

LA INFLUENCIA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DE LAS CAJAS DE AHORROS CASTELLANOLEONESAS

**Jose María DÍEZ ESTEBAN; Oscar LÓPEZ DE FORONDA; Tomás PRIETO
ÁLVAREZ; Marcos SANTAMARÍA MARISCAL**
Universidad de Burgos

1.- INTRODUCCIÓN

Las cajas de ahorros españolas son entidades de crédito plenas, que cuentan con una peculiar naturaleza jurídica caracterizada por una indefinición de los derechos de propiedad y por el sometimiento a una regulación sobre órganos rectores que involucra en su gestión a administraciones públicas, impositores, empleados y fundadores. Estas dos singularidades conforman un marco jurídico atípico que incentiva a las administraciones públicas, al actuar como reguladores y participantes, a apropiarse “de facto” de los derechos de propiedad en las cajas. La consecuencia más inmediata de este hecho es la posibilidad de que las cajas adopten decisiones operativas y estratégicas que mermen su potencial rentabilidad económica.

El objetivo del presente estudio es doble. Por una parte se intenta contrastar si el mayor peso de las administraciones públicas en la Asamblea General afecta negativamente a la rentabilidad económica de las cajas de ahorros de Castilla y León. Y por otra parte, se valora si la consecución de un mayor tamaño a través de una fusión entre las cajas de ahorros castellanoleonesas, es una decisión eficiente desde el punto de vista económico.

Con este objetivo, la presente ponencia se articula de la siguiente forma. Además de este apartado introductorio, en el segundo se expone el gobierno de la empresa tomando como marco conceptual el aportado por la teoría financiera de la agencia. En un tercer apartado, partiendo de una revisión sobre las recientes teorías de intermediación financiera, hacemos hincapié en los cambios que en los últimos años parecen afectar a la propia naturaleza del negocio bancario y que relativizan la importancia del tamaño como recurso de ventaja competitiva. En el cuarto apartado desarrollamos un modelo de relaciones de agencia en las cajas de ahorros españolas para pasar a analizar a continuación las ventajas y desventajas de una posible fusión entre las cajas de Castilla y León. En el epígrafe quinto, se presenta la parte empírica del trabajo y, a partir de los datos suministrados por la CECA, se contrasta la hipótesis de una posible repercusión negativa en la rentabilidad económica de las cajas de nuestra comunidad debido al peso de las administraciones públicas en la Asamblea General. A continuación, se aplica la técnica de datos panel y la metodología de Revell para verificar si la fusión de todas las cajas de

ahorros de la región en una única entidad es una decisión eficiente desde un punto de vista económico. En la última sección, se analizan los resultados y se obtienen las conclusiones pertinentes del estudio.

2.- EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

La concepción de la empresa de Jensen y Meckling (1976) como una ficción legal que sirve de marco para establecer relaciones contractuales entre individuos supuso el nacimiento de una nueva teoría de la empresa y abrió la puerta al estudio pormenorizado de las relaciones de agencia que tienen lugar en la misma. Relaciones que estos autores definen como contratos, bajo cuyas cláusulas una o más personas (el principal/es) contratan a otra persona (agente) para que realice un determinado servicio en su nombre, lo que implica cierto grado de delegación de autoridad en el agente.

En la empresa se puede hablar de relaciones de agencia entre directivos, empleados, clientes o acreedores, pero la que más atención ha recibido por parte de la literatura teórica ha sido sin duda la existente entre propietarios y directivos. La separación entre propiedad y control, la dispersión de la propiedad y la asimetría de información dificultan el control de las decisiones directivas y favorecen la discrecionalidad de los gerentes para perseguir objetivos diferentes del de maximizar el valor de la empresa (Azofra y Fernandez, 1999).

Ciertamente, cuando no existe separación entre propiedad y control, es decir, cuando la empresa pertenece a un solo propietario que además es quien la gestiona, los costes derivados de la relación de agencia son nulos. Sin embargo, en el momento en que el propietario-gerente cede parte del capital de la empresa, surgen costes de agencia como consecuencia de la divergencia de intereses entre las partes. Costes que se incrementan a medida que disminuye su participación en dicho capital y que se hacen máximos cuando la separación entre propiedad y control es total. El problema de agencia en este contexto hace referencia a las dificultades con que se encuentran los inversores para asegurar que los fondos que aportan no son malgastados por el gerente en proyectos no rentables (Shleifer y Vishny, 1997). En un mundo ideal, en el que fueran posibles los contratos completos, ambas partes especificarían por escrito todas las posibles contingencias, desde cómo deben utilizarse los fondos aportados, hasta cómo se ha de repartir el beneficio entre las partes. En esta situación los costes de agencia derivados de la separación de la propiedad y el control serían resueltos mediante contratos. Sin embargo, la realidad demuestra que es imposible imaginar todas las contingencias futuras que pueden surgir a lo largo de un periodo de tiempo en una organización, y mucho menos detallarlas por escrito en un contrato. Así, desde el momento en que admitimos que los contratos son incompletos, surge la problemática de asignar los derechos residuales de control - los derechos para tomar decisiones en las circunstancias no previstas en el contrato - (Grossman y Hart, 1986). Es en este contexto donde el gobierno de las empresas tiene su

principal justificación. Tal y como señala Zingales (1998), en un modelo económico donde todas las decisiones, todos los conflictos y todas las rentas son asignadas en el momento de la firma del contrato (*ex ante*) no hay lugar para el gobierno corporativo. El objetivo principal de la estructura de gobierno de la empresa es, precisamente, contribuir al diseño de los incentivos y mecanismos de control que minimicen los costes de agencia para evitar que la separación entre la propiedad y control dé lugar a formas de organización ineficientes (Azofra y Fernandez, 1999). Se trata en definitiva de diseñar mecanismos de gobierno que alineen los intereses de los gerentes con los de los propietarios, y limiten su discrecionalidad para evitar la apropiación de los derechos residuales (y rentas residuales) en su exclusivo beneficio¹.

3.- NATURALEZA DE LA EMPRESA BANCARIA

En los últimos años se observa un cambio en la propia naturaleza de la empresa, en donde la importancia de recursos como el capital humano, la información o las nuevas tecnologías, están desplazando a los recursos tradicionales como fuentes de riqueza y de creación de valor en la empresa. En este contexto, parece perfilarse un nuevo concepto de empresa en el que los activos materiales dejan de ser claves para obtener ventajas competitivas y que requiere de un nuevo enfoque en los mecanismos de gobierno de las empresas. Uno de los sectores más afectados es el financiero, donde se comienza a apreciar un cambio en la naturaleza del negocio bancario.

Hace unos años las teorías sobre la razón de ser del sector financiero se orientaban hacia la existencia de costes de transacción asociados a imperfecciones de mercado. Un intermediario financiero podía aglutinar las demandas individuales de activos de los consumidores y reducir así los costes de transacción mediante la negociación de grandes cantidades de títulos. Transformar a continuación los activos adquiridos (crear activos financieros secundarios a partir de los activos financieros primarios) adaptándolos a las necesidades de sus clientes, y por último, venderlos a un precio que le permitiera cubrir todos sus costes. Los intermediarios llevan a cabo dichas funciones porque poseen una ventaja comparativa en el procesado de documentos, en la adquisición de información sobre la capacidad de pago de los prestatarios y en el control de instrumentos que puedan ser fácilmente convertibles en capacidad adquisitiva (Berges y Soria, 1993). Es decir, aprovechan la existencia de economías de escala y de alcance en las funciones que desempeñan.

Sin embargo el enfoque basado en los costes de transacción no es del todo satisfactorio para justificar la existencia de intermediarios financieros. Aparecen así las

¹ Estos beneficios incluyen desde utilizar los derechos residuales para atrincherarse en el puesto (Shleifer y Vishny, 1989) hasta perseguir objetivos de crecimiento en la empresa (Williamson, 1963) para conseguir un mayor poder y mejores oportunidades de promoción.

teorías sobre la intermediación basadas en la información, que proporcionan una interpretación fundamental (Bhattacharya y Thakor, 1993). La empresa bancaria existe porque es capaz de reducir las asimetrías de información presentes entre oferentes y demandantes de fondos: problemas de información asimétrica *ex ante*, centrados sobre todo en la calidad crediticia del prestatario (selección adversa) y problemas de riesgo moral o *ex post* (verificación costosa de los estados de la naturaleza), referidos a la dificultad de controlar al prestatario una vez concedida la financiación (Berges y Soria, 1993). Desde este punto de vista, la producción de información de calidad y la supervisión al prestatario para que no se aparte del comportamiento acordado con los inversores, se muestran como las funciones básicas a desarrollar por los intermediarios financieros en un entorno en el que la financiación a través del mercado cobra cada vez mayor importancia, pero en el que el binomio intermediarios financieros-mercados, no sólo no es excluyente, sino que se puede afirmar que es complementario².

Esta redefinición del papel de los intermediarios financieros implica dar un salto desde una banca basada en economías de escala asociadas al tamaño, a una banca basada en los conocimientos, en la que ya no la producción, sino la simple mediación en la información se convierte en la actividad principal. Es aquí donde el capital humano y las nuevas tecnologías aparecen como recursos claves para obtener ventajas competitivas. Para una entidad de depósito, activos intangibles como la cualificación y habilidades del personal, el mantenimiento de relaciones estables con los clientes, la cultura corporativa y los sistemas de información son tan importantes como la extensión de la red de oficinas o la base de depósitos (Zulima, 1994). Frente a una estrategia basada en costes se ha de oponer una estrategia basada en la diferenciación, en la que añadir valor al producto a través de una relación de confianza con el cliente, supone asegurarse su fidelidad. Esto implica la necesidad de primar la formación y cualificación del personal de la empresa, lo que requiere, como muy bien señalan Rajan y Zingales (1998), una reorientación en los mecanismos de gobierno corporativo para que se centren más específicamente en cómo controlar y retener el capital humano en la empresa³.

A pesar de los planteamientos teóricos anteriores, actualmente asistimos a fusiones bancarias que tienen como principal objetivo la consecución de un mayor tamaño. Surge entonces la pregunta de cuáles son los motivos que justifican la formación de entidades bancarias de una mayor dimensión. A nuestro modo de ver las razones pueden agruparse en dos: en primer lugar, se busca alcanzar una mayor dimensión que

² Una prueba de ello, es el estudio realizado por Allen y Gale (1995), en el que se examinan las diferencias existentes entre los mercados financieros de Alemania y Estados Unidos. Las conclusiones permiten afirmar que la existencia de intermediarios financieros no sólo atenúa las perturbaciones que afectan al consumo, sino que además ayuda a compensar, mediante la supervisión delegada y el ejercicio de los derechos de voto, la falta de un mercado de control sobre las empresas cuando los mercados de valores tienen poco volumen de negocio.

³ La generalización de sistemas de incentivos para todos los empleados de la empresa, como el caso de las stock options, persiguen este objetivo.

permita lograr una mayor eficacia y productividad y, en definitiva, una mayor rentabilidad (Bengoechea y Lerena, 1988). Se trataría en este caso de aprovechar la existencia de hipotéticas economías de escala para conseguir una reducción en los costes fijos⁴.

Sin embargo, la evidencia empírica parece demostrar que no existen grandes economías de escala en banca más allá de las que se derivan del tamaño de las oficinas (Revell, 1987; Raymond y Repilado, 1991; Carbó y Humphrey, 2000). Además, recientes estudios sugieren que la dimensión no es tan importante para recortar costes como el reducir las denominadas ineficiencias X -técnicas y de asignación de recursos- (Berger, 1993).

La segunda razón, de carácter estratégico, hace referencia a la consecución de mayores cuotas de mercado. La competencia tan intensa a la que se ven sometidas las entidades financieras hace necesario adquirir poder de mercado para sobrevivir. En estos casos, la diversificación puede ser justificable aún a costa de pérdida de rentabilidad.

4.- RELACIONES DE AGENCIA EN LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

Las cajas de ahorro españolas son entidades de crédito plenas, que cuentan con una peculiar naturaleza jurídica - de base fundacional, no reñida con su preeminente consideración como empresas -. Este substrato fundacional - estamos ante un patrimonio destinado a un fin - explica una de sus más destacadas notas: la indefinición de los derechos de propiedad. Por otra parte, el “carácter social” o “interés público relevante” - parafraseando al Tribunal Constitucional español - con que las cajas nacieron, y permanecen, justifica el establecimiento por vía legal de una peculiar regulación de sus órganos rectores, de manera que se involucra en su gestión (al menos) a los poderes públicos (muy especialmente), impositores, empleados, y fundadores. Esto supone un diseño del poder decisorio de una entidad privada sin parangón en el mundo empresarial occidental.

Olvidada la inicial autonomía organizativa de las cajas de ahorro - que había sido progresivamente arrinconada -, la estructura y composición de sus órganos de gobierno se rige actualmente por la Ley 31/1985, de 2 de Agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorro (LORCA). En ella se afianzan como órganos rectores de las cajas de ahorros la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control, al mismo tiempo que se asignan unos porcentajes precisos sobre la composición de cada órgano. Se pretendía, pues, la representación en los órganos de gestión de los diversos intereses colectivos, atribuyendo una participación porcentuada a las corporaciones municipales (40 por ciento), impositores (44 por ciento), personas o entidades fundadoras (11 por ciento), y empleados

⁴ Cuervo las resume en tres tipos.

(5 por ciento). Sin embargo, el Tribunal Constitucional (sentencia 49/1988) permitió a las Comunidades Autónomas, en virtud de la “proyección eminentemente regional” de las cajas, introducir modificaciones, tanto en lo relativo a los grupos representados en la Asamblea General - autorizando la inclusión de “representantes de otros intereses sociales”- como en los porcentajes fijados. La mayoría de las Comunidades Autónomas incrementaron los porcentajes de representación municipal y/o introdujeron nuevos grupos de interés en los órganos de gobierno (en particular, una representación de las Asambleas Legislativas autonómicas, lo que contribuyó a configurar un panorama de politización aún más complejo).

A la vista de esta habilitación, Castilla y León aprueba su Ley de Cajas de Ahorro, 4/1990, de 26 de abril, luego reemplazada por Decreto Legislativo 1/1994, de 28 de julio, que las rige en la actualidad en lo relativo a su organización interna. En él se establecen las siguientes peculiaridades:

En primer lugar, la Asamblea General, como órgano supremo de gobierno y decisión de la Caja de Ahorros, se constituye por un mínimo de 110 y un máximo de 160 Consejeros Generales. Los grupos de interés que participan en la Asamblea son seis. Los impositores, con un porcentaje entre un 35 y un 40 por ciento del total de Consejeros Generales; las Cortes de Castilla y León, con un porcentaje de representación del 15 por ciento; las Corporaciones Municipales, entre un 25 y un 35 por ciento; los fundadores entre un 5 y un 10 por ciento (siempre que no sean Corporaciones Municipales); y por último, empleados y entidades de interés general, con un porcentaje entre un 5 y un 15 por ciento cada uno.

El Consejo de Administración, elegido por la Asamblea General guardando las mismas proporciones de representación de cada grupo presente en la Asamblea, se encarga de la gestión, administración y representación de la caja. Está compuesto por entre un mínimo de 13 vocales y un máximo de 17. Este órgano designa al Director General, que ejecuta los acuerdos adoptados.

Por último, la Comisión de Control tiene por objeto la supervisión de la gestión del Consejo de Administración. Los miembros de la Comisión son elegidos por la Asamblea General y contarán como mínimo con un representante de cada uno de los grupos que la integran, si bien los estatutos pueden ampliar el número de miembros hasta un máximo de ocho⁵.

Es importante reseñar además que las cajas de Castilla y León están adheridas (cinco de las seis que existen) a un Acuerdo Marco sobre Inversiones Estratégicas.

⁵ Estos porcentajes están siendo revisados actualmente por la Administración Territorial. El borrador presentado a las Cajas castellano-leonesas está siendo estudiado y en espera de respuesta a fecha de presentación de esta comunicación (6 Octubre).

En este marco legal, el estudio del gobierno de las cajas de ahorros españolas ha de tener en cuenta, por tanto, la existencia de dos importantes singularidades. Por una parte, la ausencia “de iure” de derechos de propiedad en las cajas, al no existir capital dividido en acciones o participaciones. La consecuencia cuando los derechos de propiedad no están correctamente definidos, o cuando hay dificultades para que los agentes negocien el reparto de costes o beneficios que estos derechos generan, es que se producen ineficiencias en la asignación de recursos (Terceiro, 1995). Por otra parte, la existencia de un otorgamiento externo a través de leyes de los derechos decisionales provoca conflictos de intereses entre los grupos participantes (Maroto y Melle, 1999).

En este contexto, la teoría de la agencia proporciona el marco idóneo para el estudio de las relaciones contractuales entre los diferentes grupos sociales que confluyen en el gobierno de las cajas de ahorros. Ciertamente se trata de un singular problema de agencia de separación entre propiedad y control en el que estas relaciones han de entenderse como relaciones de agencia en sentido amplio (enfoque stakeholders), y en las que administraciones públicas, depositantes, empleados y fundadores confluyen en el control de la entidad persiguiendo intereses que en principio pueden ser divergentes.

Sin embargo, dentro de los stakeholders, los derechos decisionales no son asignados igualitariamente entre todos los grupos. Las administraciones públicas alteran a su favor las relaciones de poder, al actuar por una parte como reguladores, y por otra como participantes en el gobierno de las cajas. Esta situación determina la asignación en su favor de porcentajes cuasi mayoritarios en la asamblea general y da lugar a un importante fenómeno de endogamia entre administraciones públicas y empleados (Maroto y Melle, 1999; Terceiro, 1995). Los empleados cuentan con incentivos para alinear sus intereses con los de las administraciones públicas en la toma de decisiones de la Asamblea General. Incentivos que incluyen la negociación de mayores remuneraciones salariales o la creación de empleo. Esto permite a las administraciones públicas, debido a la propia estructura de gobierno de las cajas de ahorros, el control del resto de órganos de la entidad.

La indefinición de los derechos de propiedad incentiva a las administraciones públicas a su apropiación “de facto” a través del control de los derechos decisionales. Apropiación que se realiza en detrimento de los derechos del resto de grupos participantes, especialmente impositores y fundadores. “Las relaciones de agencia deben plantearse así en las cajas al margen de la teoría de los derechos de propiedad, y dentro de una concepción positiva de la teoría de la agencia, que toma su fundamento del comportamiento financiero efectivo de las organizaciones” (Azofra y De Miguel, 1992).

Análogamente al problema de agencia entre accionistas y directivos, la consecuencia de esta apropiación es una ineficiente asignación de los recursos, que el caso de las cajas, se traduce en la posibilidad de que se adopten decisiones de inversión y

financiación no acordes con criterios de eficiencia económica. Decisiones que, en definitiva, pueden beneficiar a las administraciones públicas dejando al margen objetivos de rentabilidad. La obtención de una mayor financiación o la consecución de un mayor poder económico (a través de fusiones intrarregionales entre cajas) para impulsar proyectos “políticamente” estratégicos, son posibles ejemplos de lo que podríamos llamar “beneficios privados” de las administraciones públicas.

Frente a esta situación los mecanismos de gobierno tradicionales pierden su efectividad: en primer lugar, se desvirtúa la finalidad para la que fueron configurados los órganos de gobierno de las cajas, con especial incidencia en la Comisión de Control, que pierde de facto, su papel supervisor. Y en segundo lugar, los mecanismos de control externos tampoco son eficaces. Para Shleifer y Vishny (1997) los grandes accionistas y acreedores son los instrumentos adecuados para el control de la discrecionalidad directiva.

La Ley, al no definir derechos de propiedad en las cajas, impide la transmisibilidad de estos, y por ende, la posibilidad de disciplinar la actuación de las administraciones públicas a través de una posible OPA hostil.

En cuanto a los acreedores de las cajas de ahorros (depositantes), se trata en general de pequeños agentes (economías domésticas) desinformados, dispersos y con intereses divergentes, que no se encuentran en condiciones de supervisar sus actividades (problema del polizón) (Freixas y Rochet, 1999). A todo ello hay que añadir la existencia de un Fondo de Garantía de Depósitos que alienta hasta cierto punto el problema de riesgo moral entre los depositantes.

Así pues, queda como único mecanismo externo la regulación y supervisión del Banco de España, que lleva años solicitando al Gobierno la modificación de la LORCA y la adaptación de la estructura de gobierno de las cajas de ahorros al informe Olivencia para conseguir una mayor profesionalización del sector.

Sin embargo, el Gobierno no parece dispuesto a modificar el marco jurídico de las cajas de ahorros y hasta el momento sólo se ha limitado a recomendar prudencia en la aplicación de la LORCA para que no se desvirtúe el objetivo real para el que fue aprobada la ley: la democratización de los órganos de gobierno de estas entidades a través de la implicación en su gestión de diversos colectivos pertenecientes al ámbito geográfico en donde actúa la caja de ahorros⁶.

⁶ Recientemente (Expansión, 2-5-2000) el Ejecutivo ha dejado entrever su deseo de reformar la LORCA para, manteniendo el modelo jurídico actual, frenar la politización de las cajas primando la profesionalidad.

5.- FUSIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CASTELLANOLEONESAS

El último debate abierto entorno a las cajas ha surgido a raíz de las reiteradas recomendaciones de algunas Comunidades Autónomas de crear grandes cajas mediante fusiones intrarregionales⁷.

Las razones que se alegan para justificar este tipo de fusiones hacen referencia al fenómeno de la globalización, la desregulación, el aprovechamiento de economías de escala y la reducción de los costes de explotación.

En cuanto al fenómeno de la globalización, tal y como señalan Azofra y De La Fuente (1989), es necesario hacer una reflexión previa que comience por la aceptación de que no es realista pensar que las cajas de ahorros puedan ser al mismo tiempo competitivas en todos los productos y respecto a todos los servicios. Las cajas deben preservar las señas de identidad que históricamente han venido inspirando sus actuaciones (Medel, 1993). En este sentido, los objetivos que secularmente han venido marcando la trayectoria histórica de las cajas han de seguir siendo en estos momentos foco de atención prioritaria: vocación territorial; promoción del ahorro y de la inversión; atención preferente a las economías domésticas y a las PYMES y realización de actividades de carácter social. Una estrategia que pasa por compensar los mayores costes de las operaciones mediante un trato cercano y diferenciado para con el cliente aprovechando la extensa red de oficinas con que cuentan las cajas (Zulima y Suárez, 1998).

En cuanto al aprovechamiento de las economías de escala que se conseguirían mediante una fusión también se podrían conseguir mediante acuerdos de colaboración entre cajas⁸ evitando todos los inconvenientes que conlleva un proceso de fusión. En este sentido la cooperación es un factor determinante para el futuro de las cajas. Las fórmulas de consorcio pueden traducirse en una racionalización de actividades y costes de gestión sin implicar la desaparición de entidades que todo proceso de fusión comporta (Azofra y De La Fuente, 1989). También se están barajando otras fórmulas como las “fusiones virtuales” (Manuel Pizarro). En conclusión, el fenómeno de las fusiones debiera valorarse a través de dos consideraciones: por un lado la relacionada con la mejora de la eficiencia empresarial y, por tanto, con la potencial reducción de los costes y precios de los productos de las entidades que se fusionan; y por otro, la modificación de la estructura de mercado que la concentración supone y sus potenciales consecuencias en la generación de

⁷ Algo que actualmente promulgan Andalucía, Castilla y León y Valencia, y que podría ser seguido por El País Vasco, Extremadura y Castilla La Mancha.

⁸ Los acuerdos de colaboración entre cajas son de hecho muy intensos. La labor de CECA en este sentido ha sido determinante fomentando el desarrollo conjunto de nuevos productos y aplicaciones informáticas, que de otro modo hubieran resultado inaccesibles para las cajas más pequeñas.

comportamientos colusorios que pudieran acabar afectando negativamente a los consumidores y usuarios (Luis de Guindos, Expansión 26-05-2000).

6.- METODOLOGÍA E HIPÓTESIS

El objetivo del presente trabajo es analizar si existe o no relación entre la mayor o menor presencia de representantes de las administraciones públicas en la Asamblea General de las cajas de ahorros de Castilla y León y sus decisiones de inversión y financiación, haciendo especial hincapié en los peculiares aspectos del Decreto Legislativo 1/1994 de Castilla y León que desarrolla la Ley de los Organos Rectores de las Cajas de Ahorros de 1985. También tiene por objeto valorar si la consecución de una mayor dimensión a través de una fusión entre las cajas de nuestra Comunidad es una decisión eficiente desde el punto de vista económico.

La revisión de los planteamientos teóricos relativos al gobierno de la empresa, en el marco de la Nueva Economía Institucional, nos lleva a contrastar las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1: *El mayor peso de las administraciones públicas en la Asamblea General de las cajas de ahorros de la región repercute negativamente en su rentabilidad económica.*

Hipótesis 2: *La fusión de todas las cajas de ahorros de la región en una única entidad no es una decisión eficiente desde el punto de vista económico.*

La contrastación de las hipótesis planteadas se realiza utilizando información desagregada, para el período 1992-1998, obtenida de los Anuarios Estadísticos de las Cajas de Ahorros Confederadas, publicados por la Confederación Española de Cajas de Ahorro, y de las memorias de las cajas de ahorros de Castilla y León.

Para el estudio de la primera hipótesis nos planteamos, en primer lugar, un análisis de regresión; sin embargo, el escaso tamaño poblacional nos obligó a un análisis de las correlaciones de Pearson entre la rentabilidad económica de las cajas de ahorros de Castilla y León y una variable que mide el porcentaje de participación de las administraciones públicas en su Asamblea General. La rentabilidad económica de una caja de ahorro (ROA) se calcula como el cociente entre sus beneficios netos y el valor contable de sus activos totales. La variable que mide el porcentaje de participación de las administraciones públicas (ADYEM) incluye también la participación de los empleados en la Asamblea General debido a la confluencia de intereses entre ambos grupos. Los empleados de estas entidades se ven incentivados, con una mayor remuneración, a seguir los intereses de las administraciones públicas, constituyendo, en la práctica, un único grupo de presión (Melle y Maroto, 1999).

En la contrastación empírica de la segunda hipótesis se utiliza la metodología de datos de panel que permite conocer de forma individualizada los valores que una serie de variables toman a lo largo del tiempo⁹ y disponer, así, de un número mayor de datos que mejora la eficiencia de los estimadores obtenidos.

La utilización de esta técnica aunque tiene múltiples ventajas frente al análisis de corte de transversal, también plantea diversos problemas. El más importante es la existencia de efectos inobservables constantes correlacionados con las variables explicativas que provocan que los estimadores mínimo cuadrados ordinarios sean inconsistentes. La solución que en este trabajo se adopta para solucionar este problema es considerar las variables en primeras diferencias y así eliminar los efectos individuales.

El modelo que planteamos para la verificación empírica de esta segunda hipótesis es el siguiente:

$$ROA_i = \alpha_i + \beta_i \text{LOGACT}_i + \mu_i \quad (1)$$

donde:

- ROA_i : **rentabilidad económica de una caja de ahorro** es el cociente entre sus beneficios netos y el valor contable de sus activos totales.

- LOGACT_i : **tamaño de una caja de ahorro** es el logaritmo del valor contable de sus activos totales.

Por último, para analizar en términos económico-financieros la eficiencia estructural y operativa de las seis cajas de ahorro cuya sede central está en Castilla y León, utilizamos la metodología de Revell (1987). Los resultados obtenidos nos proporcionarán una idea de si deben realizarse futuras fusiones entre cajas de ahorros en nuestra Comunidad Autónoma con el fin de mejorar la eficiencia del sistema financiero en nuestra región (Revell, 1987; Azofra y De la Fuente, 1989). Esta técnica consiste en la definición de una serie de ratios e indicadores del grado de eficiencia que, posteriormente, se calculan con información pública del período 1997-1999. Estos ratios se agrupan en tres grandes bloques: ratios de rentabilidad y margen, ratios de costes y ratios de productividad.

⁹ El panel de datos utilizado se caracteriza por ser incompleto o no balanceado. En concreto, la variante de panel de datos que se elige para este trabajo es la que la denomina micropanel; es decir, un conjunto de datos en el que la dimensión dominante corresponde al número de individuos resultando el número de períodos sensiblemente inferior.

7.- RESULTADOS

En primer lugar se muestran los resultados obtenidos en la verificación de la hipótesis que plantea que el mayor peso de las administraciones públicas en los consejos de gobierno de las cajas de ahorros de la región repercute negativamente en la su rentabilidad económica.

CUADRO I			
RELACION ENTRE RENTABILIDAD ECONOMICA Y LA PARTICIPACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN LAS CAJAS DE AHORRO DE CASTILLA Y LEON			
(coeficientes de correlación de Pearson)			
	1997	1998	1999
	ROA	ROA	ROA
ADYEM	-0,615	-0.691	-0,852

Estos resultados muestran que existe una correlación negativa estadísticamente significativa entre la rentabilidad económica de las cajas de ahorros de Castilla y León y la variable que mide el porcentaje de participación de las administraciones públicas en su Asamblea General. Por lo que consideramos que cuanto mayor peso de las administraciones públicas en los consejos de gobierno de las cajas de ahorros de la región menor es su rentabilidad económica.

En una segunda etapa, y utilizando la metodología de los datos de panel, estimamos el modelo (ecuación 1) que relaciona la rentabilidad económica de las cajas de ahorro españolas con su tamaño y que nos permitirá contrastar la hipótesis 2. Los resultados obtenidos se muestran en el cuadro II.

CUADRO II	
RELACION ENTRE LA RENTABILIDAD ECONOMICA Y EL TAMAÑO DE LAS CAJAS DE AHORRO ESPAÑOLAS	
(datos de panel con variables en primeras diferencias)	
CONSTANTE	0,001472*** (0.000459)
LOGACT	-0,011231*** (0,002822)
Test de Wald (Todas las dummies)	15,838289 (1)
Test de Wald (Dummies anuales)	47,445340 (5)
m₁	-0,003 (49)
m₂	1,098 (49)
<p>*** Significatividad al 99%. ** Significatividad al 95%. Significatividad al 90%.</p> <p>- Los errores estándar son robustos a la presencia de heterocedasticidad. Entre paréntesis aparece el valor del estadístico.</p> <p>- El test de Wald para contrastar la significación conjunta de variables explicativas. Bajo la hipótesis nula de no relación entre variables, el estadístico se distribuye como una χ^2. Los grados de libertad figuran entre paréntesis.</p> <p>- Los tests m₁ y m₂ para detectar la eventual autocorrelación serial de primer y segundo orden de los errores del modelo. Bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación los estadísticos se distribuyen según una función normal tipificada</p>	

Estos resultados muestran que existe una relación negativa estadísticamente significativa entre la rentabilidad económica de las cajas de ahorros españolas y su tamaño. En concreto, que cuanto mayor es el volumen de activos de las cajas de ahorros menor es su rentabilidad económica.

Por último aplicamos la metodología de Revell (1987) para analizar la eficiencia operativa y estructural de las seis cajas de ahorro de Castilla y León.

Para el período comprendido entre 1997-1999, el ranking y las puntuaciones obtenidas en términos de rentabilidad son, a partir de los resultados obtenidos en el cuadro III, las siguientes:

**CUADRO DE RATIOS DE REVELL
ANOS 1999 / 1998 / 1997**

		2017	2018	2069	2094	2096	2104
		CAJA	CAJA	CAJA	CAJA	CAJA	CAJA
		CÍRCUL	DE	SEGOVI	ÁVILA	ESPAÑA	DUERO
EFICIENCIA OPERATIVA							
<i>RENTABILIDAD</i>							
1 - BAI / ATM	1	0,0177	3 0,0143	4 0,0125	2 0,0164	5 0,0124	6 0,0118
1998	2	0,0179	3 0,0158	4 0,0133	1 0,0188	6 0,0114	5 0,0117
1997	3	0,0151	2 0,0162	4 0,0135	1 0,0208	6 0,0075	5 0,0120
2 - INGR FINAN/ INVER FINAN	3	0,0493	5 0,0433	1 0,0529	2 0,0514	6 0,0432	4 0,0476
1998	1	0,0684	6 0,0552	2 0,0630	3 0,0614	5 0,0565	4 0,0589
1997	2	0,0735	4 0,0686	3 0,0723	1 0,0790	6 0,0670	5 0,0686
3 - INTS CDTO/ CDTO	5	0,0372	4 0,0376	1 0,0521	2 0,0442	3 0,0426	6 0,0370
1998	2	0,0559	6 0,0462	1 0,0594	5 0,0539	4 0,0541	3 0,0556
1997	5	0,0633	4 0,0652	1 0,0730	1 0,0772	3 0,0664	6 0,0633
4 - INTS VRF/ VRF	3	0,0788	5 0,0619	4 0,0622	2 0,0973	6 0,0501	1 0,0968
1998	1	0,1027	4 0,0861	3 0,0875	2 0,1014	5 0,0762	6 0,0707
1997	1	0,0972	4 0,0860	5 0,0818	2 0,0957	6 0,0796	3 0,0938
5 - INTS VRV/ VRV	6	0,0377	5 0,0439	3 0,0578	2 0,0650	4 0,0493	1 0,0993
1998	6	0,0214	3 0,0415	2 0,0444	4 0,0362	5 0,0354	1 0,0837
1997	5	0,0221	2 0,0297	6 0,0208	3 0,0270	4 0,0233	1 0,0715
6 - MARGEN FINANCIERO/ATM	3	0,0285	6 0,0244	2 0,0325	1 0,0346	5 0,0257	4 0,0271
1998	3	0,0312	6 0,0282	2 0,0342	1 0,0394	5 0,0291	4 0,0293
1997	4	0,0297	6 0,0293	2 0,0365	1 0,0462	5 0,0295	3 0,0316
7 - MARGEN FINANCIERO/INVER F	3	0,0291	6 0,0240	2 0,0333	1 0,0353	5 0,0248	4 0,0278
1998	3	0,0337	6 0,0270	2 0,0349	1 0,0371	4 0,0305	5 0,0303
1997	5	0,0308	6 0,0297	2 0,0374	1 0,0470	4 0,0312	3 0,0318
8 - MARGEN ORDINARIO/ATM	4	0,0338	6 0,0291	1 0,0365	2 0,0361	3 0,0348	5 0,0324
1998	4	0,0363	6 0,0347	2 0,0402	1 0,0439	3 0,0387	5 0,0355
1997	6	0,0336	4 0,0353	2 0,0424	1 0,0523	5 0,0350	3 0,0370
9 - MARGEN DE EXPLOTACION/AT	3	0,0145	2 0,0164	4 0,0132	1 0,0182	6 0,0127	5 0,0132
1998	3	0,0175	2 0,0202	5 0,0155	1 0,0247	6 0,0134	4 0,0175
1997	5	0,0150	2 0,0195	4 0,0168	1 0,0298	6 0,0097	3 0,0172
10-BAI/INGRESOS TOTALES	2	0,2808	3 0,2739	6 0,2088	1 0,3007	5 0,2100	4 0,2137
1998	2	0,2489	3 0,2334	4 0,1845	1 0,2598	6 0,1679	5 0,1782
1997	3	0,1874	2 0,2117	4 0,1651	1 0,2383	6 0,1029	5 0,1587
		99	126	88	49	148	119

Ranking

- 1.- Caja Avila
- 2.- Caja Segovia
- 3.- Caja Círculo
- 4.- Caja Duero
- 5.- Caja de Burgos
- 6.- Caja España

Cuando la eficiencia se expresa en términos de costes, la clasificación la reflejamos a partir de los cálculos que aparecen en el cuadro IV:

CUADRO DE RATIOS DE REVELL
AÑOS 1999 / 1998 / 1997

		2017	2018	2069	2094	2096	2104					
		CAJA CÍRCULO	CAJA DE BURGOS	CAJA SEGOVIA	CAJA ÁVILA	CAJA ESPAÑA	CAJA DUERO					
EFICIENCIA ESTRUCTURAL												
1 - DEPÓSITOS/Nº OFICINAS	6	1.693,31	1	3.309,97	3	2.334,14	4	2.124,39	2	2.413,36	5	1.994,31
1998	6	1.604,85	1	3.134,96	2	2.487,13	4	1.978,43	3	2.356,23	5	1.943,40
1997	6	1.645,13	1	2.991,73	2	2.494,22	5	1.838,75	3	2.367,55	4	1.894,69
2 - Nº EMPLEADOS/Nº OFICINAS	6	3,3631	4	4,4429	1	5,7889	3	5,2424	2	5,3304	5	4,0307
1998	6	3,3742	4	4,3986	1	6,4231	3	5,2653	2	5,7179	5	4,0625
1997	6	3,3576	4	5,1481	1	7,1781	3	5,7216	2	5,9671	5	4,0432
3 - ATM/Nº OFICINAS	6	2.262,41	1	4.749,76	2	3.202,39	3	3.157,84	4	3.099,56	5	2.453,89
1998	6	2.188,15	1	4.078,09	2	3.412,31	4	2.836,67	3	2.869,78	5	2.348,67
1997	6	2.184,30	1	3.615,66	2	3.356,28	4	2.504,30	3	2.850,68	5	2.210,58
4 - ATM/Nº EMPLEADOS	2	672,72	1	1069,08	6	553,20	4	602,36	5	581,49	3	608,80
1998	2	648,49	1	927,14	5	531,26	4	538,75	6	501,89	3	578,13
1997	2	650,55	1	702,32	5	467,57	6	437,69	4	477,74	3	546,74
5 - DEPÓSITOS/Nº EMPLEADOS	2	503,50	1	745,01	5	403,21	6	405,23	4	452,75	3	494,78
1998	3	475,62	1	712,73	5	387,22	6	375,75	4	412,08	2	478,38
1997	2	489,97	1	581,13	5	347,48	6	321,37	4	396,77	3	468,61
6 - INTS CDTONº OFICINAS	6	52,31	1	121,52	2	120,27	3	110,45	4	95,94	5	67,57
1998	6	70,54	2	133,63	1	155,21	3	124,62	4	107,64	5	85,18
1997	6	83,34	2	140,79	1	175,08	3	132,80	4	130,04	5	100,28
7 - GASTOS PERSONAL/Nº EMPLEADOS	1	5,934	5	7,753	6	7,821	3	6,994	4	7,645	2	6,315
1998	1	5,772	5	7,982	6	8,048	3	6,800	4	7,480	2	5,823
1997	1	5,665	3	6,406	6	7,319	4	6,474	5	7,021	2	6,169
8 - CAJ AUTOMATICOS/Nº OFICINAS	3	0,7771	4	0,6571	1	1,1667	5	0,5859	2	0,9519	6	0,5592
1998	3	0,7484	4	0,6449	1	1,2308	5	0,5918	2	0,8830	6	0,5179
1997	3	0,7285	4	0,6074	1	1,2055	5	0,5773	2	0,8118	6	0,4932
9 - BAI/Nº OFICINAS	3	40,088	1	67,767	4	40,034	2	51,897	5	38,341	6	29,003
1998	4	39,258	1	64,507	3	45,397	2	53,255	5	32,690	6	27,384
1997	4	33,079	1	58,585	3	45,329	2	52,052	6	21,449	5	26,525
10-BAI/ Nº EMPLEADOS	2	11,920	1	15,253	6	6,916	3	9,899	5	7,193	4	7,196
1998	2	11,635	1	14,666	4	7,068	3	10,114	6	5,717	5	6,741
1997	2	9,852	1	11,380	5	6,315	3	9,097	6	3,595	4	6,560

114

60

97

114

115

130

Ranking

- 1.- Caja Avila
- 2.- Caja de Burgos
- 3.- Caja Círculo
- 4.- Caja Duero
- 5.- Caja España
- 6.- Caja Segovia

Los resultados obtenidos cuando la eficiencia operativa se mide en términos de rentabilidad muestran que el ranking de las cajas de ahorro castellanoleonesas está encabezado por Caja de Ávila siendo la menos eficiente Caja España. Si la eficiencia operativa se mide en términos de costes, el ranking lo encabeza, de nuevo, Caja de Ávila y lo cierra en esta ocasión Caja Segovia.

En cuanto a la eficiencia estructural los resultados aparecen en el siguiente cuadro y, a continuación expresamos el ranking obtenido.

CUADRO DE RATIOS DE REVELL
AÑOS 1999 / 1998 / 1997

		2017	2018	2069	2094	2096	2104						
		CAJA	CAJA DE	CAJA	CAJA	CAJA	CAJA						
		CÍRCULO	BURGOS	SEGOVIA	ÁVILA	ESPAÑA	DUERO						
EFICIENCIA OPERATIVA													
COSTES													
1 - INTS /DEBITOS	6	0,0216	3	0,0205	5	0,0207	1	0,0175	2	0,0190	4	0,0206	
	1998	6	0,0371	5	0,0303	3	0,0289	1	0,0262	2	0,0266	4	0,0298
	1997	6	0,0454	5	0,0419	2	0,0357	1	0,0347	3	0,0364	4	0,0376
2 - COSTES EXPL/TOTAL COSTES	3	0,4945	1	0,3979	6	0,5326	5	0,5279	4	0,5278	2	0,4869	
	1998	2	0,3731	1	0,3345	5	0,4608	4	0,4264	6	0,4985	3	0,3865
	1997	2	0,3151	1	0,3011	5	0,4199	4	0,4157	6	0,4232	3	0,3455
3 - GASTOS EXPL/ATM	4	0,0200	1	0,0135	6	0,0235	2	0,0181	5	0,0223	3	0,0193	
	1998	4	0,0194	1	0,0154	5	0,0250	3	0,0194	6	0,0255	2	0,0181
	1997	2	0,0193	1	0,0168	6	0,0259	4	0,0226	5	0,0254	3	0,0199
4 - GASTOS PERSONAL/GASTOS EXPL	1	0,4413	2	0,5362	5	0,6016	6	0,6421	4	0,5907	3	0,5376	
	1998	1	0,4582	3	0,5606	5	0,6050	6	0,6495	4	0,5841	2	0,5569
	1997	1	0,4519	2	0,5435	5	0,6042	6	0,6536	4	0,5776	3	0,5672
5 - GASTOS GENERALES/GASTOS EXPL	6	0,4618	4	0,3571	1	0,2876	2	0,2889	3	0,3016	5	0,3747	
	1998	6	0,4526	4	0,3207	2	0,2865	1	0,2769	3	0,3000	5	0,3571
	1997	6	0,4563	4	0,3296	2	0,2896	1	0,2780	3	0,2940	5	0,3547
6 - GASTOS INMOV/GASTOS EXPL	3	0,0965	4	0,1036	5	0,1045	1	0,0690	6	0,1071	2	0,0877	
	1998	3	0,0889	5	0,1118	4	0,1103	1	0,0735	6	0,1130	2	0,0825
	1997	3	0,0892	6	0,1268	4	0,0925	1	0,0684	5	0,1263	2	0,0742
7 - SAMTO CRDO/CDTOS	5	0,0068	6	0,0077	3	0,0024	4	0,0054	1	-0,0064	2	0,0014	
	1998	3	0,0003	4	0,0045	6	0,0065	5	0,0061	1	-0,0004	2	0,0001
	1997	4	0,0039	1	0,0020	5	0,0069	6	0,0082	3	0,0036	2	0,0034
8 - SMTO CVALORES/INVER FINAN	2	0,0000	1	-0,0024	2	0,0000	2	0,0000	5	0,0004	6	0,0022	
	1998	3	0,0000	2	-0,0015	1	-0,0051	3	0,0000	6	0,0089	5	0,0038
	1997	2	0,0000	1	-0,0031	2	0,0000	2	0,0000	5	0,0002	6	0,0082
9 - GASTOS POR COMIS/COMIS+INTS	2	0,0287	3	0,0368	6	0,0566	1	0,0217	4	0,0422	5	0,0506	
	1998	2	0,0167	3	0,0244	6	0,0461	1	0,0139	4	0,0286	5	0,0344
	1997	2	0,0134	3	0,0145	6	0,0273	1	0,0115	4	0,0193	5	0,0224
10-COSTES EXPL/MARGEN ORDINARIO	3	0,5912	1	0,4631	6	0,6403	2	0,5003	5	0,6390	4	0,5953	
	1998	4	0,5348	1	0,4391	5	0,6181	2	0,4429	6	0,6567	3	0,5079
	1997	4	0,5720	2	0,4748	5	0,6029	1	0,4330	6	0,7262	3	0,5349

101

81

129

80

127

105

Ranking

- 1.- Caja de Burgos
- 2.- Caja Segovia
- 3.- Caja Círculo
- 3.- Caja Avila
- 4.- Caja España
- 5.- Caja Duero

En el análisis de la eficiencia estructural, los resultados obtenidos muestran que la más eficiente es Caja Burgos y la menos Caja Duero.

Si consideramos conjuntamente la totalidad de la puntuación del cuadro de Resultados de Revell se observa que tiene mayor puntuación y por tanto menor eficiencia las cajas de ahorro con mayores activos totales (Caja Duero y Caja España).

	CIRCULO	BURGOS	SEGOVIA	AVILA	ESPAÑA	DUERO
EFC. OPERATIVA (RENTABILIDAD)	99	126	88	49	148	119
EFC. OPERATIVA (COSTES)	101	81	129	80	127	105
EFC. ESTRUCTURAL	114	60	97	114	115	130
	314	267	314	243	390	354
ATM DEL PERIODO (en millones)	341.397	571.952	266.462	277.846	1.293.087	1.047.943
1.997	329.830	488.114	245.009	242.917	1.211.539	972.654
1.998	339.163	562.777	266.161	277.994	1.251.224	1.052.203
1.999	355.198	664.966	288.215	312.626	1.416.498	1.118.972

8.- CONCLUSIONES

El objetivo del presente trabajo ha sido contrastar, por una parte, la influencia de las administraciones públicas en la rentabilidad económica de las cajas de Castilla y León y por otra, demostrar que no existen razones de tipo económico que justifiquen una fusión de todas las cajas de la región.

Los resultados obtenidos del análisis empírico de la primera hipótesis muestran la existencia de una clara relación negativa entre la rentabilidad económica y el porcentaje de participación de administraciones públicas y empleados en la Asamblea General. Este hecho nos lleva a suponer que esta mayor participación de administraciones públicas y empleados en la gestión de las cajas de Castilla y León al influir en sus decisiones de inversión y financiación merma su potencial eficiencia económica.

En cuanto a la segunda de las hipótesis planteadas, si utilizamos la metodología de datos de panel observamos la inexistencia de economías de escala en las cajas de ahorros españolas, ya que la relación rentabilidad-volumen de activos es negativa para el periodo 1992-1998.

Esta misma relación se corrobora en las cajas de ahorros de nuestra Comunidad aplicando la metodología de Revell, de forma que las cajas más eficientes operativa y estructuralmente no son las que poseen mayores activos.

Por tanto la evidencia empírica muestra que la fusión de las cajas de ahorros de la región en una única entidad buscando conseguir un mayor tamaño, no es una decisión eficiente desde el punto de vista económico.

Otros motivos alternativos para una fusión intrarregional son los de carácter estratégico basados en la adquisición de una mayor cuota de mercado. Sin embargo en Castilla y León la competencia tan intensa que existe en el sector financiero - estrategia “de una oficina en cada esquina”- provocaría que una fusión causara a corto plazo una pérdida de cuota de mercado que difícilmente podría recuperarse a largo plazo.

Para evitar los inconvenientes que conlleva un proceso de fusión la cooperación resulta un factor determinante para el futuro de las cajas de nuestra comunidad. Las fórmulas de consorcio actúan como una vía alternativa que pueden traducirse en una racionalización de actividades y costes de gestión evitando los problemas que a corto plazo plantea la fusión (Azofra y De La Fuente, 1989).

Una vez desechadas razones estratégicas y de rentabilidad, se ha de pensar en criterios más políticos que económicos para justificar la fusión de las cajas castellanoleonesas. En concreto, la injerencia de la administración territorial buscaría más que la rentabilidad económica sus propios beneficios como la obtención de una mayor financiación o la consecución de un mayor poder económico para impulsar proyectos “políticamente” estratégicos. Es fácil suponer que éste es el motivo que está detrás de las recientes declaraciones de la Consejera de Economía y Hacienda de nuestra comunidad en el diario El Mundo, en las que descartaba la posibilidad de fusiones interregionales y abogaba en favor de una política de fusiones endógenas con el fin de crear un “campeón regional” (Revell, 2000). La consecuencia como muy bien señala Revell (2000) es una ineficiente asignación de recursos.

Siendo conscientes de las limitaciones propias del trabajo y del análisis empírico realizado, las razones expuestas confirman que las administraciones públicas alteran a su favor las relaciones de poder en las cajas -al actuar por una parte como reguladores y por otra como participantes en el gobierno de las entidades- potenciando políticas tanto operativas y estratégicas no acordes con criterios de eficiencia económica y más cercanos a motivos de índole político.

9.- BIBLIOGRAFÍA

AZOFRA, V. Y DE LA FUENTE, J.M., “La racionalización económica de las fusiones bancarias: el caso de las cajas de ahorro castellano-leonesas”, *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, nº 4, 1989, págs. 163-181.

AZOFRA, V. Y FERNÁNDEZ, A.I., “Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades”, *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, 1999, págs. 122-144.

- BENSTON, G., “Economies of scale in financial Institutions”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Mayo 1972.
- BERGER, A.N., “The efficiency of financial institutions: A review and preview of research past, present, and future”, *Journal of Banking and Finance*, nº 17, 1993, págs. 221-249.
- CARBÓ, S. Y COELLO, J., “Ventajas competitivas de las cajas de ahorros españolas”, *Papeles de Economía Española*, nº 74-75, 1998, págs. 152-167.
- DIARIO EL MUNDO, Entrevista con Isabel Carrasco, Miércoles 13 de Septiembre del 2000.
- FAMA, E. Y M. JENSEN, “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, nº 26, 1983.
- FAMA, E. Y M. JENSEN, “Agency problems and residual claims”, *Journal of Law and Economics*, nº 26, 1983.
- FERNÁNDEZ, Z., “La banca universal: un futuro en entredicho”, *Papeles de Economía Española*, nº 58, 1994, págs. 262-275.
- FERNÁNDEZ, Z. Y SUÁREZ, I., “Las cajas de ahorros: estrategia y estructura”, *Papeles de Economía Española*, nº 74-75, 1998, págs. 202-223.
- HUMPHREY, D.B. Y CARBÓ, S., “Las fusiones de las entidades financieras: costes, beneficios, servicio y precios”, *Papeles de Economía Española*, nº 84-85, 2000, págs. 88-107.
- JENSEN, M. Y W. MECKLING, “Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3, nº 4, 1976, págs. 305-360.
- KUMAR, K., R. RAJAN Y L. ZINGALES, “What determines firm size?”, SSRN, 1999, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=170349.
- MEDEL, BRAULIO, “Situación actual y perspectivas de las cajas de ahorros”, *Papeles de Economía Española*, nº 54, 1993, págs. 140-153.
- MAROTO, J.M. Y MELLE, M., “Una aplicación del gobierno de empresas: incidencia de las administraciones publicas en las decisiones asignativas de las cajas de ahorro españolas”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, nº 8, 1999, págs 9-40.

- MILBOURN, T., "Megamergers and expanded scope: Theories of bank size and activity diversity", *Journal of Banking and Finance*, nº 23, 1999, págs. 195-214.
- RAJAN, R. Y L. ZINGALES, "The governance of the New enterprise", *University of Chicago Working Paper*, 1998, <http://gsblgz.uchicago.edu>.
- RAYMOND, J.L. Y A. REPILADO, "Análisis de las economías de escala en el sector cajas de ahorros", *Papeles de Economía Española*, nº 47, 1991, págs 87-107.
- REVELL, J., "Las fusiones y el papel de los grandes bancos", *Papeles de Economía Española*, nº 36, 1988, págs. 90-112.
- REVELL, J., "Mergers and the role of large banks", *Research Monographs in Banking and Finance nº2, Institute of European Finance*, 1987.
- SHLEIFER, A. Y R.W. VISHNY, "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, nº 2, 1997, págs. 737-783.
- TERCEIRO, J., "Singularidades en el sistema financiero español: la situación de las cajas de ahorros españolas", *ICE Mercados Financieros*, nº 748, 1995, págs. 21-37.