

¿INFLUYE LA OBRA SOCIAL EN LA RENTABILIDAD DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS? UN ANÁLISIS DE DATOS DE PANELⁱ

Laura Cabeza García

Almudena Martínez Campillo

Federico Marbella Sánchez

Universidad de León

Resumen: Considerando una muestra de Cajas de Ahorros españolas durante el periodo de tiempo 1992-2005, el objetivo de este trabajo es analizar los efectos de la inversión en obra social a partir de un modelo dinámico de datos de panel. Los resultados sugieren una influencia negativa y significativa sobre el nivel de rentabilidad, tanto económica como financiera. Además, es necesario considerar otros determinantes, tales como la edad o la estructura de capital, a la hora de explicar la rentabilidad de las cajas españolas.

Palabras clave: Cajas de Ahorros; obra social; rentabilidad; determinantes; GMM

Universidad de León
Dpto. de Dirección y Economía de la Empresa
Campus de Vegazana s/n
24071 León España
Teléfono: 987291000 ext. 5479
Fax: 987291454
E-mail: laura.cabeza@unileon.es

ⁱ 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.

1. Introducción

Las Cajas de Ahorros son entidades financieras que presentan algunas singularidades derivadas, por un lado, de su peculiar naturaleza 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 actividades sociales a través de la obra social. Éste último tipo de actividades se configura como un medio alternativo al tradicional reparto de dividendos, permitiendo el retorno de los beneficios de la caja a la sociedad a través de la prestación de servicios benéficos, culturales o sociales.

Sin embargo, de acuerdo con los fundamentos teóricos, la relación entre el gasto en obra social y los resultados empresariales no es siempre clara. Así, es posible argumentar un efecto negativo si se consideran los costes adicionales asociados a la realización de actividades de índole social o, bien, que la utilización de fondos para este tipo de iniciativas supone minorar los disponibles para acciones de naturaleza económica y más directamente generadoras de riqueza. Por contra, también es posible señalar que la inversión en obra social tiene un efecto positivo sobre la reputación de una entidad y supone un aumento en la motivación laboral, lo que puede llevar al incremento de la actividad empresarial, y por ende, a la mejora de sus resultados. De igual forma, la evidencia empírica tampoco es clara ni concluyente, existiendo estudios que apoyan una relación negativa (Brammer *et al.*, 2005), una relación positiva (Margolis y Walsh, 2004) e, incluso, la inexistencia de una relación estadísticamente significativa entre el desarrollo de actividades sociales y el desempeño empresarial (Aupperlee *et al.*, 1985; McWilliams y Siegel, 2001).

En este contexto, nuestro trabajo pretende contribuir a esta línea de investigación, examinando la importancia de la inversión en obra social sobre la rentabilidad empresarial de las Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1992-2005, dada la ausencia de trabajos en este sentido. Así, 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 también es escasa. Así, Carbó y Rodríguez (1998) analizan la evolución histórica de la obra social de las cajas a lo largo del periodo 1947-1997. Por su parte, 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.

Para alcanzar el objetivo de nuestro trabajo se aplica un análisis dinámico de datos de panel. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto una influencia negativa y significativa del gasto en obra social sobre la rentabilidad empresarial, tanto económica como financiera. Asimismo, junto con las actividades de carácter social, es necesario tener en cuenta también la edad o la estructura de capital a la hora de explicar la rentabilidad de las Cajas de Ahorros españolas.

El resto del trabajo se ha estructurado como sigue: la sección 2 describe brevemente la misión, los objetivos y la naturaleza de las Cajas de Ahorros. En la sección 3 se especifica qué es la obra social, cuáles son sus áreas de aplicación y cual es el marco jurídico que la regula. La sección 4 analiza la relación entre el gasto en obra social y la rentabilidad empresarial del conjunto de las Cajas de Ahorros españolas. Finalmente, en la sección 5 se establecen las principales conclusiones del trabajo.

2. Las Cajas de Ahorros: misión, objetivos y naturaleza

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 implantadas¹. Es a partir de estos elementos sobre los que las cajas deben definir sus objetivos (eficiencia operativa, rentabilidad y crecimiento), y

¹ La evidencia parece sugerir que las cajas contribuyen notablemente al progreso social y cultural de las comunidades en las que operan (Gujarro, 2003), facilitando el crecimiento y la cohesión social de estos territorios de la manera más eficiente posible (Carbó y López, 2004).

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.

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 financiar 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 resultante será el *crecimiento* de las cajas.

Figura 1: Interrelación entre la misión, los objetivos y la estrategia de las Cajas de Ahorros



Fuente: Elaboración propia a partir de Ballarín (1991)

Sin embargo, la mayor singularidad de las cajas es 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 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 las cajas cuentan con la posibilidad de

emitir cuotas participativas² 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).

3. La obra social en las Cajas de Ahorros

A pesar de que las grandes empresas están llevando a cabo prácticas de responsabilidad social corporativa (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. La indefinición de los derechos de propiedad en las cajas tiene como resultado la distribución de sus beneficios a partir de unos canales alternativos al tradicional reparto de dividendos (Azofra y Santamaría, 2004). Así, la obra social se configura como un medio de retorno a la sociedad del excedente obtenido por las cajas y permite la prestación de servicios benéficos, culturales o sociales a grandes capas de la población (López Iturriaga *et al.*, 2007).

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 la cuenta de resultados, se ha convertido en la principal forma de financiación de la tarea social (Carbó y Rodríguez, 1998). En efecto, la aportación a la obra social es un elemento esencial de la misión de las Cajas de Ahorros desde sus orígenes, aún cuando inicialmente no se contemplara la reinversión de beneficios en la misma (Cals, 2005).

Por tanto, 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 entidad 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.

² Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de reforma del sistema financiero (BOE, 23/11/2002).

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, y por los beneficios obtenidos a los que se aplica dicho porcentaje. El punto de partida del marco jurídico estatal 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).

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 502/1983* establece: “*las Cajas de Ahorros deberán destinar a reservas o 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 cuotapartícipes*”.

Efectivamente, uno de los principales factores explicativos de la evolución histórica de la obra social de las cajas ha sido la incidencia de la regulación sobre ella. Así, se pueden distinguir tres etapas (Carbó y Fernández, 1998): (1) 1947-1974, periodo marcado en términos generales por intensos incrementos destinados a obra social; (2) 1975-1986, periodo en el que se produce una caída fundamentalmente por la normativa relativa a la dotación a reservas, y (3) 1987-1997, periodo de intenso crecimiento del montante destinado a obra social. Además, durante la última década la favorable evolución de la competitividad y de los resultados de las cajas ha permitido, aun cuando la normativa de solvencia se ha reforzado, que se destinara un volumen creciente de recursos a obra social, a la vez que se dotaban reservas suficientes para mantener la elevada capitalización del sector.

4. Relación entre el gasto en obra social y la rentabilidad empresarial

Aunque la rentabilidad alcanzada por las Cajas de Ahorros constituye un importante determinante de las cantidades invertidas en obra social (Ballarín, 1991; Cals, 2005), éstas, a su vez, también pueden influir sobre el nivel de rentabilidad. De hecho, la inversión en obra social se configura como un elemento de la misión de las Cajas de Ahorros, lo que implica su traslación a los objetivos y estrategias de las mismas, de forma que puede condicionar sus resultados.

La obra social ha precedido y constituye un principio seminal de los planteamientos actuales de la RSC, adquiriendo una relevancia significativa en el caso de las Cajas de Ahorros por la trascendencia cuasi pública de los bienes que producen y por su significado para el desarrollo y la evolución económica (Quintás, 2006). A este respecto, con carácter general, la literatura más reciente reconoce la existencia de dos posturas teóricas contrapuestas respecto a la naturaleza de la relación entre la acción social de una empresa y sus resultados económicos (Fernández Gago, 2005; Prado-Lorenzo *et al.*, 2008; Shen y Chang, 2009). Según la teoría ortodoxa sobre RSC, existe una relación negativa entre ambas variables. Los principales argumentos que justifican esta relación son los siguientes. Primero, bajo la creencia de que la única responsabilidad de las empresas con la sociedad es la maximización de los beneficios para los accionistas de acuerdo con el marco legal y la costumbre ética de cada país (Friedman, 1970), la utilización de los recursos disponibles en la compañía para fines de interés social implica una minoración de los fondos disponibles para actividades esencialmente económicas y palpablemente generadoras de riqueza. Este uso ineficiente de los recursos se traduciría en menores niveles de resultados (Cottrill, 1990; Becchetti *et al.*, 2007). Segundo, el desarrollo de actividades sociales implica importantes cargas administrativas y costes adicionales para las empresas que las abordan, provocando una situación de desventaja competitiva respecto a las empresas rivales que no las realizan, con el consiguiente efecto adverso sobre los resultados empresariales (Aupperle *et al.*, 1985; McWilliams y Siegel, 2001). Tercero, de acuerdo con la hipótesis del oportunismo directivo, los gerentes pueden tener interés en abordar actividades sociales a fin de ganar importantes beneficios privados, en la medida en que una mayor inversión en estas iniciativas mejora su reputación como “*good global citizens*” en la comunidad empresarial, aún en detrimento del resultado de las empresas (Preston y O’Bannon, 1997; Barnea y Rubin, 2006). Varios trabajos empíricos han encontrado soporte para una relación inversa entre la realización de acciones socialmente responsables y los resultados empresariales (Vance, 1975; Wier, 1983; Newgren *et al.*, 1985; Wright y Ferris, 1997; Brammer *et al.*, 2005). Por tanto, en virtud de los argumentos teóricos y la evidencia empírica presentada bajo esta primera postura, se formula la siguiente hipótesis:

H1a: La inversión en obra social por parte de las Cajas de Ahorros españolas influye negativamente en su nivel de rentabilidad.

Por su parte, la teoría moderna sobre la RSC considera que existe una relación positiva entre el desarrollo de actividades sociales y los resultados económicos, dado que los costes que suponen tales iniciativas resultan más que compensados por los beneficios que se pueden derivar, en términos de eficiencia y productividad. Esta visión está relacionada con las llamadas “teorías instrumentales” (Garriga y Melé, 2004), que consideran que la realización de

actividades de carácter social constituye una herramienta estratégica para obtener beneficios económicos, basándose en la idea de que las empresas deben tener un propósito social que sea consistente con sus intereses económicos a largo plazo, puesto que en muchas ocasiones es la única forma de poder satisfacerlos (Burke y Logsdon, 1996). Los principales argumentos teóricos que avalan esta relación son los siguientes. Primero, la realización de actividades socialmente responsables puede ser una manera de lograr una ventaja competitiva en el mercado (Porter y Kramer, 2006). Específicamente, constituye un modo de diferenciación por parte de la empresa que conlleva un efecto positivo sobre su reputación e imagen de marca, así como en la confianza social en la misma, lo que en último término influye favorablemente sobre el resultado empresarial vía logro de mejores condiciones de negociación con los distintos *stakeholders* (Varadarajan y Menon, 1988; Hart y Christensen, 2002). Segundo, el desarrollo de actividades sociales puede mejorar significativamente el clima laboral de una empresa y la motivación intrínseca de sus trabajadores, afectando positivamente sobre su nivel de productividad (Turban y Greening, 1997; Bewley, 1999). A este respecto, varios trabajos empíricos concluyen que la relación entre inversión en actividades sociales y resultado empresarial es positiva (Cochran y Wood, 1984; Waddock y Graves, 1997; Roman *et al.*, 1999; Margolis y Walsh, 2004). Teniendo en cuenta los fundamentos teóricos y la evidencia empírica presentada respecto a esta segunda postura, se propone como hipótesis alternativa la siguiente:

H1b: La inversión en obra social por parte de las Cajas de Ahorros españolas influye positivamente en su nivel de rentabilidad.

No obstante, aunque no está claro el tipo y la naturaleza de la relación entre las acciones sociales y los resultados económicos³, sí parece posible la convergencia entre intereses económicos y sociales siempre que las acciones emprendidas sean las correctas (Porter y Kramer, 2003).

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 la aplicación de una serie de filtros sobre esta base de datos, la muestra finalmente empleada asciende a un total de 46 empresas, aproximadamente un 85,2 por

³ Además de existir evidencia empírica respecto a una posible relación positiva o negativa entre el desarrollo de actividades sociales y el desempeño empresarial, también hay trabajos que demuestran que dicha relación no es estadísticamente significativa (Ingram y Frazier, 1980; Aupperle *et al.*, 1985; Teoh *et al.*, 1999; McWilliams y Siegel, 2001, entre otros).

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 facilitan dicha información directamente⁵.

4.2. Variables y metodología

De acuerdo con el objetivo planteado -el análisis de la influencia de la obra social sobre la rentabilidad de las Cajas de Ahorros españolas- se han considerado dos variables dependientes; una relativa a la rentabilidad económica de la caja y otra a la financiera (Pi y Timme, 1993; Plaza y Melle, 1994). La rentabilidad económica (RE) se define como el cociente entre el resultado final del ejercicio después de impuestos y el volumen de activo total, mientras que la rentabilidad financiera (RF) es el cociente del resultado final y los fondos propios (en porcentaje)⁶ (Tabla 1, Panel A).

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). Además, se han utilizado las siguientes variables de control. En primer lugar, un indicador vinculado a la actividad financiera propiamente dicha: el importe de las comisiones recibidas en relación al volumen de activo total de la caja (en tanto por ciento) (COM). En los últimos tiempos, las entidades de crédito (bancos y cajas), ante el “ataque” de las empresas de la economía real con actividad financiera y de las entidades financieras no bancarias, han reaccionado siguiendo la máxima “pasar al terreno del enemigo”, ampliando cada vez más su campo de actividad mediante la satisfacción de necesidades de servicios financieros que tienen su contraprestación en la obtención de ingresos por comisiones, tal y como señalan Pérez *et al.* (1999) o Sanchís y Camps (2002). De hecho, para el conjunto de cajas analizadas en el nuestro estudio, el porcentaje que representan los ingresos por comisiones sobre los ingresos financieros ha pasado de un 6,54 por ciento en el año 1995 a un 24,44 por ciento en el año 2002 (16,66 por ciento sobre el margen de intermediación en 1995 versus 33,87 por ciento en el año 2005).

⁴ Las exclusiones realizadas en la muestra 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 finalmente utilizada, a excepción del caso de Caja de Ahorros y Préstamos de Carlet extinguida en el año 2001. De esta forma, el número total de observaciones asciende a 639.

⁶ Esta definición de rentabilidad económica y financiera es también la tradicionalmente empleada por el Banco de España.

De igual forma, hemos incluido otras variables de control relativas a distintas características empresariales que también pueden influir en el nivel de rentabilidad: una variable referente al tamaño de la caja (TAMAÑO), definida como el logaritmo natural del activo total de la caja (Pi y Timme, 1993)⁷; otra relativa a la edad (EDAD), medida como el número de años transcurridos desde la fundación de la caja (Pennings y Harianto, 1992), y otra correspondiente a la estructura de capital (ESTRUCK), medida como el cociente entre el volumen de fondos propios y el activo total (en tanto por ciento) (Berger y Mester, 1997). Finalmente, considerando la influencia que puede tener la rentabilidad de un año en la del año siguiente, hemos incluido también como variable explicativa la variable dependiente (rentabilidad económica y financiera, respectivamente) retardada un período ($RENT_{t-1}$) (Tabla 1, Panel B).

Tabla 1: Variables del estudio

Panel A: Variables dependientes	
Variables	Descripción
Rentabilidad económica (RE)	Resultado del ejercicio / activo total
Rentabilidad financiera (RF)	Resultado del ejercicio / fondos propios
Panel B: Variables independiente y de control	
Variables	Descripción
<i>Variable independiente</i>	
Gasto en Obra Social (GOS)	Importe total destinado a obra social en el ejercicio / resultado del ejercicio
<i>Variables de control</i>	
Rentabilidad previa ($RENT_{t-1}$)	Rentabilidad (económica o financiera) retardada un año
Comisiones (COM)	Ingresos en términos de comisiones recibidas / activo total
Tamaño empresarial (TAMAÑO)	Logaritmo natural de activo total de la caja
Edad (EDAD)	Número de años transcurridos desde la fundación de la empresa
Estructura de capital (ESTRUCK)	Fondos propios / Activo total

La Tabla 2 presenta los principales estadísticos descriptivos (media, mediana, valor máximo y mínimo, y desviación típica) de las variables utilizadas en el estudio, mientras que la Tabla 3 recoge las correlaciones bivariadas entre todas las variables analizadas.

⁷ Alternativamente, hemos considerado como indicador del tamaño el número total de oficinas y el número de empleados. Los resultados son similares.

La rentabilidad económica (RE) toma un valor medio de 0,84 por ciento, estando comprendida entre un máximo de 2,40 y un mínimo de 0,17 por ciento. Por su parte, la rentabilidad financiera (RF) toma un valor medio de 12,85 por ciento (valor mediano de 12,70 por ciento). El gasto medio destinado a obra social en relación al beneficio obtenido en el ejercicio (GOS) representa un 27,84 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, la edad (EDAD) de las cajas asciende a 65 años. El valor medio de los ingresos por comisiones recibidas respecto al volumen total de activo (COM) es un 0,56 por ciento (valor mediano 0,54). El tamaño medio de las cajas (TAMAÑO) es de 8.097 millones de euros de activos (valor mediano 3.656 millones de euros), existiendo de nuevo diferencias dentro de la muestra, tal y como muestra la desviación típica. Finalmente, respecto a la estructura de capital (ESTRUCK), los fondos propios representan por término medio un 6 por ciento sobre el volumen total de activo.

Tabla 2: Estadísticos descriptivos para las variables utilizadas

La muestra se compone de 46 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1992-2005. RE indica la rentabilidad económica la caja (en tanto por ciento). RF indica la rentabilidad financiera de la caja (en tanto por ciento). GOS es el gasto destinado a obra social respecto al resultado del ejercicio (en tanto por ciento). COM indica el volumen de ingresos en términos de comisiones recibidas en relación al activo total de la caja (en tanto por ciento). TAMAÑO indica el volumen total de activo de la caja (millones de euros). EDAD indica el número de años transcurridos desde la fundación de la caja. ESTRUCK indica la proporción de los fondos propios en relación al activo total (en tanto por ciento).

Variables	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desv. típica
<i>Variables dependientes</i>					
RE N: 621	0,849	0,782	2,406	0,177	0,325
RF N: 619	12,858	12,709	28,513	4,029	3,338
<i>Variable independiente</i>					
GOS N: 623	27,841	26,238	81,118	3,526	10,919
<i>Variables de control</i>					
COM N: 639	0,560	0,545	1,102	0,162	0,171
TAMAÑO N: 639	8097,63	3656,65	155794,9	49,473	15012,24
EDAD N: 639	65,255	66	146	0	47,179
ESTRUCK N:639	6,580	6,182	13,877	2,800	1,865

A la vista de la Tabla 3, cabe destacar que tanto la rentabilidad económica (RE) como la rentabilidad financiera (RF) están correlacionadas negativa y significativamente con la variable gasto en obra social (GOS). Ello parece indicar una asociación inversa entre el nivel de rentabilidad 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 10^8 .

Tabla 3: Matriz de correlaciones bivariadas para las variables utilizadas

La muestra se compone de 46 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1992-2005. RE indica la rentabilidad económica la caja (en tanto por ciento). RF indica la rentabilidad financiera de la caja (en tanto por ciento). GOS es el gasto destinado a obra social respecto al resultado del ejercicio (en tanto por ciento). COM indica el volumen de ingresos en términos de comisiones recibidas en relación al activo total de la caja (en tanto por ciento). TAMAÑO indica el volumen total de activo de la caja (en millones de euros). EDAD indica el número de años transcurridos desde la fundación de la caja. ESTRUCK indica la proporción de los fondos propios en relación al activo total (en tanto por ciento).

Variables	RE	RF	GOS	COM	TAMAÑO	EDAD
RF	0,686 ^{***} (0,000)					
GOS	-0,242 ^{***} (0,000)	-0,340 ^{***} (0,000)				
COM	0,037 (0,342)	0,031 (0,433)	-0,179 ^{***} (0,000)			
TAMAÑO	-0,086 ^{**} (0,028)	0,017 (0,664)	0,008 (0,835)	0,123 ^{***} (0,001)		
EDAD	-0,144 ^{***} (0,000)	-0,061 (0,122)	-0,069 [*] (0,084)	0,102 ^{***} (0,009)	-0,166 ^{***} (0,000)	
ESTRUCK	0,634 ^{**} (0,040)	-0,038 (0,329)	0,020 (0,608)	-0,014 (0,706)	-0,144 ^{***} (0,000)	-0,132 ^{***} (0,000)

Los p valores se indican entre paréntesis

* Significativo estadísticamente al 10%

**Significativo estadísticamente al 5%

***Significativo estadísticamente al 1%

Seguidamente, con el fin de contrastar las hipótesis planteadas en la parte teórica, se construye un modelo lineal dinámico para su estimación a través de un análisis de datos de panel. En particular, el modelo que se trata de contrastar viene expresado de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 RENTABILIDAD_{it} = & a_0 + \beta_1 RENT_{it-1} + \beta_2 GOS_{it} + \beta_3 COM_{it} + \\
 & + \beta_4 TAMAÑO_{it} + \beta_5 EDAD_{it} + \beta_6 ESTRUCK_{it} + \sum_{t=1992}^{2005} Y_t + \gamma_i + \mu_{it}
 \end{aligned}$$

⁸ Tampoco existen problemas de multicolinealidad cuando consideramos en el modelo como variable explicativa la rentabilidad retardada.

donde $RENTABILIDAD_{it}$ es la rentabilidad empresarial de una caja i en el año t , GOS es gasto en obra social, COM son los ingresos por comisiones, TAMAÑO es el tamaño de la caja, EDAD es la edad de la caja, y ESTRUCK es la estructura de capital de la caja, y

donde $\sum_{t=1992}^{2005} \gamma_t$ 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_i es el término de error.

La existencia de un posible problema de endogeneidad entre la variable dependiente y la variable explicativa considerada, así como con otras de las variables de control incluidas en el análisis, justifica que en las estimaciones apliquemos el método generalizado de los momentos (GMM), desarrollado para los modelos dinámicos de datos de panel por Arellano y Bond (1991). Esta metodología está específicamente diseñada para responder a problemas econométricos relevantes en este trabajo: (a) la presencia de efectos individuales inobservables (en este caso, efectos de empresa); (b) el proceso autoregresivo en los datos relativos al comportamiento del nivel de rentabilidad, es decir, la necesidad de usar un modelo con variables dependientes retardadas; (c) la posible endogeneidad de las variables independientes.

La consistencia del estimador GMM depende de la validez de los instrumentos. Para ello, consideramos tres contrastes de especificación sugeridos por Arellano y Bond (1991). El primero es el test de sobre-identificación de Hansen que contrasta la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error, o dicho de otra manera, la validez conjunta de los instrumentos utilizados. El segundo test examina la hipótesis de ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias (m_2). En tercer lugar, los dos contrastes de Wald de significación conjunta de las variables explicativas (z_1) y de las variables ficticias temporales (z_2). En nuestros modelos siempre se cumplen los supuestos anteriores.

4.3. Resultados

A continuación, se presentan los resultados de la estimación del panel, relativos a la posible influencia del gasto en obra social y otros determinantes sobre la rentabilidad de las Cajas de Ahorros españolas, resultados obtenidos con el programa STATA9 (Tabla 4). Como ya se ha señalado, el método de estimación utiliza una serie de instrumentos, retardos en las variables, con el objetivo de resolver los problemas de endogeneidad de algunas de las variables empleadas. Específicamente, en nuestro caso las variables consideradas como endógenas

son el gasto en obra social, el tamaño, la edad y la estructura de capital de la caja.

Respecto a nuestra variable de interés, el gasto en obra social (GOS), su coeficiente indica que afecta negativa y significativamente tanto a la rentabilidad económica (al nivel del 5 por ciento) como a la financiera (al 1 por ciento), tal y como proponía la primera hipótesis a contrastar -H1a-. Es decir, nuestros resultados sugieren que aquellas Cajas de Ahorros que tienen un mayor gasto en términos de obra social son las que generan una menor rentabilidad empresarial. Por tanto, este resultado evidencia 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.

Respecto a las variables de control, encontramos que el volumen de ingresos por comisiones (COM) influye de modo positivo sobre la rentabilidad, mientras que el tamaño de la caja (TAMAÑO) influye negativamente, aunque el efecto de ambas variables no es estadísticamente significativo. Por el contrario, si parece haber una relación positiva y significativa entre la rentabilidad, económica y financiera, y la edad de la caja (EDAD). Cuanto mayor es el número de años que una caja lleva en funcionamiento, mayor puede ser su experiencia y sus conocimientos sobre el sector y la actividad y, por ende, su capacidad para gestionarla de un modo más rentable. Finalmente, la estructura de capital (ESTRUCK) influye de modo negativo tanto sobre la rentabilidad económica como financiera, aunque sólo de modo significativo en esta última (al nivel del 1 por ciento). Por tanto, cuanto mayor sea el porcentaje que los fondos propios representan sobre el activo total de la caja, menor será su nivel de rentabilidad. Ello puede ser debido a que los fondos propios, a diferencia de la deuda, no tienen la capacidad para disciplinar un comportamiento poco eficiente, dado que no conllevan la necesidad realizar inversiones que generen rentas a fin de asegurar el pago de los intereses y la devolución del principal. Finalmente, otro factor importante a considerar es la rentabilidad previa de la caja, puesto que para explicar las rentabilidades económica y financiera de un periodo, las cifras del período anterior influyen positiva y significativamente.

En resumen, los resultados ponen manifiesto una influencia negativa y significativa del gasto en obra social sobre la rentabilidad empresarial de las Cajas de Ahorros españolas. Además, parece necesario considerar otras variables adicionales a la hora de explicar la rentabilidad de una caja en nuestro país, tales como la edad o la estructura de capital que presenta.

Tabla 4: Determinantes de la rentabilidad de las Cajas de Ahorros españolas

La muestra se compone de 46 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1992-2005. RE y RF indican la rentabilidad económica y financiera de la caja, respectivamente (en tanto por ciento). GOS es el gasto destinado a obra social respecto al resultado del ejercicio (en tanto por ciento). COM indica el volumen de ingresos en términos de comisiones recibidas en relación al activo total de la caja (en tanto por ciento). TAMAÑO indica el logaritmo natural del activo total de la caja. EDAD indica el número de años transcurridos desde la fundación de la caja. ESTRUCK indica la proporción de los fondos propios en relación al activo total. Z_1 y Z_2 son un contraste de la significación conjunta de las variables explicativas y de las variables ficticias temporales, respectivamente (asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación). m_2 es la correlación serial de segundo orden usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuida como N (0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial. Hansen es un test que contrasta las restricciones de sobreidentificación, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y el término de error.

Variable	Reg. 1 (RE)	Reg. 2 (RF)
RENT _{t-1}	0,335 ^{***} (0,024)	0,514 ^{***} (0,001)
GOS	-5,44-04 ^{**} (0,014)	-0,008 ^{***} (0,007)
COM	0,106 (0,873)	5,691 (0,436)
TAMAÑO	-0,003 (0,535)	-0,072 (0,266)
EDAD	0,001 [*] (0,070)	0,026 [*] (0,021)
ESTRUCK	-0,037 (0,478)	-2,477 ^{***} (0,009)
Efecto anual	Si	Si
Z_1	12,28 ^{**}	17,95 ^{***}
Z_2	18,37 [*]	24,62 ^{**}
m_2	0,91	0,81
Hansen	29,39	33,36
No. obs	538	538
No. grupos	46	46

* Significativo estadísticamente al 10%

**Significativo estadísticamente al 5%

***Significativo estadísticamente al 1%

5. 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 se convierten en un elemento específico que define 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 la rentabilidad de las cajas y suponer una diferencia relevante con sus competidores financieros más directos, los bancos. 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 a partir de un análisis dinámico de datos de panel.

Los resultados indican que, además de otras variables tales como la edad o la estructura de capital, 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, la influencia de la inversión en obra social sobre la rentabilidad es de carácter negativo. La competencia existente en el mercado financiero y el carácter imitable de variables tradicionales, como la remuneración de activo o pasivo, parecen haber 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 la rentabilidad obtenida. De hecho, el empleo de parte de las disponibilidades líquidas de una caja para realizar este tipo de actividades podría estar limitando los recursos disponibles para otras actividades de carácter económico y potencialmente generadoras de riqueza, que sí podrían proporcionar un mayor rendimiento empresarial. Además, los importantes costes adicionales que suponen para las empresas podrían estar superando los beneficios que conllevan, con la consiguiente desventaja competitiva respecto a los rivales que no realizan este tipo de actividades; todo ello sin olvidar la posibilidad de que tales inversiones se puedan estar realizando con un cierto oportunismo por parte de los directivos a fin de obtener importantes beneficios particulares, aún en detrimento de la rentabilidad empresarial.

Desde la perspectiva práctica, el hecho de que el gasto en obra social parezca tener un efecto negativo sobre la rentabilidad empresarial podría explicar que las mismas cajas, quizás conscientes en parte de esta relación inversa, estén aplicando a obra social una cantidad bastante inferior a la que podrían dotar, una vez cubiertas las exigencias legales respecto a las reservas. Así, el posible efecto disuasorio a la hora de invertir en actividades sociales derivado de la relación negativa encontrada en este estudio podría explicar que, según los datos de la CECA, de un máximo del 50 por ciento de los beneficios de libre disposición, las cajas estén dotando sólo en torno al 28 por ciento.

De cara a futuros trabajos podría ser interesante extender al análisis de la Banca Privada, dado que sus entidades comienzan a potenciar las actividades de

carácter social como estrategia competitiva. Por otro lado, se podría analizar en mayor profundidad las propias actividades de 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, no sólo en términos de rentabilidad sino también de eficiencia mediante la estimación de frontera eficientes.

Bibliografía

Arellano, M., y Bond, S. (1991): “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, *Review of Economic Studies*, 58, pp. 277-297.

Aupperle, K.E.; Carroll, A.B. y Hatfield, J.D. (1985): “An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability”, *Academy of Management Journal*, 28, pp. 446-463.

Azofra, V. y Santamaría, M. (2004): “El gobierno de las cajas de ahorros españolas”, *Universia Business Review*, 2, pp. 48-59.

Ballarín, E. (1991): “El proceso de dirección en las Cajas de ahorros”, *Papeles de Economía Española*, 47, pp. 25-36.

Barnea, A. y Rubin, A. (2006): “Corporate Social Responsibility as a conflict between shareholders”, *EFA 2006 Zurich Meetings*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=686606>.

Bechetti, L.; Rocco C. y Iftekhhar H. (2007): “Corporate Social Responsibility and Shareholder’s Value: An Event Study Analysis”. *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper*, Atlanta.

Berger, A. y Mester, L. (1997): “Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?”, *Journal of Banking and Finance*, 27:1, pp. 895-1063.

Bewley, T. 1999: *Why Wages Don’t Fall During a Recession*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

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.

Burke, L. y Logsdon, J. M. (1996): “How corporate social responsibility pays off”, *Long Range Planning*, 29:4, pp. 497-505.

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*, 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*, 182, pp. 63-70.

Cochran, P. L. y Wood R. A. (1984): “Corporate Social Responsibility and Financial Performance”, *Academy of Management Journal*, 27, pp. 42-56

Cotrill, M.T. (1990): “Corporate social responsibility and the marketplace”, *Journal of Business Ethics*, 9, pp. 723-729.

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*, 108, 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*, 8, pp. 24-37.

Friedman, M. (1970): “The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits”, *The New York Times Magazine*, 13 de Septiembre.

Garriga, E. y Melé, D. (2004): “Corporate social responsibility theories: mapping the territory”, *Journal of Business*, 53, pp. 51-71.

Guijarro, M. (2003): “La obra social de las Cajas de Ahorros: elemento clave de su cultura corporativa”, *Cuadernos de Información Económica*, 175, pp. 131,136.

Hart, S. y Christensen, C. (2002): “The great leap. Driving innovation from the base of the pyramid”, *Sloan Management Review*, 44, pp. 51-56.

Ingram, R. y Frazier, K. (1980): “Environmental Performance and Corporate Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, 18, pp. 614–622.

Kleinbaum, D.G.; Kupper, L.L. y Muller, K.E. (1998): *Applied Regression Analysis and Other Multivariable Methods*, PWS-KENT Publishing Company, Boston.

Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

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*, 14, pp. 84-95.

Marbella, F. (2005): *La Dirección Estratégica de las Entidades de Crédito*, Thomson-Civitas, Madrid.

Marbella, F. (2006). “Crecimiento sostenible de las entidades de crédito españolas (1995-2000)”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 12: 3, pp. 229-241.

Margolis, J.D, y Walsh, J.P. (2004): “Misery loves companies: rethinking social initiatives by business”, *Administrative Science Quarterly*, 48, pp. 268-305.

McWilliams A. y Siegel D. (2001): “Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?”, *Strategic Management Journal*, 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*, 82, pp. 9-40.

Newgren, K., A; Rasher, M. y Szabo, M. (1985): “Environmental Assessment and Corporate Performance: A Longitudinal Analysis Using Market-Determined Performance Measures”, in L. E. Preston (Ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 7, pp. 153–164.

Pennings, J. y Harianto, F. (1992): “The Diffusion of Technological Innovation in the Commercial Banking Industry”, *Strategic Management Journal*, 13, pp. 29-46.

Pérez, F; Maudos, J. y Pastor, J.M. (1999): *El sector bancario español (1985-1997). Cambios estructurales y competencia*, CAM, Alicante.

Pi, L. y Timme, S. (1993): “Corporate control and bank efficiency”, *Journal of Banking and Finance*, 17, pp. 515-530.

Plaza, I. y Melle, M. (1994): “La relación entre estructura organizativa, estrategia y resultados en el Grupo Argentaria”, *Papeles de Economía Española*, 58, pp. 276-283.

Porter, M. E y Kramer, M. R. (2003): “La filantropía empresarial como ventaja competitiva”, *Harvard Deusto Business Review*, 12, pp. 7-20.

Porter, M. E y Kramer, M. R. (2006): “Estrategia sociedad: el vínculo entre la ventaja competitiva y la Responsabilidad Social Corporativa”, *Harvard Business Review*, 84: 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*, 46, pp. 1247-1271.

Preston L. y O'Bannon D. (1997): "The corporate social-financial performance relationship", *Business and Society*, 36, pp. 5-31.

Quintás, J.R. (2006): "Las Cajas de Ahorros en el ámbito de la responsabilidad social corporativa", *Papeles de Economía Española*, 108, pp. 128-143.

Roman, R., Hayibor, S. y Agle, B. (1999): "The relationship between Social and Financial performance: repainting a portrait", *Business & Society*, 38, pp. 109-125.

Sánchez Calero, J. (2003): "Las modificaciones en el Régimen de las Cajas de Ahorro" en Sánchez Calero, F. y Sánchez Calero, J (Ed.): *Comentario a la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Aranzadi, pp. 431-472.

Sanchís, J.R. y Camps, J. (2002): *Dirección estratégica bancaria*, Ediciones Díaz de Santos, Madrid.

Shen, C. y Chang, Y. (2009): "Ambition Versus Conscience, Does Corporate Social Responsibility Pay off? The Application of Matching Methods", *Journal of Business Ethics*, 88: 1, pp. 133-153.

Sierra, P. y Valdunciel, L. (2005): "Promoción e imagen de las cajas de ahorros españolas a través de la obra socio-cultura", *Banca y Finanzas*, 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*, 72, pp. 35-89.

Turban, D. y Greening, D. (1997): "Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees", *Academy of Management Journal*, 40, pp. 658-672.

Vance, S. (1975): "Are socially responsible corporations good investment risks?", *Academy of Management Review*, 1, pp. 18-24.

Varadarajan, P. R. y Menon A. (1988): "Cause-related marketing: a coalignment of marketing strategy and corporate philanthropy", *Journal of Marketing*, 52, pp. 58-74.

Waddock, S.A. y Graves, S.B. (1997): "The corporate social performance-financial performance link", *Strategic Management Journal*, 18, pp. 303-319.

Wier, P. (1983): "The costs of anti-merger lawsuits: evidence from the stock market", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 207-224.

Wright, P. y Ferris, S. (1997): "Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value", *Strategic Management Journal*, 18, pp. 77-83.