Ahorros de Murcia	Murcia
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	Navarra
Caja de Ahorros del Mediterráneo	Valencia
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Ontinyent	Valencia
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante - Bancaja	Valencia
Caja de Ahorros y Préstamos de Carlet	Valencia
Bilbao Bizkaia Kutxa	País Vasco
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipúzkoa y San Sebastián	País Vasco
Caja de Ahorros de Vitoria y Álava	País Vasco

Fuente: Elaboración propia

4.2. Variables y metodología

Las variables dependientes, relativas a la *performance* o desempeño empresarial, que se han utilizado en el estudio son las siguientes: la rentabilidad económica (RE), definida como el cociente entre el resultado final del ejercicio después de impuestos y el volumen de activo total (en tanto por ciento), y la eficiencia (EFI-

CIENCIA), definida como el ratio gastos de explotación⁶ sobre margen ordinario (en tanto por ciento)⁷ (Tabla 2, Panel A).

TABLA 2
VARIABLES DE LA PERFORMANCE EMPRESARIAL Y FACTORES DETERMINANTES

Panel A: Variables de performance empresarial	
Variables	Descripción
Rentabilidad económica (RE)	Resultado neto del ejercicio después de impuestos / activo total
Eficiencia (EFICIENCIA)	Gastos de explotación / margen ordinario
Panel B: Variables explicativas y de control	
Variable explicativa	
Gasto destinado a Obra Social (GOS)	Importe total destinado a obra social / resultado neto del ejercicio
Variables de control	
Tipo de interés del activo (TIA)	Ingresos financieros / activo total "financiero"
Tasa de retención (TRETENC)	Dotación de reservas tras la aplicación del beneficio / resultado
Tamaño de la caja (TAMAÑO)	Logaritmo del número total de oficinas
Ciclo económico (CICLO)	Variación anual del PIB

Como variable independiente se ha tomado el gasto en obra social (GOS); es decir, la cuantía invertida en obra social en relación al beneficio obtenido en el ejercicio (en tanto por ciento)⁸. Además, se han utilizado como variables de control, el tipo de interés del activo (TIA)⁹ (en tanto por ciento), la tasa de retención de beneficios (TRETENC) (en tanto por ciento), dado que condiciona el volumen destinado a reservas, y por tanto, de modo indirecto el porcentaje de beneficios que se destina a la obra social así como las disponibilidades líquidas existentes en la caja para realizar su actividad de índole financiera, el número de oficinas (en logaritmo) como indicador del tamaño empresarial (TAMAÑO)¹⁰ y la variación en el PIB en cada año (CICLO) como indicador de la situación económica del país (Tabla 2, Panel B).

(6) Gastos de explotación = Gastos generales de administración + amortización y saneamiento de activo material e inmaterial + otras cargas de explotación.

(7) Tal y como está definida esta última variable, una reducción de este ratio supondrá un aumento del nivel de eficiencia.

(8) Ha sido necesario la eliminación de algunos valores "atípicos" de esta variable, dado que podían sesgar los resultados finales. Por ejemplo, en aquellos casos en los que el resultado final de una caja era cero, pues el ratio inversión en obra social respecto al beneficio era una indeterminación, o cuando el resultado final de una caja era negativo.

(9) También hemos considerado la posibilidad de incluir alguna variable relativa al coste del dinero, definido como el cociente entre los gastos financieros y el pasivo total, pero ambas variables, tipo de interés de activo y de pasivo están correlacionadas, pues a medida que aumenta el coste de los depósitos para la entidad bancaria, ésta repercute ese coste sobre el cliente.

(10) Alternativamente, hemos considerado como indicador del tamaño el activo total de la caja. Los resultados son similares.

Con el fin de contrastar la hipótesis planteada en la parte teórica, la metodología utilizada es un análisis de datos de panel que nos permite evitar las distorsiones causadas por una posible correlación entre las características inobservables de las empresas y un conjunto de variables individuales (Hausman y Taylor, 1981). En particular, el modelo que se trata de contrastar viene expresado de la siguiente manera:

$$PERFORMANCE_{it} = a_0 + \beta_1 GOS + \beta_2 TIA_{it} + \beta_3 TRETENC_{it} + \beta_4 TAMAÑO_{it} + \beta_5 CICLO_{it} + \sum_{t=1992}^{2005} Y_t + \gamma_i + \mu_{it}$$

donde $PERFORMANCE_{it}$ es la rentabilidad económica o la eficiencia de la caja i en el año t , GOS es el gasto en obra social, TIA es el tipo de interés de activo, $TAMAÑO$ es el número de oficinas de la caja, y $CICLO$ la variación anual del PIB, y donde $\sum_{t=1992}^{2005}$ es un conjunto de variables temporales *dummy* para cada año que recogen cualquier efecto temporal invariante de la caja no incluido en la regresión. γ_i es el efecto empresa, el cual asumimos constante para la caja i a lo largo de t , y μ_{it} es el término de error.

El análisis de las características individuales de las empresas en el comportamiento conjunto del modelo se puede realizar desde diversas perspectivas, siendo los modelos de “efectos fijos” y de “efectos aleatorios” los tradicionalmente empleados en la literatura. Para analizar que modelo es preferible es necesario aplicar el test de Hausman (1978), que busca evidenciar si los efectos individuales están incorrelacionados con los regresores. Por ello, el rechazo de la hipótesis nula implica que la diferencia entre los coeficientes en efectos aleatorios y fijos si es sistemática, por lo que conviene utilizar el método de los efectos fijos.

5. RESULTADOS

Antes de presentar los resultados del análisis realizado, la Tabla 3 muestra los principales estadísticos descriptivos (media, mediana, valor máximo y mínimo, y desviación típica) de las variables utilizadas en el estudio, mientras que la Tabla 4 recoge las correlaciones bivariadas entre todas las variables analizadas.

La rentabilidad económica (RE) toma un valor medio de 0,833 por ciento, estando comprendida entre un máximo de 2,406 y un mínimo de -0,253 por ciento. Las cajas de la muestra presentan un valor medio en su eficiencia de 61,253. El gasto medio destinado a obra social en relación al beneficio obtenido en el ejercicio (GOS) representa un 27,841 por ciento, aunque existe una diferencia importante

entre el valor máximo y mínimo, lo que es un reflejo de lo asimétrica que es la muestra. Por término medio, el tipo de interés de activo asciende a 5,895 por ciento y la tasa de retención a 72,549 por ciento. El número medio de oficinas es de 383 (valor mediano 202) y la variación anual media del PIB es de 2,997, lo que indica que en la mayoría del período analizado el ciclo económico ha sido de carácter expansivo.

A la vista de la Tabla 4, cabe destacar que tanto la rentabilidad económica (RE) como la eficiencia (EFICIENCIA) están correlacionadas negativa y significativamente con la variable gasto en obra social (GOS). Ello parece indicar una asociación inversa entre la *performance* empresarial y el importe destinado a obra social por parte de las Cajas de Ahorros españolas. Además, se observa que entre algunas variables explicativas del modelo existen niveles de correlación altamente significativos. Por ello, y para detectar un posible problema de multicolinealidad, hemos realizado el análisis de los factores de inflación de la varianza (FIV). Sin embargo, siguiendo la regla empírica de Kleinbaum *et al.* (1998), no parece existir tal problema pues ningún FIV es superior a 10.

TABLA 3
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS PARA LAS VARIABLES UTILIZADAS

Variabes	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desv. típica
Variables dependientes					
RE n: 639	0,833	0,779	2,406	-0,253	0,336
EFICIENCIA n: 639	61,253	62,559	101,234	16,537	14,302
Variables explicativas					
GOS n: 623	27,841	26,238	81,118	3,526	10,919
Variables de control					
TIA n: 639	5,895	5,094	12,738	2,289	2,355
TRETENC n: 639	72,549	74,224	100	0	11,365
TAMAÑO n: 639	383,164	202	4968	9	594,342
CICLO n:639	2,997	3,2	5,3	-0,9	1,613

La muestra se compone de 46 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1992-2005. RE es el cociente entre el resultado neto de la caja y el volumen de activo total (tanto por ciento). EFICIENCIA es un indicador de la eficiencia de la caja medida como el cociente entre gastos de explotación y margen ordinario (tanto por ciento). GOS es el gasto destinado a obra social en relación al resultado neto del ejercicio (tanto por ciento). TIA indica el tipo de interés de activo (tanto por ciento). TRETENC indica la tasa de retención de beneficios (tanto por ciento). TAMAÑO indica el número total de oficinas de la caja. CICLO es la variación anual del PIB.

A continuación, se presentan los resultados de la estimación del panel una vez que se ha tenido en cuenta el problema de la heterocedasticidad¹¹, resulta-

(11) Los resultados que se muestran corresponden al modelo de efectos fijos o aleatorios según lo que previamente nos indicase el test de Hausman.

TABLA 4
MATRIZ DE CORRELACIONES BIVARIADAS PARA LAS VARIABLES UTILIZADAS

Variables	RE	EFICIENCIA	GOS	TIA	TRETENC	TAMAÑO
EFICIENCIA	-0,184*** (0,000)					
GOS	-0,240*** (0,000)	0,094** (0,018)				
TIA	0,024 (0,541)	0,487*** (0,000)	-0,039 (0,325)			
TRETENC	0,364*** (0,000)	-0,148*** (0,000)	-0,632*** (0,000)	0,016 (0,679)		
TAMAÑO	-0,134*** (0,000)	0,133*** (0,000)	-0,044 (0,264)	-0,223*** (0,000)	0,022 (0,564)	
CICLO	0,087** (0,027)	-0,303*** (0,000)	-0,006 (0,988)	-0,730*** (0,000)	-0,001 (0,797)	0,067* (0,086)

Los p valores se indican entre paréntesis

* Significativo estadísticamente al 10% **Significativo estadísticamente al 5% ***Significativo estadísticamente al 1%.

La muestra se compone de 46 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1992-2005. RE es el cociente entre el resultado neto de la caja y el volumen de activo total (tanto por ciento). EFICIENCIA es un indicador de la eficiencia de la caja medida como el cociente entre gastos de explotación y margen ordinario (tanto por ciento). GOS es el gasto destinado a obra social en relación al resultado neto del ejercicio (tanto por ciento). TIA indica el tipo de interés de activo (tanto por ciento). TRETENC indica la tasa de retención de beneficios (tanto por ciento). TAMAÑO indica el logaritmo del número total de oficinas de la caja. CICLO es la variación anual del PIB.

dos obtenidos con el programa STATA9 (Tabla 5). El coeficiente de determinación R^2 , que representa el porcentaje de la variación experimentada por las distintas medidas de la *performance* empresarial que resulta explicado por las variables independientes, alcanzó uno valor satisfactorio en el modelo que pretende analizar la eficiencia empresarial. No obstante, se obtuvo un valor menos relevante en el caso de la rentabilidad económica.

Respecto a nuestra variable de interés, el gasto en obra social (GOS), se puede observar que afecta negativa y significativamente al nivel del 1 por ciento sobre la rentabilidad económica de la entidad (RE), tal y como indica el coeficiente de la variable. Este resultado sugiere que aquellas Cajas de Ahorros que tienen un mayor gasto en términos de obra social generan una menor rentabilidad empresarial, poniendo de manifiesto que las actividades de obra social, en lugar de ser valoradas positivamente por los clientes de las entidades bancarias, con el consiguiente aumento en el volumen de operaciones comerciales y el nivel de rentabilidad, parecen ejercer el efecto contrario. De igual forma, en lo que se refiere al otro *proxy* de la *performance* empresarial, el gasto en obra social parece tener una influencia positiva (al nivel del 1 por ciento) sobre el ratio gastos explotación

sobre margen ordinario (EFICIENCIA), lo cual implica también un impacto desfavorable sobre la eficiencia.

TABLA 5
DETERMINANTES DE LA PERFORMANCE DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

Variable	Reg. 1 (RE)	Reg. 2 (EFICIENCIA)
Constante	0,614** (0,016)	81,467*** (0,000)
GOS	-0,009*** (0,000)	0,109*** (0,003)
TIA	0,035*** (0,003)	-0,809* (0,090)
TRETENC	0,005*** (0,001)	-0,071* (0,092)
TAMAÑO	-0,049* (0,084)	-0,464 (0,540)
CICLO	0,045** (0,034)	-0,973 (0,210)
Efecto anual	Si	Si
Wald χ^2	352,73***	295,20***
R ²	0,120	0,634
Hausman	2,69	6,89
No. empresas	46	46
No. observaciones	588	588

* Significativo estadísticamente al 10%. **Significativo estadísticamente al 5%. ***Significativo estadísticamente al 1%

La muestra se compone de 46 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1992-2005. RE es el cociente entre el resultado neto de la caja y el volumen de activo total (tanto por ciento). EFICIENCIA es un indicador de la eficiencia de la caja medida como el cociente entre gastos de explotación y margen ordinario (tanto por ciento). GOS es el gasto destinado a obra social en relación al resultado neto del ejercicio (tanto por ciento). TIA indica el tipo de interés de activo (tanto por ciento). TRETENC indica la tasa de retención de beneficios (tanto por ciento). TAMAÑO indica el logaritmo del número total de oficinas de la caja. CICLO es la variación anual del PIB.

Respecto a las variables de control, encontramos que, al nivel del 1 por ciento, cuanto mayor es el tipo de interés del activo (TIA) de una Caja de Ahorros, mayor es la rentabilidad económica. De igual forma, el TIA parece tener una influencia negativa y significativa (al 10 por ciento) sobre el ratio gastos de explotación sobre margen ordinario, pues un aumento del tipo de interés de activo puede suponer un aumento del margen ordinario. Consecuentemente, aumentaría el nivel de eficiencia de la caja ante un aumento en el tipo de interés de activo. Por su parte, la tasa de retención de beneficios (TRETENC) tiene un efecto positivo y significativo sobre la rentabilidad económica y la eficiencia. Una mayor retención de beneficios puede suponer un aumento del margen ordinario de la empresa, y por tanto, una disminución del coeficiente gastos explotación sobre margen ordinario. La variable

proxy del tamaño empresarial (TAMAÑO), logaritmo natural del número de oficinas, parece influir de modo negativo y significativo, aunque sólo al 10 por ciento, sobre la rentabilidad. Por el contrario, cuanto mayor sea el crecimiento económico del país, es decir, la variación anual del PIB (CICLO), mayor parece ser la rentabilidad económica de las cajas españolas.

En resumen, los resultados ponen manifiesto que la inversión en obra social parece influir significativamente sobre el desempeño empresarial de las cajas, soportando la validez de la hipótesis planteada en el estudio. En particular, nuestros hallazgos evidencian un impacto negativo y significativo tanto en la rentabilidad como en la eficiencia de las Cajas de Ahorros españolas. Además, parece necesario considerar el efecto positivo de otras variables tales como el tipo de interés de activo, la tasa de retención o la propia situación económica del país, a la hora de explicar la *performance* empresarial de las Cajas de Ahorros de nuestro país.

6. CONCLUSIONES

El entorno en el que las entidades financieras se desenvuelven es cada vez más competitivo y de mayor incertidumbre, lo que ha producido un estrechamiento de los márgenes, especialmente de intermediación, con que operan. En este contexto, las actividades destinadas a obra social pueden convertirse en un elemento específico que defina su negocio, y más concretamente, en una función más a cumplir. Además, la obra social se configura como un elemento de la misión de las cajas, lo que implica su traslación a los objetivos y estrategias de las mismas, de forma que puede condicionar su nivel de desempeño. Por esta razón, el objetivo de nuestro trabajo es analizar la relación entre la inversión en obra social y los resultados económicos de las Cajas de Ahorros españolas en el periodo 1992-2005.

Los resultados indican que, además de otras variables tales como el tipo de interés de activo, la tasa de retención o el ciclo económico, el importe del beneficio neto anual que se destina a financiar las actividades de índole social es un determinante significativo del resultado de una caja. Específicamente, parece existir una influencia de carácter negativo sobre los niveles de rentabilidad y eficiencia. La competencia existente en el mercado financiero y el carácter imitable de variables tradicionales, como la remuneración de activo o pasivo, han inducido a las cajas a buscar ventajas competitivas basadas en otros elementos, tales como la realización de actividades benéficas, sociales y culturales a través de la obra social. Sin embargo, nuestros resultados sugieren que el esfuerzo realizado para abordar dichas actividades no parece reflejarse positivamente en los resultados obtenidos. De hecho, la realización de este tipo de actividades puede haberse convertido en

una fuente de costes para las cajas españolas, que no han conseguido compensar con los correspondientes beneficios. Por tanto, el empleo de parte de las disponibilidades líquidas de una caja para realizar este tipo de actividades podría haber limitado los recursos disponibles para otras actividades de carácter económico y potencialmente generadoras de riqueza, que sí tienen potencial para proporcionar un mayor rendimiento empresarial.

Para concluir es necesario mencionar que, si bien nuestro estudio aporta información interesante, el mismo adolece de una limitación en cuanto a la metodología de contraste utilizada, puesto que no se ha considerado el posible problema de endogeneidad entre los resultados de la entidad y el gasto en obra social. Por ello, nos planteamos abordar futuros trabajos controlando por dicho problema a fin de corroborar nuestros primeros hallazgos, que evidencian una aparente relación negativa entre la inversión en actividades benéfico-sociales y el desempeño de las cajas. De igual forma, en el futuro puede ser de interés analizar en mayor profundidad las propias áreas de aplicación de la obra social para conocer los motivos que llevan a cada entidad a especializarse en ciertos tipos de actividades y si esta especialización se traduce o no en un efecto significativo sobre el desempeño empresarial.

BIBLIOGRAFÍA

- ALEXANDER, G. y BUCHHOLZ, R. (1982): "Corporate social responsibility and stock market performance". *Academy of Management Journal*, vol. 21, pp. 479-486.
- AZOFRA, V. y SANTAMARÍA, M. (2004): "El gobierno de las cajas de ahorros españolas". *Universia Business Review*, vol. 2, pp. 48-59.
- BALADO, C. (2006): "La obra social de las cajas: un paso siempre por delante en RSC". *Papeles de Economía Española*, vol. 108, pp. 144-160.
- BALLARÍN, E. (1991): "El proceso de dirección en las Cajas de ahorros". *Papeles de Economía Española*, vol. 47, pp. 25-36.
- BARNETT, M. L. (2007): "Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility". *Academy of Management Review*, vol. 32 (3), pp. 794-816.
- BLACK, E.L.; CARNES, T.A. y RICHARDSON, V.J. (2000): "The market valuation of corporate reputation". *Corporate Reputation Review*, vol. 3, pp. 31-42.
- BOATRIGHT, J. R. (2003): *Ethics and the Conduct of Business*. Prentice Hall. Upper Saddle River, NJ. 4ª ed.
- BRAMMER, S.; MILLINGTON, A. y RAYTON, B. (2005): "The contribution of Corporate Social Responsibility to Organizational Commitment", *University of Bath. School of Management, Working Papers Series*, nº 20.
- CALS, J. (2005): *Historia Reciente, Estrategia Competitiva y Gobierno*. Ariel, Barcelona.
- CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (1998): "Tendencias recientes en la Obra Social de las cajas de ahorros españolas". *Papeles de Economía Española*, vol. 74-75, pp. 226-233.

- CARBÓ, S. y LÓPEZ, R. (2004): "La obra benéfico-social: exponente de eficiencia y responsabilidad social empresarial". *Cuadernos de Información Económica*, vol. 182, pp. 63-70.
- CARROLL, A. B. (1991): "The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders". *Business Horizons*, vol. 34, pp. 39-48.
- CERTO, S. C. y PETER, J. P. (1996): *Dirección Estratégica*. Irwin, Madrid 3ª Edición.
- COTRILL, M.T. (1990): "Corporate social responsibility and the marketplace". *Journal of Business Ethics*, vol. 9, pp. 723-729.
- ELKINGTON, J. (1997): *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*. Capstone, Oxford.
- ESTELLER-MORÉ, A.; JORBA, J. Y SOLÉ-OLLÉ, A. (2006): "Preferencias de los españoles sobre la composición de la obra social de las Cajas de Ahorros". *Papeles de Economía Española*, vol. 106, pp. 161-172.
- FERNÁNDEZ GAGO, R. (2005): *Administración de la Responsabilidad Social Corporativa*. Thomson, Madrid.
- FONSECA, A.R. (2005): "El gobierno de las cajas de ahorros: influencia sobre la eficiencia y el riesgo". *Universia Business Review*, vol. 8, pp. 24-37.
- FREEMAN, E. (1984): *Strategic Management: a stakeholder approach*. Pitman, Boston, MA.
- FRIEDMAN, M. (1970): "The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits". *The New York Times Magazine*, 13 de septiembre.
- GUIJARRO, M. (2003): "La obra social de las Cajas de Ahorros: elemento clave de su cultura corporative". *Cuadernos de Información Económica*, vol. 175, pp. 131,136.
- HAUSMAN, J. (1978): "Specification test in economics". *Econometría*, vol. 46, pp. 1251-1271.
- HAUSMAN, J. y TAYLOR, W. (1981): "Panel Data and unobservable individual effects". *Econometría*, vol. 49, nº 6, pp. 1377-1398.
- JOHNSON, G. y SCHOLES, K. (2001): *Dirección Estratégica*. Prentice Hall, Madrid, 5ª edición.
- KLEINBAUM, D.G.; KUPPER, L.L. y MULLER, K.E. (1998): *Applied Regression Analysis and Other Multivariable Methods*. PWS-KENT Publishing Company, Boston.
- LOPEZ ITURRIAGA, F.; CEPEDA, R.; CORNEJO, P. y ANSOLA, E. (2007): "La obra social de las cajas de ahorros: un análisis exploratorio". *Universia Business Review*, vol. 14, pp. 84-95.
- MARBELLA, F. (2005): *La Dirección Estratégica de las Entidades de Crédito*. Thomson, Civitas.
- MARBELLA, F. (2006). "Crecimiento sostenible de las entidades de crédito españolas (1995-2000)". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 12, nº 3, pp. 229-241.
- MARGOLIS, J.D. y WALSH, J.P. (2004): "Misery loves companies: rethinking social initiatives by business". *Administrative Science Quarterly*, vol. 48, pp. 268-305.
- MCWILLIAMS A. y SIEGEL, D. (2001): "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?". *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 603-609.
- MELLE, M. y MAROTO, J.A. (1999): "Una aplicación del gobierno de las empresas: incidencia de las administraciones públicas en las decisiones asignativas de las cajas

- de ahorros españolas". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 82, pp. 9-40.
- MOSKOWITZ, M. (1972): "Choosing socially responsible stocks". *Business and Society*, vol. 1, pp. 71-75.
- PORTER, M. E y KRAMER, M. R. (2006): "Estrategia sociedad: el vínculo entre la ventaja competitiva y la Responsabilidad Social Corporativa". *Harvard Business Review*, vol. 84, nº 12, pp.42-56.
- PRADO-LORENZO, J.M.; GALLEGO-ÁLVAREZ, I.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I.M. y RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ, L. (2008): "Social Responsibility in Spain: practices and motivations in firms". *Management Decisión*, vol. 46, pp. 1247-1271.
- QUINTÁS, J. (2006): "Las Cajas de Ahorros en el ámbito de la Responsabilidad Social Corporativa". *Papeles de Economía Española*, vol. 108, pp. 128-143.
- SACRISTÁN, M. y CABEZA, L. (2009): "Participaciones industriales de la banca española: contexto, evolución y situación actual". *Ekonomiaz, Revista de Economía Vasca*, 68 (en prensa).
- SÁNCHEZ CALERO, J. (2003): "Las modificaciones en el Régimen de las Cajas de Ahorro". En: SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ CALERO, J. (Coord): *Comentario a la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Aranzadi, 431-472.
- SIERRA, P. y VALDUNCIEL, L. (2005): "Promoción e imagen de las cajas de ahorros españolas a través de la obra socio-cultural". *Banca y Finanzas*, vol. 100, pp. 43-47.
- TEOH, S; WELCH, I. y WAZZAN, C. (1999): "The effect of socially activist investment policies on the financial markets: Evidence from the South African Boycott". *Journal of Business*, vol. 72, pp. 35-89.
- WADDOCK, S.A. y GRAVES, S.B. (1997): "The corporate social performance-financial performance link". *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 303-319.
- WRIGHT, P. y FERRIS, S. (1997): "Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value". *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 77-83.