

**CAMBIOS EN EL GOBIERNO DE LAS CAJAS DE AHORROS Y NIVEL DE
RIESGO. EFECTO DE LAS LEGISLACIONES AUTONÓMICAS**

Ana Rosa Fonseca Díaz*

Dpto. de Administración de Empresas y Contabilidad
Universidad de Oviedo

Francisco González Rodríguez*

Dpto. de Administración de Empresas y Contabilidad
Universidad de Oviedo

*Agradecemos los comentarios efectuados por dos evaluadores anónimos de la revista.
Autor para correspondencia: Ana Rosa Fonseca Díaz, Universidad de Oviedo,
Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Avenida del Cristo S/N,
33071, Oviedo, España. Tel.: 985103694. Fax: 985103708. E-mail: arfon@correo.uniovi.es

CAMBIOS EN EL GOBIERNO DE LAS CAJAS DE AHORROS Y NIVEL DE RIESGO. EFECTO DE LAS LEGISLACIONES AUTONÓMICAS

Resumen

Este trabajo analiza los cambios en el nivel de riesgo de las cajas de ahorros tras la aprobación de las normativas autonómicas que modificaron la composición de sus órganos de gobierno. Las legislaciones regionales supusieron un incremento de la presencia pública en la asamblea general y consejo de administración de las cajas a expensas de reducir la presencia de los depositantes. Los resultados muestran que este cambio en la regulación ha originado un incremento en el riesgo de las cajas de ahorros, especialmente en el grupo de cajas que tienen una mayor representación de los gobiernos locales y regionales en sus órganos de decisión.

Palabras clave: cajas de ahorros, propiedad pública, regulación, riesgo.

Abstract

This paper analyzes the change in the risk of Spanish savings banks after regional regulation have changed the composition of governance mechanism of savings banks. The regional regulation has increased the presence of public administrations in the general assembly and board of directors of savings banks at expense of depositor's representation that was reduced. The results show that this regulation's change have increased the risk of savings banks, specially in those savings banks with a higher representation of the local and regional governments.

Keywords: savings banks, state ownership, regulation, risk.

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo analiza los efectos que sobre el riesgo de las cajas de ahorros ha originado el incremento de la presencia de los gobiernos locales y regionales en sus órganos de gobierno. La Ley 31/1985 de 2 de agosto de Regulación de Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros (LORCA) supuso el sacrificio de la tradicional autonomía estatutaria de las cajas de ahorros en materia de autogobierno y organización interna de las mismas, al asignar derechos de voto en los órganos de gobierno de estas entidades a las corporaciones municipales, los impositores, las entidades fundadoras y los empleados. No obstante, algunas Comunidades Autónomas, al tener atribuidas competencias en materia de cajas de ahorros, publicaron, casi simultáneamente sus propias leyes de órganos de gobierno¹. Esta situación llevó a una serie de recursos entre Comunidades Autónomas y el Estado que finalizaron con las sentencias 48 y 49 de marzo de 1988 del Tribunal Constitucional en las que se establece que, si bien los grupos de interés reconocidos por la LORCA han de estar presentes en el gobierno de las cajas, las Comunidades Autónomas, dada la “proyección eminentemente regional” de las cajas de ahorros, pueden introducir modificaciones a la ley estatal respecto a aspectos como grupos de interés representados en la asamblea general y porcentajes asignados a los distintos grupos con representación en la misma. A raíz de estas sentencias las normativas dictadas por las Comunidades Autónomas modificaron la composición de los órganos de gobierno mantenida por las cajas de ahorros hasta ese momento, tendiendo a incrementar la presencia de los gobiernos locales y regionales en detrimento, básicamente, de los representantes de los depositantes. Este cambio normativo en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros constituye un experimento natural que permite analizar las consecuencias de la propiedad pública en las instituciones financieras.

Este trabajo se enmarca dentro de la amplia literatura bancaria que analiza el efecto de la forma jurídica de los intermediarios financieros sobre los incentivos de los mismos a asumir riesgos. Y es que la literatura previa se ha centrado básicamente en comparar la eficiencia y el nivel de riesgo de los

¹ La Generalidad de Cataluña y la Junta de Galicia publicaron con anterioridad a la LORCA sus propias leyes de cajas de ahorros con unos planteamientos diferentes a los de la Ley estatal e interpusieron sendos recursos de inconstitucionalidad contra determinados artículos de la misma.

bancos constituidos como sociedades anónimas con los bancos organizados en forma de mutua, al ser éstas las dos formas jurídicas predominantes en Estados Unidos². Sin embargo, menos han sido los trabajos que han analizado los efectos de la participación pública en el comportamiento operativo de los intermediarios financieros aunque La Porta et al. [2000] hayan puesto de manifiesto la amplia presencia que la banca con participación pública tiene en muchos países.

El menor número de trabajos que analizan el efecto de la propiedad pública sobre la eficiencia de los bancos no proporciona hasta el momento resultados concluyentes. La Porta et al. [2000] analizan datos de bancos con propiedad pública en 92 países concluyendo que la presencia del Estado “politiza” el proceso de asignación de recursos dentro de las instituciones financieras ya que permite a los gobiernos financiar inversiones que siendo políticamente convenientes son ineficientes desde un punto de vista económico con lo que el resultado final es una reducción en la eficiencia. Barth et al. [2001] utilizan también datos de 66 países para constatar la existencia de una relación negativa entre el grado de participación pública en la propiedad de los bancos y la eficiencia del sistema bancario. Sapienza [1999] también concluye para los bancos italianos con propiedad pública que los mismos persiguen objetivos políticos en su concesión de créditos. En el caso español de las cajas de ahorros, Melle y Maroto [1999] encuentran una relación positiva entre representación de las administraciones públicas en los órganos de gobierno y el porcentaje de créditos que las cajas conceden al sector público, mostrando, además, que la relación entre las políticas de créditos/depósitos beneficia a las administraciones públicas frente a otros sectores residentes y que ello tiene un efecto negativo sobre la rentabilidad económica de las cajas. En contraste con los resultados de los estudios previos, Altunbas et al. [2001] concluyen que las cajas de ahorros alemanas con participación de las administraciones públicas son más eficientes que sus respectivos bancos privados comerciales. De forma análoga, Tulkens (1993) también observa que las sucursales de los bancos públicos belgas son más eficientes que las de los bancos privados comerciales de dicho país³.

² Véanse, entre otros, los trabajos de Verbrugge y Goldstein, 1981; O'Hara, 1981; Cordell et al. 1993; Lamm-Tennant y Starks, 1993; Esty, 1997a; Scharand y Unal, 1998; Karels y McClatchey, 1999.

³ A pesar de los resultados contradictorios que ofrece la evidencia disponible en el sector bancario, en el sector industrial existe abundante evidencia mostrando que las empresas públicas son menos eficientes

Junto con este menor número de estudios que analizan la influencia de la propiedad pública sobre la eficiencia bancaria respecto a los estudios que comparan la eficiencia de sociedades anónimas y mutuas, no existen trabajos que analicen el efecto de la participación pública sobre los incentivos de los intermediarios financieros a asumir riesgos y éste es el aspecto sobre el que pretendemos arrojar luz en este trabajo. Además, la influencia de la presencia de las administraciones públicas en el gobierno de las cajas de ahorros es una cuestión de relevancia actualmente en muchos países europeos que están discutiendo la conveniencia de su conversión en sociedades anónimas. Mientras en Bélgica, Dinamarca, Gran Bretaña, Holanda, Irlanda, Italia y Suecia las cajas de ahorros han sido convertidas en sociedades anónimas, en otros países como Alemania, Austria, Grecia, Portugal, Suiza y España existen cajas de ahorros parcialmente participadas o con representación pública. En este último grupo de países existe actualmente un debate sobre los órganos de gobierno de las cajas de ahorros que va desde propuestas más extremas de conversión en sociedades anónimas hasta propuestas más moderadas que defienden su estructura actual pero modificando el porcentaje de representación de cada colectivo en los órganos de gobierno de las cajas⁴. A este debate no han permanecido ajenos organismos internacionales. Así, el FMI en su informe de 1999 y la OCDE en su informe elaborado sobre España en el año 2000 destacan entre sus recomendaciones la de estudiar el cambio de la forma jurídica de las cajas de ahorros españolas buscando su acercamiento a la forma de la sociedad anónima. Las propuestas que defienden la conversión de las cajas de ahorro en sociedades anónimas suponen una mayor eficiencia para este último tipo de institución y consideran redundantes la representación de impositores y trabajadores en los órganos de gobierno, bajo la premisa que los intereses de los mismos ya se encuentran protegidos por sus respectivos contratos de depósito y de trabajo, así como su derecho de salida, por lo que llevarlos a los órganos rectores puede causar un problema de sobre-representación y de sesgo de las decisiones de la caja hacia los intereses de estos grupos.

que sus equivalentes privados. Boardman y Vining (1989) proporcionan una tabla resumen con la evidencia empírica sobre la eficiencia relativa de empresas públicas y privadas.

⁴ Los intervalos de participación asignados a cada grupo de interés en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros españolas por la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero están en consonancia con esta última postura, puesto que establece un límite máximo del 50 % del total de derechos de voto para la representación pública en dichos órganos, incluida las que correspondan a la entidades fundadoras si éstas tienen naturaleza pública

Para analizar el efecto que la presencia pública en la asamblea general y consejo de administración de las cajas de ahorros tiene sobre la asunción de riesgos de dichas entidades analizamos la variación en los niveles de riesgo de las cajas de ahorros tras la modificación de los órganos de gobierno de las mismas con la entrada en vigor de las diferentes normativas autonómicas que han tendido a incrementar la presencia de las administraciones públicas en dichos órganos de gobierno. Para conseguir este objetivo el trabajo se estructura de la siguiente forma: la sección 2 presenta las características de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros españolas y los cambios normativos producidos a partir de 1985. La sección 3 discute las hipótesis del trabajo mientras que en las secciones 4 y 5 se presenta la metodología y se discuten los resultados empíricos. Finalmente, la sección 6 concluye el trabajo.

2. REGULACIÓN Y ÓRGANOS DE GOBIERNO DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

A diferencia de lo que ocurre con las sociedades anónimas en donde los órganos de gobierno (asamblea general y consejo de administración) están compuestos por una representación de los accionistas, la composición de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros está fijada por distintas normativas autonómicas. En 1985, la Ley 31/1985 o LORCA venía a unificar la disparidad existente en la composición de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros españolas al estar hasta entonces establecida de forma diferente por los estatutos de cada entidad y establecía los siguientes porcentajes de representación: 1) 40% para gobiernos locales y regionales, 2) 44% para depositantes, 3) 11% para los fundadores y 4) 5% para los empleados. Puesto que en algunos casos las entidades fundadoras son también gobiernos locales y regionales, el porcentaje final de las administraciones públicas en la asamblea general y consejo de administración de las cajas de ahorros podía alcanzar el 51%.

Sin embargo, las normativas autonómicas aprobadas por los Parlamentos regionales variaron los porcentajes fijados por esta ley estatal. Estas

normativas autonómicas incrementaron la presencia de los gobiernos locales y regionales a expensas de reducir, básicamente, la de los depositantes y volvieron a incluir a otras instituciones muy diversas con bajos porcentajes de representación en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros que ya estaban representados en las mismas antes de la aprobación de la LORCA pero que dicha ley no contemplaba, salvo que su participación fuera detrída de la otorgada a las entidades fundadoras. Los distintos porcentajes de voto asignados a los diferentes grupos de interés en los órganos de gobierno de las cajas de acuerdo con las normativas autonómicas aparecen recogidos en la tabla I. En las normativas autonómicas, el grupo con mayor representación es el de las administraciones públicas ya que mientras la representación de los depositantes alcanza un promedio del 33%, la participación de los gobiernos locales y regionales oscila entre un mínimo del 20% y un máximo del 75%. Este último porcentaje es alcanzado cuando los fundadores y algún miembro de otras instituciones también son administraciones públicas. Estos porcentajes suponen un descenso medio de un 11% respecto al porcentaje que establecía la LORCA para los depositantes mientras que el máximo porcentaje que pueden llegar a tener las administraciones públicas pasa de un 51% a un 75%. El porcentaje de los empleados ha permanecido generalmente estable en el 5% y se ha incrementado solamente en cuatro comunidades autónomas a porcentajes que oscilan entre el 10% y el 15%.

{Insertar Tabla I}

3. ÓRGANOS DE GOBIERNO E INCENTIVOS A ASUMIR RIESGOS EN LAS CAJAS DE AHORROS

El cambio introducido por la normativa autonómica en el porcentaje de representación de cada colectivo modificará el nivel de riesgo de las cajas de ahorros siempre que cada grupo tenga una diferente aversión al riesgo y se altere la influencia de cada grupo en el control de la toma de decisiones. Por tanto, para establecer las predicciones sobre el cambio en el riesgo tras la modificación normativa es necesario analizar las diferencias en los incentivos a realizar inversiones arriesgadas en cada uno de los colectivos

representados y la modificación que la legislación autonómica ha introducido en la influencia relativa de cada grupo dentro del proceso decisorio de las cajas. Cada uno de estos aspectos serán analizados seguidamente.

Los depositantes, como acreedores que son del banco, no tienen incentivos a realizar inversiones arriesgadas ya que no participan de los beneficios obtenidos en caso resultar exitosa la inversión y si pueden perder los fondos depositados por encima de los garantizados por el seguro de depósitos en caso de que la inversión resulte fallida. Sin embargo, la conversión de una garantía de seguros que es parcial *de jure* en una garantía que de *facto* es total, haría a los depositantes indiferentes ante el nivel de riesgo de la entidad⁵.

Junto a esta neutralidad al riesgo de los depositantes que motiva el sistema de seguro de depósitos, la estructura y características del colectivo de depositantes tampoco hacen esperar que sus intereses sobre el riesgo sean los que más influyan en las decisiones directivas. En primer lugar, el sistema de representación es aleatorio e independiente del volumen de depósitos de cada depositante y no es posible la formación de un mercado en el que los votos puedan ser libremente negociados ya que no está permitida la delegación de voto. Bajo estas condiciones, los impositores no participarán en las decisiones de forma ponderada a sus intereses puesto que aquellos impositores realmente interesados en influir en la gestión societaria pueden verse privados de esta posibilidad por la aleatoriedad del proceso electoral y, a la inversa, los que resulten elegidos pueden carecer de los incentivos adecuados para invertir recursos en informarse ante la imposibilidad de excluir a terceros de los beneficios obtenidos de su gestión. Por tanto, estas características de alta dispersión o elevado número de los depositantes, la aleatoriedad en la elección de sus representantes junto con el alto porcentaje de participación de los gobiernos locales y regionales hacen pensar que los depositantes tengan una influencia reducida en la toma de decisiones en la

⁵ Atendiendo a la historia de las crisis bancarias españolas puede concluirse que la garantía parcial del fondo de garantía de depósitos se convierte implícitamente en una garantía total ya que el sistema bancario ha garantizado el 100% de los depósitos del banco insolvente. Dicho comportamiento de la autoridad supervisora responde a la creencia de que cuando el banco es “demasiado grande” (“*too big to fail*”) las pérdidas de bienestar social originadas en caso de ausencia de garantía total son mayores, y que en Estados Unidos se ha plasmado en el reconocimiento expreso de una garantía total para los mayores bancos (O’Hara y Shaw, 1990).

caja a favor de otros grupos como las administraciones públicas o los empleados.

A diferencia de los depositantes, los empleados tienen una clara preferencia por inversiones poco arriesgadas que no pongan en peligro la estabilidad de su puesto de trabajo y su nivel salarial. Su interés por el mantenimiento de su puesto de trabajo hace que se comporten como un agente averso al riesgo de forma análoga a lo que ocurre con el directivo de cualquier entidad, tratando de que la institución adquiera un nivel de riesgo inferior al que sería óptimo para una sociedad por acciones⁶. Por este motivo, los intereses de los empleados pueden encontrar un buen aliado en el directivo de la entidad también preocupado por conservar su puesto y donde no es posible reconducir su comportamiento con la introducción en su función retributiva de acciones o de opciones sobre acciones.

Por último, la influencia del control político sobre el nivel de riesgo de las cajas de ahorros es una cuestión empírica ya que existen tanto argumentos que sugieren un incremento como una disminución del riesgo ante una mayor presencia de las administraciones públicas en el gobierno de las cajas de ahorros. Por una parte, el interés del político en conservar la utilización de las cajas de ahorros como un instrumento para alcanzar objetivos políticos, puestos de manifiesto por La Porta et al. [2000] y Sapienza [1999], puede llevarle a limitar el riesgo con la finalidad de garantizar la continuidad de la entidad y evitar una crisis en la caja. Es decir, el político podría tener incentivos a limitar el riesgo de las cajas de ahorros hasta un nivel que garantice su solvencia y no perder un instrumento que puede ser difícil de sustituir (hipótesis de mantenimiento del control). En este caso, la amenaza de la pérdida de un instrumento político realizaría en las cajas de ahorros el mismo papel desincentivador del riesgo que la pérdida de la ficha bancaria, señalado inicialmente por Keeley [1990], para el caso de bancos sociedades anónimas en entornos regulados. Por otra parte, La Porta et al. [2000] y Sapienza [1999] han mostrado que la politicización de la toma de decisiones puede buscar la realización de proyectos políticamente deseables pero no rentables e incrementar así el riesgo de la entidad. Además, el hecho que las administraciones públicas sean importantes clientes de las cajas de

⁶ Un análisis más detallado del efecto que tiene la participación de los empleados en la gestión empresarial sobre las decisiones operativas de la empresa ha sido realizado por Jensen y Meckling (1979) al analizar el caso de las empresas cooperativas.

ahorros puede facilitar la asunción ex ante de riesgos ya que les permite sustituir con “subsidios” las pérdidas originadas por inversiones arriesgadas que resulten fallidas [Barth et al. 2001] (hipótesis de “riesgos subsidiados”).

Puesto que la presencia política en la toma de decisiones de las cajas de ahorros podría favorecer tanto mayores como menores niveles de riesgo, el efecto que el cambio de normativa incrementando la presencia pública pueda tener en el nivel de riesgo de las cajas de ahorros es también una cuestión empírica y el análisis de la variación en el riesgo de las cajas tras la modificación legislativa permitirá conocer cuál de las dos hipótesis predomina.

4. ANÁLISIS EMPÍRICO

Para contrastar el efecto que una diferente participación de administraciones públicas, empleados y depositantes tiene sobre el nivel de riesgo de las cajas de ahorros se compara el nivel de riesgo de las mismas antes y después de la entrada en vigor de las normativas autonómicas que han modificado la composición de los órganos de gobierno de las cajas sustituyendo los porcentajes de representación anteriores.

La información sobre la composición de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros es obtenida de las memorias anuales de las entidades y en su defecto fue solicitada por correo a la propia entidad. Con el objetivo de aislar el efecto de otros factores que estuvieran aconteciendo simultáneamente al cambio normativo en los órganos de gobierno se excluyeron del análisis las cajas que se vieron inmersas en procesos de fusión⁷. El resultado final fue la obtención de información sobre la composición de los órganos de gobierno de 30 cajas de ahorros españolas entre 1984 y 1999, de las que 24 experimentaron una modificación en sus órganos de gobierno por la entrada en vigor de la respectiva ley autonómica.

⁷ El proceso de fusión en las cajas de ahorros españolas fue notable en el periodo de análisis. En 1984 existían en España 77 cajas de ahorros, mientras que al finalizar 1999 dicho número se redujo a 50 entidades. Este proceso de fusión fue especialmente intenso al inicio de los noventa ya que en 1990 se disolvieron 17 cajas y dos fueron absorbidas para crear 7 nuevas entidades y en 1991 se disuelven 9 entidades y una es absorbida para crear dos nuevas cajas.

Puesto que las cajas de ahorros no tienen valor de mercado resulta imposible utilizar medidas de riesgo basadas en valores de mercado. Por este motivo, siguiendo, entre otros, a Esty [1997a], Williams [1999] y Cebenoyan et al. [2001] utilizamos como medida del riesgo la desviación estándar de los resultados de la entidad en los periodos de cuatro años antes y cuatro años después a la modificación de la normativa regional⁸.

Sin embargo, el riesgo de la entidad no sólo dependerá de la variabilidad de las rentas obtenidas sino también del valor medio de los resultados sobre el que dicha variabilidad tiene lugar. Cuanto mayor (menor) sea el valor medio de los resultados sobre el que se produce una determinada variabilidad menor (mayor) será el riesgo de la caja. Para captar este efecto, nuestra medida del riesgo consiste en dividir la desviación estándar de los resultados entre el valor medio de los mismos durante cada uno de los periodos de análisis. Como variables de resultados utilizamos tres medidas diferentes con lo que nuestras medidas de riesgo son:

$$\text{Riesgo 1} = \frac{\text{Desviación estándar (beneficio s antes de gastos operativos / Activo total)}}{\text{Valor medio (beneficio s antes gastos operativos / Activo total)}} \quad [1]$$

$$\text{Riesgo 2} = \frac{\text{Desviación estándar (beneficio s después de gastos operativos / Activo total)}}{\text{Valor medio (beneficio s después gastos operativos / Activo total)}} \quad [2]$$

$$\text{Riesgo 3} = \frac{\text{Desviación estándar (recursos generados después de gastos operativos / Activo total)}}{\text{Valor medio (recursos generados después gastos operativos / Activo total)}} \quad [3]$$

Donde:

$$\text{Beneficios antes gastos operativos} = \text{Ingresos totales} - \text{Gastos financieros} - \text{Dotación provisiones} - \text{Otros conceptos}$$

$$\text{Beneficios después gastos operativos} = \text{Ingresos totales} - \text{Gastos financieros} - \text{Gastos de personal} - \text{Gastos administración} - \text{Amortizaciones} - \text{Dotación provisiones} - \text{Otros conceptos}$$

$$\text{Recursos generados después gastos operativos} = \text{Ingresos totales} - \text{Gastos financieros} - \text{Gastos de personal} - \text{Gastos administración} - \text{Otros conceptos}$$

⁸ En cualquier caso, Beaver et al. (1970), Gonedes (1973) para el caso norteamericano y Arcas (1991) para el caso español, mostraron la existencia de una correlación entre el riesgo de mercado y la desviación estándar de cifras contables de beneficios.

Junto a las medidas de beneficios antes y después de gastos operativos también incluimos los recursos generados después de gastos operativos. Al no restar en esta última variable las amortizaciones y provisiones de las cajas eliminamos aquellas partidas de gastos que al estar sometidas a una mayor subjetividad pueden ser utilizadas por la dirección para alisar beneficios⁹.

El análisis del cambio en el riesgo de las cajas de ahorros se realiza comparando el riesgo en los cuatro años posteriores con el de los cuatro años anteriores a la introducción de la normativa regional que modificó la composición de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros en la respectiva comunidad autónoma. Puesto que en nuestra muestra de cajas de ahorros el primer cambio en la composición de los órganos de gobierno siguiendo la normativa autonómica se realizó en 1988 y el último en 1995 nuestro análisis cubre el periodo 1984-1999.

Las diferencias observadas en el riesgo entre el periodo posterior y previo pueden ser debidas a factores económicos que afectan al sector y que no tienen que ver con la modificación de los órganos de gobierno. Y es que durante buena parte del periodo investigado puede existir una tendencia natural a que las cajas de ahorros eleven su nivel de riesgo en la medida que sus clásicas inversiones menos arriesgadas, cartera de deuda pública e interbancario, pierden rentabilidad ante la tendencia bajista de los tipos de interés. Para corregir este problema el riesgo de cada caja en los cuatro años anteriores y posteriores se normaliza dividiéndolo por la media de la misma medida de riesgo para las seis cajas de ahorros que formaban parte de la muestra inicial al conocerse la composición de sus órganos de gobierno pero que no experimentaron cambio alguno de los mismos o, alternativamente, por la misma medida de riesgo para el conjunto de los bancos en dicho periodo de tiempo¹⁰. Con estos dos tipos de ajuste se pretende controlar por efectos generales que afectan al sector de las cajas de ahorro, diferentes a los

⁹ Apellániz (1991) y Saurina (1999) encuentran evidencia favorable al alisamiento de los beneficios en el sector bancario español.

¹⁰ Las seis cajas de ahorros que no modificaron sus órganos de gobierno pertenecen a tres comunidades autónomas diferentes: Andalucía, Castilla La Mancha y Navarra. Por otra parte, para realizar el ajuste por el riesgo del sector bancario se calculó el riesgo medio en cada uno de los periodos anteriores y posteriores a partir del total de bancos que en cada año existían en España según la información suministrada por la Asociación Española de la Banca Privada.

derivados de la modificación de sus órganos de gobierno. Por tanto, las tres medidas ajustadas de riesgo son las siguientes:

$$RAC1_{it} = \frac{R1_{it}}{RC1_t} \qquad RAB1_{it} = \frac{R1_{it}}{RB1_t} \qquad [4]$$

$$RAC2_{it} = \frac{R2_{it}}{RC2} \qquad RAB2_{it} = \frac{R2_{it}}{RB2_t} \qquad [5]$$

$$RAC3_{it} = \frac{R3_{it}}{RC3_t} \qquad RAB3_{it} = \frac{R3_{it}}{RB3_t} \qquad [6]$$

El riesgo ajustado para cada una de las medidas de resultados en el periodo posterior y anterior se obtiene dividiendo cada una de las medidas de riesgo en cada caja ($R1_{it}$, $R2_{it}$ y $R3_{it}$) por el riesgo medio de la seis cajas que no experimentaron variación alguna en sus órganos de gobierno ($RC1$, $RC2$, $RC3$) o, alternativamente, por el riesgo medio del conjunto de bancos españoles en el mismo periodo de tiempo ($RB1_t$, $RB2_t$ y $RB3_t$)¹¹.

Un resumen de los descriptivos de cada una de las medidas de riesgo y de los porcentajes de las administraciones públicas, impositores y empleados en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros tanto en el periodo de cuatro años previo como en el de cuatro años posterior al cambio en la composición de los órganos de gobierno se muestra en la tabla II.

{Insertar Tabla II}

5. CAMBIOS EN EL NIVEL DE RIESGO

5.1. DIFERENCIA DE MEDIAS

La variación en el nivel de riesgo de las cajas de ahorros tras el incremento de la participación pública en sus órganos de gobierno se mide inicialmente

¹¹ Junto a las estimaciones que se presentan en el trabajo también se analizaron periodos diferentes de tres años antes y tres años después de la aprobación de la normativa autonómica y se realizó el ajuste de los efectos secotriales (o bien con las 6 cajas o bien con el conjunto de bancos privados) por diferencias en lugar de por cociente. Los resultados han sido básicamente los mismos y por ese motivo no son presentados en el trabajo.

a través de la diferencia de los valores medios. Para contrastar la significación estadística del cambio se utilizaron tres tests estadísticos. Junto con el test paramétrico de diferencia de medias utilizamos otros dos tests no paramétricos para contrastar si las diferencias entre el periodo posterior y anterior al cambio en los órganos de gobierno son estadísticamente significativas: el test de los rangos con signos de Wilcoxon y el test de signos. Los tests no paramétricos no requieren ningún supuesto sobre la distribución de las variables analizadas y resultan más adecuados en caso de tamaños muestrales reducidos¹². El test de los rangos con signo de Wilcoxon analiza si la suma de rangos de las diferencias positivas difiere significativamente de la suma de rangos de las diferencias negativas. El test de signos, por su parte, compara el número de diferencias que son positivas con el número de diferencias que son negativas y es una prueba menos potente que la de Wilcoxon ya que no tiene en cuenta la magnitud de las diferencias.

Las diferencias en el riesgo ajustado y los porcentajes de representación de cada colectivo entre el periodo previo y el periodo posterior se muestran en la tabla III.

{Insertar Tabla III}

Los tres tests utilizados coinciden en que los cambios en la composición de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros son estadísticamente significativos. Estos cambios han consistido en el incremento de la presencia de los gobiernos locales y regionales a costa de disminuir la representación de los depositantes. Los empleados también han incrementado en un 2,30% su representación media en la asamblea general de las cajas de ahorros que han modificado sus órganos de gobierno. El análisis del cambio en el tamaño de las cajas de ahorro, medido éste a través del logaritmo natural del activo total neto, pone de manifiesto un incremento estadísticamente significativo del mismo entre ambos periodos de tiempo.

¹² El test de normalidad de Shapiro-Wilk ha mostrado que todas las variables cumplen la condición de normalidad, justificándose también la utilización del estadístico t de diferencia de medias.

Los resultados de los tres tests sugieren que el aumento de la presencia de las administraciones públicas en el control de las cajas ha disminuido el riesgo de las mismas cuando el ajuste del efecto sectorial se realiza con el conjunto de bancos privados. Cuando el ajuste se realiza con las 6 cajas que no modificaron sus órganos de gobierno también observamos una reducción estadísticamente significativa del riesgo al analizar la variabilidad de los beneficios y de los recursos generados después de gastos operativos, pero no en la variabilidad de los beneficios antes de gastos operativos.

5.2. ANÁLISIS DE REGRESIÓN

La variación en el riesgo ajustado entre el periodo posterior y el previo al cambio en los órganos de gobierno también puede ser debido, como señala Healy et al. [1992], a una continuidad en la tendencia del riesgo de la caja y no sólo al efecto del cambio en el porcentaje de representación de cada uno de los colectivos implicados en el gobierno de las cajas de ahorros. De esta forma, el *benchmark* o referencia para el riesgo posterior ajustado depende de la relación entre el riesgo ajustado posterior y previo. Si no existiese relación entre ellos, el *benchmark* adecuado para el riesgo en el periodo posterior es cero y el análisis de diferencia de medias anteriormente realizado ofrecería una medida adecuada de la variación en el riesgo. Sin embargo, el *benchmark* adecuado sería el riesgo ajustado en el periodo previo si la caja que tiene niveles de riesgo superiores o inferiores a las de las cajas que no varían la composición de sus órganos de gobierno antes de la modificación en la legislación autonómica también es probable que su riesgo se sitúe por encima o por debajo, respectivamente, de las 6 cajas de referencia después de la modificación normativa. Para corregir este problema, la variación extraordinaria del riesgo se obtiene a partir del término constante de una regresión en la que se utiliza como variable dependiente el riesgo posterior ajustado y como variable independiente el riesgo previo ajustado. Concretamente la regresión estimada ha sido la siguiente:

$$RA_{post, i} = \alpha_0 + \alpha_1 RA_{pre, i} + \alpha_2 CTA_i + \sum \alpha_i Y_{it} + \varepsilon \quad [7]$$

Donde $RA_{post,i}$ es el riesgo de la caja i dividido por el riesgo medio de las 6 cajas que no modifican sus órganos de gobierno o, alternativamente, por el riesgo medio de los bancos españoles en el periodo de 4 años posteriores al año en el que tiene lugar la introducción de la normativa autonómica que modifica la composición de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros de la región. $RA_{pre,i}$ es el riesgo de la caja i ajustado de la forma anteriormente comentada pero referido al periodo previo de cuatro años al de la aplicación de la normativa autonómica. El valor del coeficiente α_1 recogería cualquier correlación entre los niveles de riesgo de los periodos previo y posterior de forma que $(\alpha_1 RA_{pre,i})$ mide el efecto del riesgo del periodo previo en el periodo posterior mientras que el término independiente α_0 sería nuestra medida del cambio anormal del riesgo de la caja como consecuencia del cambio experimentado en la composición de sus órganos de gobierno.

En esta regresión también se controla por el cambio en el tamaño (CTA_i). Un mayor tamaño aumenta las posibilidades de diversificación de los intermediarios financieros y puede reducir su nivel de riesgo con lo que al comparar el riesgo de las cajas antes y después de la modificación de sus órganos de gobierno es preciso controlar por el cambio en el tamaño antes de atribuir las diferencias en el riesgo al cambio en sus órganos de decisión. Finalmente, puesto que la implantación de las normativas reguladoras de los órganos de gobierno ha tenido lugar en años diferentes para cada región se introducen una serie de dummies temporales por cada uno de los años en los que ha tenido lugar la aprobación de alguna de las normativas autonómicas. Así, Y_{it} toma el valor 1 si la modificación de la composición de los órganos de gobierno de la caja i ha tenido lugar en el año t y toma el valor cero en caso contrario. Con estas variables se pretende controlar el posible efecto temporal derivado de que los cambios en las normativas regionales se han producido en momentos diferentes en el tiempo. En las estimaciones se omite la dummy correspondiente al año de 1988.

Los resultados de estas regresiones con las 24 cajas que modificaron la composición de sus órganos de gobierno son mostrados en la tabla IV.

{Insertar Tabla IV}

El término independiente α_0 presenta coeficientes positivos en todas las regresiones que son estadísticamente significativos en tres casos. Por tanto, de forma contraria a lo sugerido por el análisis de diferencia de medias, el análisis de regresión indica que las cajas de ahorros han incrementado su nivel de riesgo tras la modificación legislativa que ha aumentado el peso de las administraciones públicas en sus órganos de gobierno cuando controlamos por el efecto tendencia y por el cambio en el tamaño. El cambio en el tamaño tiene un coeficiente negativo cuando se mide el riesgo a través de la variabilidad de los beneficios antes y después de gastos operativos. Este resultado es consistente con el efecto reductor del riesgo que tradicionalmente se ha asociado al tamaño ya que un mayor tamaño incrementa las posibilidades de diversificación de la institución financiera. De esta forma, la disminución en el riesgo de las cajas que sugería el análisis de diferencia de medias puede estar motivado más por el aumento del tamaño que se puso de manifiesto en el análisis descriptivo que por el cambio en la composición de los órganos de gobierno ya que cuando corregimos por el tamaño y por el efecto tendencia en el análisis de regresión observamos un incremento en el riesgo de las cajas de ahorros con el aumento del peso de las administraciones públicas en sus órganos de decisión.

5.3. PARTICIPACIÓN PÚBLICA Y RIESGO DE LAS CAJAS

Para analizar de forma más específica la influencia que la modificación en la composición de los órganos de gobierno ha tenido sobre el cambio en el nivel de riesgo introducimos como adicionales variables explicativas del riesgo en el periodo posterior, el cambio en el porcentaje de las administraciones públicas (CADMON) y el cambio en el porcentaje de los empleados (CEMP). Dichas variables son también introducidas al cuadrado (CADMON2 y CEMP2) para captar posibles efectos no lineales mientras que se omite el cambio en el porcentaje de los impositores para evitar problemas de correlación. La consideración de efectos no lineales para la participación pública deriva de la existencia de hipótesis que pronostican efectos contrapuestos sobre la influencia de las administraciones públicas en el riesgo de las cajas de ahorros (hipótesis de mantenimiento del control e hipótesis de “riesgos subsidiados”). Si la predominancia de una de las

hipótesis sobre la otra varía con el porcentaje de las administraciones públicas podríamos encontrar un efecto no lineal para esta última variable. Por tanto, el nuevo modelo estimado es el siguiente:

$$RA_{post,i} = \beta_0 + \beta_1 RA_{pre,i} + \beta_2 CTA_i + \beta_3 CADMON_i + \beta_4 CADMON2_i + \beta_5 CEMP_i + \beta_6 CEMP2_i + \sum \beta Y_{it} + \varepsilon \quad [8]$$

Los resultados de las estimaciones para cada una de las medidas de riesgo son presentados en la tabla V.

{Insertar Tabla V}

Los resultados más significativos son los obtenidos para la variable CADMON2 al presentar coeficientes positivos y estadísticamente significativos en 4 de las 6 estimaciones. Los coeficientes positivos de CADMON2 indican un incremento del nivel de la variabilidad de los beneficios antes y después de gastos operativos en aquellas cajas que más han incrementado la presencia de las administraciones públicas en sus órganos de decisión tras la implantación de la normativa autonómica, tanto cuando el ajuste del riesgo en cada caja es realizado por el de las 6 cajas que no modifican sus órganos de gobierno como por el riesgo de los bancos privados españoles. Es decir, para cambios en los porcentajes de representación de las administraciones públicas superiores al 5,84%, al 16,28%, al 10,91% o al 17,57%, dependiendo de la medida de riesgo utilizada, existe una relación positiva entre el cambio en el riesgo y la variación en el porcentaje de representación de las administraciones públicas en la asamblea general de las cajas de ahorro. Para cambios en el porcentaje de representación pública inferiores a los niveles anteriormente citados no se observa una influencia significativa salvo en el caso de RAB2 donde se obtiene un signo negativo. También se repitieron las estimaciones omitiendo las variables correspondientes al cambio en el porcentaje de representación de los empleados o introduciendo dicha variable únicamente de forma lineal. En estos casos, los resultados obtenidos para las variables de cambio de la participación pública fueron idénticos a los ya presentados.

La influencia positiva que sobre el nivel de riesgo se observa para los mayores incrementos en la representación pública no es consistente con el argumento de que los políticos tienden a limitar el riesgo de las cajas de ahorros hasta el nivel que garantice su solvencia ante la amenaza de perder un instrumento útil para alcanzar fines políticos. Más al contrario, la relación encontrada entre variación en el riesgo y variación en el porcentaje de representación de las administraciones públicas es consistente con el hecho que el objetivo de alcanzar fines políticos en la toma de decisiones puede no coincidir con el objetivo de eficiencia económica y llevar incrementos en el riesgo de las entidades. De la misma forma, también es consistente con la posibilidad que tienen las administraciones públicas, especialmente en aquellas cajas en las que cuentan con una mayor representación, para transferirles fondos a través de la relación comercial que mantienen con ellas y compensar con transferencias de fondos las pérdidas impuestas por decisiones destinadas a alcanzar determinados objetivos políticos.

A diferencia de lo que ocurre con el cambio en el porcentaje de las administraciones públicas, no se observa una relación significativa entre el cambio en el porcentaje de participación de los empleados y el nivel de riesgo posterior a la modificación en la composición de los órganos de gobierno y es que solamente en una de las 6 estimaciones CEMP presenta coeficientes estadísticamente significativos. Las variables dummy temporales no son estadísticamente significativas en ninguna de las regresiones.

Para dotar de mayor robustez a los resultados se analizó si la influencia del porcentaje de representación pública sobre el riesgo de las cajas variaba según que la participación de las administraciones públicas fuese mayoritaria o no. De esta forma, se ha definido una variable dummy de participación pública mayoritaria (D_{PPM}) que toma el valor de 1 cuando la representación de las administraciones públicas en los órganos de gobierno de la caja era superior a la representación de cualquiera de los otros grupos de interés antes de la entrada en vigor de la normativa autonómica y que toma el valor 0 en caso contrario. Por tanto, el modelo estimado es el siguiente:

$$RA_{post,i} = \gamma_0 + \gamma_1 RA_{pre,i} + \gamma_2 CTA_i + \gamma_3 CADMON_i + \gamma_4 DPPMXCADMON_i + \gamma_5 CEMP_i + \gamma_6 CEMP2_i + \sum \gamma_l Y_{it} + \varepsilon \quad [9]$$

En esta especificación el coeficiente de CADMON indica la influencia del incremento de la participación pública sobre el riesgo en aquellas cajas donde la representación pública antes del cambio en la normativa autonómica era inferior a la poseída por otro grupo de interés, en concreto a la ostentada por los impositores, mientras que el coeficiente de $D_{PPMX}CADMON$ indica la diferente influencia del cambio en la participación pública en aquellas cajas con presencia pública mayoritaria antes de la entrada en vigor de la legislación autonómica.

Junto a la especificación anterior también se han estimado modelos omitiendo el cambio en el porcentaje de empleados e introduciéndolo de forma lineal. Los resultados no variaron significativamente de los proporcionados por el modelo [9] y por ese motivo no son presentados en el trabajo.

Los resultados del modelo [9], ajustando el riesgo de cada caja por el riesgo medio de las 6 cajas que no variaron la composición de sus órganos de gobierno o por el riesgo medio de los bancos privados españoles, son mostrados en la tabla VI.

{Insertar Tabla VI}

Los coeficientes positivos y estadísticamente significativos de CADMON indican que el incremento del porcentaje de representación pública en aquellas cajas donde la participación pública inicial era inferior a la participación de los impositores ha originado un incremento en el riesgo de estas cajas, cuando el mismo se mide a partir de la variabilidad de los beneficios antes o después de gastos operativos. Por otra parte, los coeficientes también positivos en dichas regresiones de la variable multiplicativa ($D_{PPMX}CADMON$) indican que el incremento del riesgo asociado al incremento de la participación pública ha sido mayor en aquellas cajas donde la participación pública antes de la modificación autonómica ya era superior a la correspondiente a los impositores. Estos resultados son consistentes con los obtenidos en la estimación del modelo [8] al indicar que

la influencia positiva de la participación pública sobre el riesgo de las cajas de ahorro es más clara en aquellas cajas con mayores porcentajes de representación pública¹³.

6. CONCLUSIONES

Este trabajo analiza el cambio en el riesgo de las cajas de ahorros originado por el cambio en la composición de los órganos de gobierno que ha introducido la normativa autonómica aprobada por cada parlamento regional. Este cambio normativo constituye un experimento natural que permite analizar la relación entre nivel de riesgo y propiedad pública en los intermediarios financieros ya que las modificaciones legislativas introducidas por las comunidades autónomas han consistido en el incremento de la presencia de los representantes de los gobiernos locales y regionales en los órganos de decisión de las cajas de ahorros a expensas, básicamente, de reducir los representantes de los impositores.

Aunque inicialmente el análisis de diferencia de medias parece indicar que ha habido una reducción del riesgo de las cajas de ahorros en los cuatro años posteriores al cambio normativo respecto a los cuatro años anteriores, el análisis de regresión pone de manifiesto que se ha producido un incremento en el nivel de riesgo de las cajas de ahorros cuando se controla el efecto tendencial del riesgo y el cambio habido en el tamaño de las entidades.

Además, para incrementos de la presencia política superiores al 5,84%, al 16,28%, al 10,91% o al 17,57%, dependiendo de la medida de riesgo utilizada, se observa que el incremento en el riesgo es creciente con el incremento de los representantes políticos en los órganos de gobierno de la caja. Análogamente, también se observa que el incremento del riesgo asociado al incremento de la participación pública ha sido mayor en aquellas cajas que antes de la modificación de la normativa autonómica ya tenían porcentajes de representación pública superiores a los poseídos por otros grupos de interés. Por tanto, los resultados obtenidos sugieren una

¹³ Para controlar si el cambio observado en el riesgo de las cajas está originado por cambios en sus tasas de capitalización más que por cambios en el porcentaje de representación de las administraciones públicas hemos replicado las estimaciones de las tablas V y VI incluyendo como variable explicativa adicional el cambio en la tasa de capitalización entre el periodo anterior y posterior. Los resultados obtenidos son similares a los ya presentados en el trabajo y por este motivo no son incluidos en el mismo.

influencia positiva de las administraciones públicas en el nivel de riesgo de las cajas de ahorros, al menos para los niveles más elevados de participación pública, y son consistentes con los resultados de estudios realizados en otros países indicando que la búsqueda de fines políticos en la toma de decisiones puede facilitar la realización de inversiones más arriesgadas y que la posibilidad de transferencia de fondos que ofrece la relación comercial que mantienen las cajas y los gobiernos regionales puede facilitar la realización de inversiones arriesgadas, especialmente en las cajas con más elevados niveles de participación pública.

7. REFERENCIAS

ALTUNBAS, Y., L. EVANS y F. MOLYNEUX [2001]: <<Bank ownership and efficiency>>. *Journal of Money, Credit and Banking* 33, 926-954.

APELLÁNIZ, P. [1991]: <<Una aproximación empírica al alisamiento de los beneficios de la banca española>>. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 66, 195-219.

ARCAS, M.J. [1991]: <<Estudio de la asociación entre riesgo sistemático del mercado y determinadas variables contables>>. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 66, 126-150.

BEAVER, W., P. KETTLER y M. SCHOLLES [1970]: <<The association between market determined and accounting determined risk measures>>. *Accounting Review*, 654-682.

BARTH, J.R., G. CAPRIO JR. y R. LEVINE [2001]: <<Banking systems around the globe: do regulations and ownership affect performance and stability? >> en Frederic S. Mishkin, Editor: *Prudential supervision: What works and what doesn't*, University of Chicago Press.

BLAIR, D. y D. PLACONE [1988]: <<Expense preference behavior, agency cost, and firm organization>>. *Journal of Economics and Business* 40, 1-15.

BOARDMAN, A. y A. VINING [1989]: <<Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed and state-owned enterprises>>. *Journal of Law and Economics* 32, 1-33.

CEBENOYAN, A.S. y P.E. STRAHAN [2001]: <<Risk management, capital structure and lending at banks>>. Trabajo presentado en el *2001 FMA Annual Meeting*, octubre, Toronto, Canada.

CORDELL, L.R., G.D. MACDONALD y M.E. WOHAR [1993]. <<Corporate ownership and the thrift crisis>>. *Journal of Law and Economics* 36, 719-756.

DEMSETZ, H.y K. LEHN [1985]: <<The structure of corporate ownership: causes and consequences>>. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

ESTY, B.C., [1997a]: <<Organizational form and risk taking in the savings and loan industry>>. *Journal of Financial Economics* 44, 25-55.

ESTY, B.C., [1997b]: <<A case study of organizational form and risk shifting in the saving and loan industry>>. *Journal of Financial Economics* 44, 57-76.

GONEDES, N.I. [1973]: <<Evidence on the information content of accounting numbers: Accounting-based and market-based estimated of sistematic risk>>. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 407-443.

HADAWAY, B.L.y S.C. HADAWAY [1984]: <<Implications of savings and loan conversions in a deregulated world>>. *Journal of Bank Research* 15, 44-55.

HANSMANN, H. [1988]: <<Ownership of the firm>>. *Journal of Law, Economics and Organization* 4, 267-303.

HEALY, P.M., K.G. PALEPU y R.S. RUBACK [1992]: <<Does corporate performance improve after mergers? >>. *Journal of Financial Economics* 31, 135-175.

JENSEN, M.C.y E.H. MECKLING [1979]: <<Rights and production functions:an application to labor-managed firms and codetermination>>. *Journal of Business* 52, 469-506.

KARELS G.V. y C. MCLATCHEY [1999]: <<Deposit Insurance and risk-taking behavior in the credit union industry>>. *Journal of Banking and Finance* 23, 105-134.

KEELEY, M. C. [1990]: <<Deposit Insurance, risk, and market power in banking>>. *The American Economic Review* 80, 1183-1200.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES y A. SHLEIFER [2000]: <<Government ownership of banks>>. Working Paper 7620, National Bureau of Economic Research.

LAMM-TENNANT, J. y L.T. STARKS [1993]: <<Stocks vs mutual ownership structures: the risk implications>>. *Journal of Business* 66, 29-46.

MAROTO, J.A. [1999]: <<¿Gobierno de las cajas o cajas de los gobiernos? >> *Economistas* 80, 205-216.

MASULIS, R.W. [1987]: <<Changes in ownership structure: Conversions of mutual saving and loans to stock charter>>. *Journal of Financial Economics* 18, 29-59.

MELLE, M.y J.A. MAROTO [1999]: <<Una aplicación del gobierno de 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* 8, 9-40.

O'HARA, M. [1981]: <<Property rights and the financial firm>>. *Journal of Law and Economics* 29, 317-332.

O'HARA, M., y W. SHAW [1990]: <<Deposit insurance and wealth effects: the value of being "too big to fail" >>. *Journal of finance* 45, pp. 1587-1600.

RASMUSEN, E. [1988]: <<Mutual banks and stock banks>>. *Journal of Law and Economics* 31, 395-421.

SAPIENZA, P. [1999]: <<What do state-owned firms maximize? Evidence from the Italian Banks" >>. Northwestern University Mimeo.

SAURINA, J. [1999]: <<Alisamiento del beneficio de las cajas de ahorros españolas. Una primera mirada>>. *Moneda y crédito*, 209, 161-194.

SCHRAND C. y H. UNAL [1998]: <<Hedging and coordinated risk management: Evidence from thrift conversions>>. *Journal of Finance* 53, 979-1013.

SHLEIFER, A. [1998]: <<State versus private ownership>>. *Journal of Economic Perspectives* 12, 133-150.

TULKENS, H. [1993]: <<On FDH efficiency analysis: some methodological issues and applications to retail banking, courts and urban transit>>. *Journal of productivity Analysis* 4, 183-210.

VERBRUGGE, J.A. y J.S. JAHERA [1981]: <<Expense preference behavior in the savings and loan industry>>. *Journal of Money, Credit and Banking* 13, 405-476.

VERBRUGGE, J.A. y S.G. GOLDSTEIN [1981]: <<Risk return and managerial objectives: some evidence from the saving and loan industry>>. *Journal of Financial Research* 4, 45-58.

WILLIAMS, Z.D. [1999]: <<CEO control and project selection: Evidence from mutual thrift conversions>>. Working paper, Haas School of Business, University of California, Berkeley.

Tabla I
Participación de los depositantes, empleados y administraciones públicas
en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros.

Esta tabla muestra el porcentaje de participación de depositantes, empleados y gobiernos locales y regionales en al asamblea general y consejo de administración de las cajas de ahorros españolas establecidos por la LORCA en 1985 y por cada una de las normativas autonómicas dictadas con posterioridad.

	<i>EMPLEADOS</i>	<i>DEPOSITANTES</i>	<i>GOBIERNOS REGIONALES Y LOCALES</i>	<i>FUNDADORES</i>	<i>OTRAS INSTITUCIONES</i>	
LORCA 31/1985	5	44	40	11		
<i>REGION</i>	<i>AÑO DE PUBLICACIÓN DE LA PRIMERA NORMATIVA AUTONÓMICA</i>					
ANDALUCIA	1986	5	44	40	11	-
ARAGÓN	1991	7	41	42	10	-
ASTURIAS	1988	5	20	40	35	-
BALEARES	1989	5	39	34	16	6
CANARIAS	1990	5	26	44	10	15
CANTABRIA	1990	5	22	38	10	25
CATALUÑA	1985	5-10	30-40	15-25	25-35	-
CASTILLA LA MANCHA	1997	7	22	40	10	21
CASTILLA LEÓN	1990	5-10	35-40	25-35	5-10	5-30
EXTREMADURA	1994	5	44	40	11	-
GALICIA	1985	5-15	30-40	15-25	25-35	-
MADRID	1992	8	28	32	20	12
MURCIA	1988	7	30	33	30	-
NAVARRA	1987	5	44	40	11	-
PAÍS VASCO	1991	5	41	32	22	-
LA RIOJA	1988	5	31	31	33	-
VALENCIA	1990	11	28	28	5	28

Tabla II
Estadísticos descriptivos

Esta tabla presenta en el periodo de cuatro años antes y de cuatro años después de la aprobación de la normativa autonómica los descriptivos de los porcentajes de representación de las administraciones públicas (ADMÓN), empleados (EMP) e impositores (IMPOSIT) en la asamblea general de las cajas de ahorros así como los descriptivos correspondientes a las tres medidas de riesgo ajustadas a) por el riesgo medio de las 6 cajas que no modificaron sus órganos rectores (RAC1, RAC2, RAC3) y b) por el riesgo medio de los bancos privados españoles (RAB1, RAB2, RAB3). LN(TA) es el logaritmo natural del activo total de las cajas de ahorros.

VARIABLES	ANTES NORMATIVA AUTONÓMICA					DESPUÉS NORMATIVA AUTONÓMICA				
	Media	Mediana	Desviación estándar	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	Desviación estándar	Máximo	Mínimo
ADMÓN	25,875	28,000	22,357	68,00	0,00	42,667	41,500	16,523	75,00	20,00
EMP	6,208	5,000	4,393	25,00	3,00	8,500	8,000	3,612	18,00	5,00
IMPOSIT	56,791	54,500	16,699	83,00	22,00	37,292	40,000	6,670	45,00	20,00
LN(TA)	12,080	12,164	1,285	15,05	8,46	12,665	12,719	1,306	15,80	9,13
RAC1	1,347	1,133	0,696	2,71	0,32	1,206	1,080	0,745	3,30	0,17
RAC2	1,640	1,637	0,928	3,14	0,15	0,994	0,664	1,063	3,94	0,08
RAC3	1,963	1,753	1,412	7,37	0,57	1,223	0,996	0,847	3,33	0,13
RAB1	1,682	1,518	0,951	3,60	0,42	0,510	0,524	0,301	1,16	0,06
RAB2	1,529	1,484	0,988	3,34	0,05	0,505	,0325	0,550	2,33	0,03
RAB3	2,289	2,184	1,190	4,60	0,52	0,347	0,332	0,210	0,76	0,04
Nº de observaciones:	24					24				

Tabla III
Diferencia de medias

Esta tabla muestra la diferencia de medias entre el periodo de cuatro años anterior y posterior a la modificación de los órganos de gobierno de las cajas introducida por la normativa autonómica junto con los valores del estadístico paramétrico de diferencia de medias y de los estadísticos no paramétricos de Wilcoxon y de signos.

VARIABLES	<i>Diferencia de medias</i>	<i>Test de Shapiro-Wilk</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Test de Wilcoxon</i>		<i>Test de los signos</i>		
	<i>Valor post-Valor previo</i>			<i>Suma rangos positivos</i>	<i>Suma rangos negativos</i>	<i>Valor Z</i>	<i>Diferencias positivas</i>	<i>Diferencias negativas</i>
ADMON	16,792	0.923***	6,74***	274,50	1,50	-4,159***	22***	1
EMP	2,292	0.852***	1,76*	140,00	31,00	-2,376**	15***	3
IMPOSIT	-19,500	0.947***	-6,39***	8,00	292,00	-4,059***	2	22***
LN(AT)	0,575	0.964***	29,35***	300,00	0,00	-4,286***	24***	0
RAC1	-0,142	0.977***	-0,71	110,00	190,00	-1,143	9	15
RAC2	-0,646	0.955***	-3,02***	58,00	242,00	-2,629***	7	17*
RAC3	-0,7391	0.964***	-2,08**	83,00	217,00	-1,914*	7	17*
RAB1	-1,1723	0.954***	-2,947***	9,00	291,00	-4,029***	2	22***
RAB2	-1,0242	0.986***	-5,188***	19,00	281,00	-3,743***	4	20***
RAB3	-1,9425	0.950***	-7,572***	1,00	299,00	-4,257***	1	23***

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%

Tabla IV
Regresiones del cambio en el riesgo

Esta tabla muestra las estimaciones OLS del modelo: $RA_{post,i} = \alpha_0 + \alpha_1 RA_{pre,i} + \alpha_2 CTA_i + \sum \alpha_t Y_{it} + \varepsilon$. $RA_{post,i}$ representa cada una de las medidas ajustadas de riesgo para la caja i en el periodo de cuatro años posterior al cambio en la normativa autonómica. $RA_{pre,i}$ representa cada una de las medidas ajustadas de riesgo para la caja i en el periodo de cuatro años anterior a la modificación de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros por los parlamentos regionales. CTA_i es el cambio en el logaritmo natural del tamaño que experimenta cada una de las cajas entre el periodo posterior y anterior. Y_{it} es un conjunto de variables dummies correspondientes a cada uno de los años en los que se ha producido un cambio en la normativa autonómica que toman el valor 1 si la modificación de la composición de los órganos de gobierno de la caja i ha tenido lugar en el año t y toman el valor cero en caso contrario. Los valores del estadístico t-student son mostrados entre paréntesis.

	Ajuste seis cajas			Ajuste bancos		
	RAC1	RAC2	RAC3	RAB1	RAB2	RAB3
α_0	2,77** (2,52)	1,56 (1,18)	2,58* (1,87)	1,07** (2,21)	0,52 (0,54)	0,43 (1,44)
$RA_{pre,i}$	-0,09 (-0,39)	0,45** (2,40)	-0,31 (-1,75)	0,009 (0,12)	0,28** (2,19)	-0,27 (-0,66)
CTA	-2,86** (-2,02)	-4,08** (-2,50)	0,52 (0,36)	-1,37** (-2,19)	-2,32** (-2,18)	0,01 (0,03)
D89	1,34 (1,48)	0,59 (0,59)	0,75 (0,59)	0,37 (0,91)	0,73 (1,11)	0,36 (1,32)
D90	0,42 (0,55)	0,70 (0,84)	-0,70 (-0,61)	0,37 (1,09)	0,88 (1,49)	0,13 (0,60)
D91	-0,20 (-0,28)	1,07 (1,42)	-1,57 (-1,30)	0,26 (0,86)	1,03* (1,92)	-0,84 (-0,43)
D92	0,68 (0,99)	0,92 (1,22)	-1,05 (-0,89)	0,20 (0,66)	0,67 (1,29)	-0,09 (-0,45)
D93	-0,56 (-0,63)	4,24*** (4,22)	1,11 (0,88)	-0,11 (-0,27)	2,08** (2,81)	0,27 (0,95)
D95	-0,13 (-0,15)	0,88 (0,82)	-1,93 (-1,42)	-0,17 (-0,40)	0,89 (1,17)	-0,31 (-1,06)
Nº observaciones	24	24	24	24	24	24
R ² Ajustado	28,96%	56,49%	50,55%	13,63%	31,42%	23,62%
F	2,17*	4,73***	3,94**	1,45	2,32*	1,89

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%

Tabla V
Cambio en los órganos de gobierno y riesgo

Esta tabla muestra las estimaciones OLS del modelo:

$$RA_{\text{post},i} = \beta_0 + \beta_1 RA_{\text{pre},i} + \beta_2 CTA + \beta_3 CADMON + \beta_4 CADMON2 + \beta_5 EMP + \beta_6 CEMP2 + \sum \beta_t Y_{it} + \varepsilon$$

$RA_{\text{post},i}$ y $RA_{\text{pre},i}$ representan las medidas ajustadas de riesgo para la caja i en el periodo de los cuatro años posteriores y de los cuatro años anteriores, respectivamente, al cambio en los órganos de gobierno de la caja. CTA es el cambio en el logaritmo natural del tamaño que experimenta cada una de las cajas entre el periodo posterior y anterior. CADMON y CEMP son, respectivamente, la variación en el porcentaje de representación de las administraciones públicas y de los empleados en la asamblea general de la caja de ahorros. Estas dos variables también son introducidas al cuadrado (CADMON2 y CEMP2). Finalmente, Y_t es un conjunto de variables dummies correspondientes a cada uno de los años en los que se ha producido un cambio en la normativa autonómica que toman el valor 1 si la modificación de la composición de los órganos de gobierno de la caja i ha tenido lugar en el año t y toman el valor cero en caso contrario. Los valores del estadístico t-student son mostrados entre paréntesis.

	Ajuste seis cajas			Ajuste bancos		
	RAC1	RAC2	RAC3	RAB1	RAB2	RAB3
β_0	0,77 (0,51)	2,18 (1,10)	3,92 (1,60)	0,05 (0,07)	1,10 (0,88)	1,00 (1,57)
$RA_{\text{pre},i}$	-0,22 (-1,30)	0,20 (1,11)	-0,25 (-1,03)	-0,04 (-0,75)	0,11 (0,95)	-0,01 (-0,12)
CTA	-1,38 (-1,24)	-2,85* (-1,93)	0,25 (0,13)	-0,64 (-1,36)	-1,52 (-1,67)	-0,19 (-0,38)
CADMON	-1,07 (-0,68)	-3,57 (-1,73)	1,10 (0,48)	-1,06 (-1,59)	-2,61* (-2,06)	0,40 (0,60)
CADMON2	0,09*** (3,21)	0,11** (2,79)	-0,02 (-0,47)	0,05*** (4,02)	0,07** (3,10)	-0,01 (-1,04)
CEMP	20,58 (1,79)	-6,99 (-0,46)	-8,19 (-0,48)	10,14** (2,08)	-4,46 (-0,48)	-1,89 (-0,38)
CEMP2	-0,78 (-1,31)	0,41 (0,53)	0,56 (0,66)	-0,40 (-1,63)	0,25 (0,53)	0,14 (0,57)
D89	0,24 (0,15)	-2,66 (-1,27)	-0,21 (-0,07)	-0,14 (-0,21)	-1,56 (-1,21)	0,17 (0,25)
D90	1,23 (0,78)	-0,74 (-0,35)	-2,20 (-0,84)	0,84 (1,26)	-0,24 (-0,19)	-0,37 (-0,55)
D91	0,44 (0,32)	0,05 (0,03)	-2,88 (-1,18)	0,68 (1,17)	0,22 (0,20)	-0,58 (-1,00)
D92	0,89 (0,63)	-0,51 (-0,27)	-2,36 (-0,94)	0,40 (0,68)	-0,40 (-0,35)	-0,54 (-0,89)
D93	0,83 (0,55)	3,37 (1,67)	-0,21 (-0,08)	0,51 (0,79)	1,11 (0,90)	-0,21 (-0,31)
D95	-1,34 (-0,90)	-1,66 (-0,85)	-3,16 (-1,15)	-0,63 (-0,98)	-0,91 (-0,74)	-0,63 (-0,95)
Nº observaciones	24	24	24	24	24	24
R ² Ajustado	63,49%	68,73%	40,44%	59,63%	55,91%	17,35%
F	4,33**	5,21***	2,30*	3,83**	3,43**	1,40

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%

Tabla VI
Cambio en los órganos de gobierno y riesgo

Esta tabla muestra las estimaciones OLS del modelo:

$$RA_{\text{post},i} = \gamma_0 + \gamma_1 RA_{\text{pre},i} + \gamma_2 CTA + \gamma_3 CADMON + \gamma_4 D_{\text{PPM}} \times CADMON + \gamma_5 EMP + \gamma_6 CEMP2 + \sum \gamma_t Y_{it} + \varepsilon$$

$RA_{\text{post},i}$ y $RA_{\text{pre},i}$ representan las medidas ajustadas de riesgo para la caja i en el periodo de los cuatro años posteriores y de los cuatro años anteriores, respectivamente, al cambio en los órganos de gobierno de la caja. CTA es el cambio en el logaritmo natural del tamaño que experimenta cada una de las cajas entre el periodo posterior y anterior. $CADMON$ y $CEMP$ son, respectivamente, la variación en el porcentaje de representación de las administraciones públicas y de los empleados en la asamblea general de la caja de ahorros. D_{PPM} es una variable dummy que toma el valor de 1 cuando la representación de las administraciones públicas en la caja era superior a la ostentada por cualquier otro grupo de interés antes de la entrada en vigor de la normativa autonómica y que toma el valor 0 en caso contrario. $CEMP2$ es el cuadrado de la variación en el porcentaje de los empleados. Finalmente, Y_t es un conjunto de variables dummies correspondientes a cada uno de los años en los que se ha producido un cambio en la normativa autonómica que toman el valor 1 si la modificación de la composición de los órganos de gobierno de la caja i ha tenido lugar en el año t y toman el valor cero en caso contrario. Los valores del estadístico t-student son mostrados entre paréntesis.

	Ajuste seis cajas			Ajuste bancos		
	RAC1	RAC2	RAC3	RAB1	RAB2	RAB3
β_0	-0,33 (-0,20)	0,16 (0,12)	3,60 (1,40)	-0,67 (-1,24)	0,01 (0,01)	0,85 (1,19)
$RA_{\text{pre},i}$	-0,13 (-0,74)	-0,03 (-0,26)	-0,29 (-1,31)	-0,01 (-0,19)	-0,05 (-0,52)	-0,15 (-0,31)
CTA	-0,74 (-0,59)	-1,16 (-1,13)	1,11 (0,57)	-0,13 (-0,31)	-0,50 (-0,78)	0,07 (0,12)
$CADMON$	3,15** (2,68)	2,67** (2,57)	0,56 (0,32)	1,25*** (3,21)	1,52** (2,34)	-0,06 (-0,12)
$D_{\text{PPM}} \times CADMON$	9,55** (3,02)	18,30*** (5,91)	1,87 (0,42)	5,85*** (5,59)	11,79*** (6,04)	0,21 (0,16)
$CEMP$	20,84 (1,75)	-0,02 (-0,21)	-4,49 (-0,26)	11,16** (2,84)	-1,56 (-0,25)	-0,29 (-0,05)
$CEMP2$	-0,82 (-1,36)	0,09 (0,18)	0,43 (0,49)	-0,05** (-2,36)	0,05 (0,17)	0,09 (0,33)
$D89$	0,14 (0,08)	-3,68** (-2,70)	-1,25 (-0,46)	-0,34 (-0,62)	-2,29** (-2,63)	-0,14 (-0,20)
$D90$	2,09 (1,28)	0,89 (0,66)	-2,34 (-0,90)	1,34** (2,48)	0,62 (0,73)	-0,39 (-0,55)
$D91$	0,71 (0,50)	0,64 (0,55)	-3,11 (-1,30)	0,83 (1,78)	0,43 (0,59)	-0,58 (-0,96)
$D92$	1,62 (1,12)	0,86 (0,72)	-2,66 (-1,10)	0,81 (1,70)	0,33 (0,44)	-0,61 (-0,96)
$D93$	1,34 (0,85)	4,82*** (3,63)	-0,30 (-0,12)	0,89 (1,70)	1,66* (2,03)	-0,20 (-0,29)
$D95$	-0,12 (-0,08)	-0,40 (-0,33)	-3,68 (-1,45)	0,05 (0,09)	-0,23 (-0,29)	-0,81 (-1,21)
Nº observaciones	24	24	24	24	24	24
R ² Ajustado	61,35%	87,19%	40,17%	74,06%	80,87%	9,40%
F	4,04**	14,05***	2,29*	6,47***	9,10***	1,20

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%