



# 5

## LAS CAJAS DE AHORRO FUSIONADAS: COMPORTAMIENTO FINANCIERO Y RESULTADOS

M<sup>a</sup> VALLE SANTOS ALVAREZ

M<sup>a</sup> PILAR PEREZ SANTANA

DEPARTAMENTO ECONOMIA Y ADMINISTRACION DE EMPRESAS  
UNIVERSIDAD DE VALLADOLID

### Resumen

La presente investigación nace con el propósito de completar la evidencia empírica acerca de las fusiones, centrada, hasta el momento, únicamente en el estudio de los resultados organizativos y de la eficiencia. Así, el trabajo que desarrollamos amplía el estudio de los procesos de fusión ya que completa el análisis de la rentabilidad de las cajas de ahorro fusionadas con el análisis de su comportamiento financiero. Los resultados obtenidos indican que los resultados organizativos se resienten en los periodos inmediatos a la fusión y conforme se supera el periodo inicial los resultados recuperan su curso y tan sólo siguen descendiendo si la fusión resultó inadecuada. Además, los resultados ponen de manifiesto que la evolución de la rentabilidad viene condicionada por la medida en que las entidades se apoyan en las operaciones financieras más tradicionales. Así, el proceso de fusión se torna especialmente arriesgado cuando dicho proceso se combina con el avance de la entidad hacia la conquista de posiciones innovadoras.

### Introducción

La oleada de fusiones que ha venido experimentando el sector bancario en general y, en concreto, la población de cajas de ahorro a comienzos de la década de los noventa ha marcado, sin duda, al

conjunto de la población y al comportamiento de cada una de las entidades que la integran. Efectos tales como la reducción en el número de entidades, el incremento en el tamaño medio de las mismas, en el nivel de concentración y en el de competencia son, a nivel poblacional, los más evidentes. A nivel individual, las consecuencias de los procesos de fusión no se manifiestan claramente y en ocasiones aparecen, además, combinadas con otros procesos internos como revalorización de activos, reestructuración en la estructura de poder y en los órganos de gobierno, etc. La dificultad en la identificación y posterior valoración de las consecuencias que provocan los procesos de fusión sobre las entidades afectadas, unido a la indeterminación en los motivos que subyacen en dichos procesos han despertado el interés de muchos investigadores que han abordado estas cuestiones desde diferentes perspectivas de estudio y con distintas metodologías (Azofra y Fuente, 1989; Plaza, 1993; Raymond, 1994a, 1994b; Maroto, 1994 y Apellaniz, Serrano y Apellaniz, 1995).

La investigación empírica, acerca de las fusiones, realizada hasta el momento se ha dirigido a evaluar en qué medida estos procesos inciden en la rentabilidad de las entidades afectadas. Así, la evidencia empírica constata la existencia de las diferencias de rentabilidad entre el grupo de entidades fusionadas y no fusionadas, desfavorables para las primeras,



aunque también se ha comprobado que en ciertos casos las fusiones han proporcionado mejoras en la rentabilidad de las entidades afectadas. Además, se constata la existencia de un proceso de asimilación gradual en el tiempo respecto a las alteraciones que estos procesos provocan (Apellaniz, Serrano y Apellaniz, 1995). De otro lado, debemos señalar que los procesos de fusión también han sido analizados desde la óptica de la eficiencia. Así, el estudio de las fusiones ha venido, en ocasiones, vinculado a la investigación de la existencia de economías de escala, con el propósito de determinar en qué medida estos procesos pueden mejorar la eficiencia en las entidades (Raymond, 1994a, 1994b).

Con todo, entendemos que el estudio de las fusiones en términos de resultados puede calificarse de incompleto ya que, por un lado, restringe las consecuencias de la fusión al impacto en la rentabilidad y, por otro, otorga al proceso de fusión un papel protagonista en la determinación de los resultados organizativos. A nuestro juicio se hace necesario completar el estudio de las consecuencias derivadas de los procesos de fusión con el análisis simultáneo de otros elementos que permitan detectar un espectro más amplio de los efectos provocados por estos procesos e investigar en qué medida la evolución de los resultados responde tan sólo a la fusión o también a otros factores ajenos a la misma o colaterales con aquélla.

De otro lado, los análisis de las fusiones en términos de rentabilidad presupone, al menos implícitamente, que los procesos de fusión nacen bajo el objetivo de rentabilidad o, en términos más generales, de eficiencia. Cabe, sin embargo, la posibilidad de que dichos procesos persigan objetivos diferentes a la rentabilidad. En este marco, y en consonancia con las reflexiones planteadas por Raymond (1994b: 121), cabe plantearse si las fusiones no habrán actuado como detonantes de procesos de reestructuración interna en las entidades dirigidos a una racionalización del proceso productivo. La fusión vendría así a representar un papel estratégico para facilitar políticamente la implantación de cambios internos en el comportamiento de las entidades. Analizadas desde esta óptica las fusiones vendrían asociadas a diferencias significativas en el comportamiento de las entidades tras el proceso de fusión.

Con todo, el trabajo que desarrollamos nace con el propósito de ahondar en el estudio de los procesos de fusión acontecidos en la población de cajas de ahorro y en la valoración de sus consecuencias. Así, nos proponemos, de un lado, profundizar en la valoración de las consecuencias de las fusiones en términos de rentabilidad —tanto a nivel agregado como a nivel individual— y, de otro, analizar el comportamiento de las entidades comprometidas

en los procesos de fusión. La valoración de las fusiones en términos de rentabilidad pretende completar y contrastar la evidencia empírica disponible hasta el momento. Por lo que respecta al análisis del comportamiento de las entidades fusionadas, éste nace con un doble objetivo. Por un lado, pretende investigar si las fusiones han venido a justificar reestructuraciones internas en el comportamiento de las entidades, ya que de ser así los procesos de fusión vendrían asociados con alteraciones significativas en el comportamiento de las entidades. En este caso la consideración del comportamiento organizativo en el estudio de las fusiones viene justificada por la hipótesis de que los procesos de fusión han podido nacer con el propósito de reorientar el comportamiento de las entidades hacia direcciones innovadoras, difíciles de recorrer desde la posición de partida de las entidades previa a la fusión. Por otro lado, la consideración del comportamiento de las cajas de ahorro fusionadas va a venir vinculado al estudio de la evolución de la rentabilidad. Se trata ahora de determinar hasta qué punto la evolución descrita por la rentabilidad de las entidades fusionadas ha venido de algún modo condicionada por la evolución en su comportamiento, es decir, se trata, en definitiva, de evaluar la vigencia de la hipótesis de relación entre el comportamiento y los resultados para el caso de las cajas de ahorro fusionadas. Así, los resultados obtenidos en esta parte contribuirán a explicar la evolución descrita por la rentabilidad de las entidades fusionadas. El comportamiento financiero de las cajas de ahorro nos va a servir para abordar el estudio relativo al comportamiento que acabamos de plantear. Así, el comportamiento de las cajas de ahorro en tanto que instituciones financieras, y más concretamente el carácter más o menos innovador del mismo, nos servirá como soporte para abordar esta segunda parte del análisis.

Como ya se ha venido anticipando, el estudio planteado se aplica a las cajas de ahorro españolas comprometidas en procesos de fusión en el periodo que abarca desde las fusiones de comienzos de los noventa hasta finales del ejercicio 1995. Los estados financieros de las entidades, que publica periódicamente la C.E.C.A. en los Anuarios Estadísticos de las Cajas de Ahorros, nos servirán como fuente de información básica para el desarrollo de la presente investigación. La amplitud del periodo de análisis considerado nos permitirá analizar las fusiones, sino desde una perspectiva de largo plazo como sería deseable, sí desde la prudencia que proporciona el medio plazo. Además, el estudio planteado se aborda desde una perspectiva agregada que se completa con un análisis individualizado de cada una de las entidades comprometidas en procesos de fusión. Se pretende así cubrir, en la medida de lo posible, las deficiencias que a menudo se mencio-

nan en los trabajos revisados y que aluden a la necesidad de adoptar una óptica de largo plazo y completar el análisis agregado con estudios individualizados (Plaza, 1993: 176; Raymond, 1994a: 97; Maroto, 1994: 176).

Con la pauta que marcan estos objetivos, el trabajo que presentamos se estructura en dos grandes secciones que reproducen las dos vertientes del análisis que apuntábamos anteriormente y que se centran, respectivamente, en los resultados y el comportamiento de las entidades fusionadas. A continuación, en la tercera parte, se contrasta conjuntamente la evolución del comportamiento y de los resultados de las entidades fusionadas con objeto de examinar si existe alguna vinculación entre ellas. Al final de la tercera parte, y desde una valoración conjunta de los resultados obtenidos a lo largo del trabajo, recogeremos las principales conclusiones que se derivan del mismo.

## I. La rentabilidad de las cajas de ahorro fusionadas

El estudio de la rentabilidad obtenida por las cajas de ahorro fusionadas nace con el propósito de ahondar en la valoración de las consecuencias que provocan los procesos de fusión. Para abordar este estudio hemos escogido la rentabilidad de fondos propios<sup>1</sup> —rentabilidad financiera— como índice representativo de los resultados obtenidos por las entidades. La relevancia de la «rentabilidad de los recursos propios» está ampliamente contrastada en la literatura y está considerada por algunos autores como el indicador con mayor significado para los analistas ya que sintetiza globalmente la actuación de las entidades financieras (Carbó y Coello, 1997: 113). Por otro lado, esta medida de los resultados proporciona una idea equivalente a un tipo de interés nominal, lo que facilita su comparación con índices de referencia externos (González Mosquera, 1991: 118) y constituye un indicador del valor de las cajas de ahorro (Andrés y Fuente, 1993; Andrés, Fuente y Gutiérrez, 1994). Además, hay que señalar que en la medida de la rentabilidad financiera confluyen dos variables importantes: la rentabilidad sobre activos y el riesgo de la entidad (Cuervo, 1996: 93). Con todo, consideramos que la rentabilidad financiera es una variable idónea para valorar las consecuencias que se derivan de los procesos de fusión.

Antes de abordar el estudio de la rentabilidad obtenida por las cajas de ahorro fusionadas, tanto de forma agregada como a nivel individual, hemos representado gráficamente el diagrama de caja asociado a la distribución de valores de rentabilidad financiera en cada uno de los años que componen el periodo de análisis. Esta representación nos proporciona una idea de la evolución descrita por este indicador en el conjunto de la población a lo largo del periodo de estudio y, por tanto, nos sirve como marco de referencia sobre el que situar los resultados de los análisis posteriores. En el siguiente paso tratamos de examinar si entre las entidades fusionadas y no fusionadas existen diferencias significativas en cuanto a los niveles de rentabilidad obtenidos. Los test de diferencias de medias y varianzas nos servirán para este propósito. El análisis de la evolución que describe la rentabilidad financiera de cada una de las entidades fusionadas nos permitirá completar el estudio. La posición relativa que, en términos de rentabilidad, le corresponde a cada entidad fusionada en el conjunto de la población constituye la base sobre la que se analiza la evolución individual de los resultados de las cajas de ahorro fusionadas.

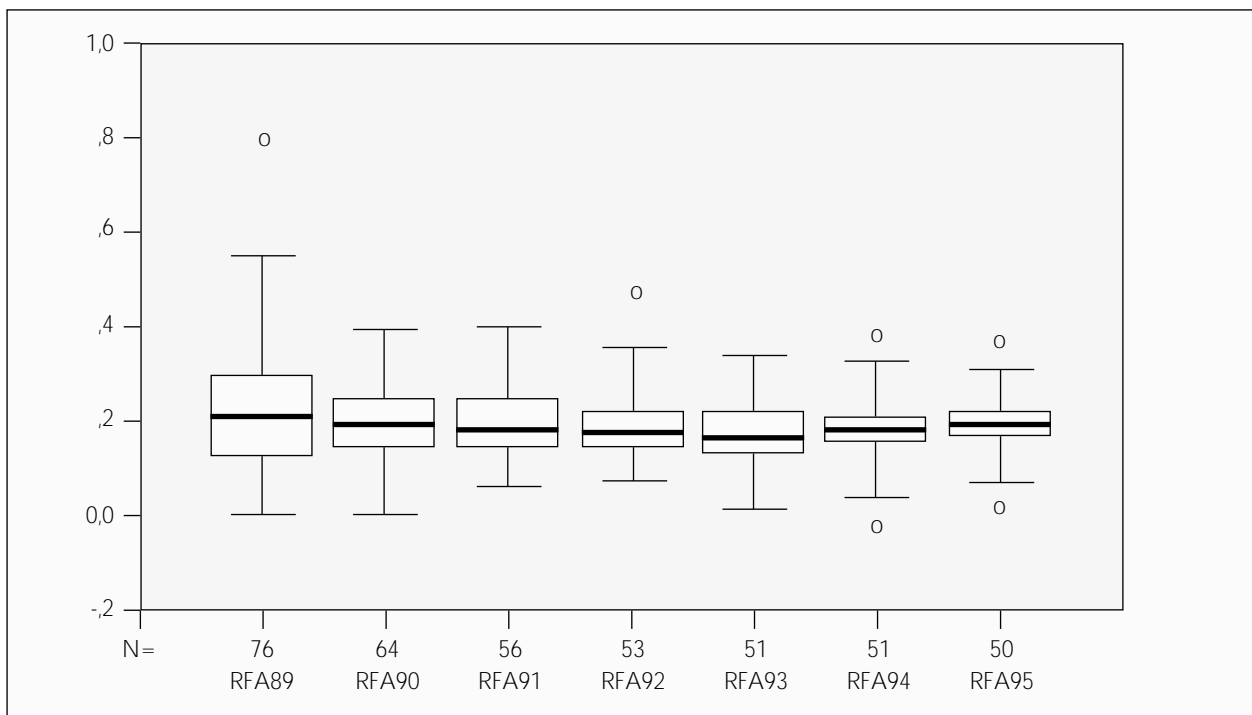
Un diagrama de caja se define como un método de representación de la distribución de valores asociados a una variable (Hair, Anderson, Tatham y Black, 1995: 33, 40). La construcción del diagrama admite distintas variaciones. En concreto hemos optado por dibujarla de forma que quede delimitada por el valor de los percentiles 25 y 75 y cortada por el valor de la mediana<sup>2</sup>. En la representación, el eje de abscisas recoge las distintas variables utilizadas, en nuestro caso, recoge la distribución de valores de la variable analizada para cada uno de los años considerados<sup>3</sup> y el eje de ordenadas recoge los valores de la variable, valores que constituyen el soporte a los percentiles asociados a la distribución. Los símbolos que aparecen fuera de la caja y de los valores extremos se corresponden con aquellas observaciones, en nuestro caso entidades, que toman valores muy alejados de los centrales. En concreto, los que aparecen con un asterisco son los que superan en más de 1.5 veces los valores extremos de la caja y los que aparecen con un círculo superan los límites de la caja en más de tres veces.

Los diagramas de caja relativos a la rentabilidad financiera en cada uno de los años del periodo de análisis son los que aparecen a continuación:

<sup>1</sup> La rentabilidad financiera se calcula como el cociente de la cifra de beneficio respecto a la cifra de recursos propios. Para este cálculo la cifra de beneficio utilizada es la que aparece en los estados financieros como «Excedente neto en Pérdidas y Ganancias». Por lo que respecta a los recursos propios, éstos recogen, tanto antes de la fusión como en los periodos posteriores, las siguientes partidas: capital, reservas y financiación subordinada.

<sup>2</sup> Esta construcción del diagrama de caja implica que éste recoge el 50% de los datos de la distribución de la variable considerada.

<sup>3</sup> En dicho eje «N» alude al número de observaciones —número de entidades— disponibles respecto a la variable analizada que aparece debajo y que se refiere, en este caso, a la rentabilidad financiera de las entidades en los distintos momentos temporales considerados.



CUADRO 1: DIAGRAMAS DE CAJA RELATIVOS A LA VARIABLE «RENTABILIDAD FINANCIERA» EN EL PERIODO 1989-1995.

Como se puede observar conforme avanzamos en el periodo de análisis los valores del percentil 25, 75 y de la mediana están cada vez más próximos, lo que refleja una reducción progresiva en la dispersión de la variable analizada. Así, podemos señalar como rasgo más destacado que las entidades que se integran en la población de cajas de ahorro alcanzan niveles de rentabilidad cada vez más similares y centrados alrededor de la mediana. El proceso de concentración que experimenta la población de cajas de ahorro, como consecuencia de las fusiones que estamos analizando, constituye una razón, entre otras muchas, que permite justificar esta tendencia de uniformidad en los resultados de las entidades analizadas. En la representación gráfica se constata, además, que los valores de la rentabilidad financiera en la población describen una tendencia ligeramente decreciente, sobre todo hasta 1993.

Con estos resultados como punto de referencia pasamos al análisis comparativo de la rentabilidad financiera obtenida en el grupo de entidades fusionadas<sup>4</sup> respecto al de no fusionadas. Teniendo en cuenta que las posibles diferencias entre el grupo de

entidades fusionadas y no fusionadas no tienen por qué ser fijas, ya que a medida que se consolida el proceso de fusión éstas pueden acentuarse o diluirse, el análisis comparativo se realizará de forma separada para cada uno de los años en los que conviven entidades de ambos tipos. Como ya señalábamos anteriormente el test-t de diferencia de medias y el test de Levene de diferencia de varianzas<sup>5</sup>, cuyos resultados recogemos en la siguiente tabla, nos sirven para realizar el análisis comparativo planteado.

Los resultados del test de Levene indican que, prácticamente en todos los años considerados, la varianza del grupo de entidades fusionadas no difiere de forma significativa de la varianza del grupo de las no fusionadas, salvo en el año 1992. No obstante, en los años 1991 y 1993 la diferencia de varianzas se encuentra en la zona intermedia de aceptación, de forma que si reducimos la confianza al 90% podríamos aceptar que esa diferencia es significativa. Se puede colegir entonces que la dispersión de los valores de la rentabilidad financiera para las cajas de ahorro fusionadas y no fusionadas es similar.

<sup>4</sup> El grupo de entidades fusionadas se compone de aquéllas que nacen o se transforman, durante el periodo de estudio, como resultado de un proceso de fusión. Estas entidades son: en 1990, Bilbao Bizkaia Kutxa, Caja España, Caja Vital, Caja Huelva y Sevilla, Caja de Extremadura, Caja de Pensiones de Barcelona, Caja Guipúzcoa y San Sebastián; en 1991, las anteriores más Caja Alicante y Valencia, Unicaja, Caja Salamanca y Soria y Caja Valencia M.; en 1992, las anteriores, excepto Caja Alicante y Valencia, más Caja de Castilla la Mancha y Caja del Mediterráneo; en 1993, y sucesivos, las del año anterior más Caja de San Fernando de Sevilla y Jerez.

<sup>5</sup> El test-t de diferencia de medias exige previamente la realización de un test de diferencia de varianzas, ya que dependiendo de si las varianzas de los grupos analizados se pueden considerar o no iguales, el test de medias cambia. La diferencia estriba en que en el caso de aceptar la hipótesis de igualdad de varianzas el test no se construye con los datos de la varianza de cada grupo, sino con un estimador de la varianza conjunta. Tanto en el test de Levene como en el test-t de diferencia de medias se contrasta la hipótesis nula de igualdad entre los grupos considerados. Respecto a la contrastación de igualdad de medias y varianzas véase, entre otros, Ruiz-Maya y Martín Pliego (1995, capítulo 11).

	T. LEVENE (valor p)		T. MEDIAS (valor p)	
1990	F = 0.015 (0.904) > 0.05	Varianza igual	T = 2.06 (0.044) < 0.05	Medias distintas
1991	F = 3.185 (0.080) > 0.05	Varianza igual	T = 2.79 (0.007) < 0.05	Medias distintas
1992	F = 5.279 (0.026) < 0.05	Varianza distinta	T = 4.56 (0.000) < 0.05	Medias distintas
1993	F = 3.096 (0.085) > 0.05	Varianza igual	T = 2.96 (0.005) < 0.05	Medias distintas
1994	F = 0.306 (0.583) > 0.05	Varianza igual	T = 2.84 (0.007) < 0.05	Medias distintas
1995	F = 1.044 (0.312) > 0.05	Varianza igual	T = 1.95 (0.057) > 0.05	Medias iguales

TABLA I: RESULTADOS DEL TEST DE DIFERENCIAS DE VARIANZAS Y MEDIAS A UN NIVEL DE CONFIANZA DEL 95%.

Con respecto al test-t de medias los resultados nos indican que, en todos los años analizados, la rentabilidad financiera media de las cajas de ahorro fusionadas difiere de forma significativa de la representativa de las no fusionadas<sup>6</sup>. Esta diferencia se reduce en el año 1995, aunque a un nivel de confianza del 90% sigue siendo relevante. Se pone así de manifiesto que las decisiones de fusión han marcado diferencias en los resultados de las cajas de ahorro afectadas.

El estudio individualizado de la evolución que describen los resultados de las entidades fusionadas cierra el análisis del impacto de los procesos de fusión en términos de rentabilidad. Con este propósito vamos a analizar la evolución de la rentabilidad financiera experimentada por cada entidad fusionada, pero no en valor absoluto, sino en términos del percentil que le corresponde al valor de la rentabilidad financiera respecto a los valores alcanzados por el resto de entidades de la población. De esta manera eliminamos del análisis posibles sesgos derivados de alteraciones en la situación general en la que actúan las cajas de ahorro, y que las afecta a todas ellas por igual<sup>7</sup>. Por tanto, nos centramos ahora en la evolución que experimenta la posición que ocupa cada una de las cajas de ahorro analizadas<sup>8</sup> tras la decisión de fusión, cuyos datos se recogen en la tabla II<sup>9</sup>:

A la vista de estos resultados, se comprueba que la posición ocupada por las cajas de ahorro fusionadas desciende en los periodos inmediatamente posteriores al proceso de fusión. Lo más frecuente ha sido un descenso en el lugar ocupado en el año siguiente, aunque en el caso de Caja Extremadura y Caja Salamanca y Soria dicho descenso se produjo al final del segundo periodo. Transcurrida esa fase inicial, común a todos los procesos de fusión analizados, la evolución en las posiciones no sigue una senda uniforme sino desigual en las distintas entidades.

Acerca de la evolución de los resultados a medio plazo, en ocasiones —Caja Salamanca y Soria, Bilbao Bizkaia Kutxa y Caja Guipúzcoa y San Sebastián— podemos identificar una recuperación en la que los resultados al final del periodo de estudio, alcanzan, con oscilaciones, las posiciones ocupadas antes del proceso de fusión y, además, superan la posición de la media de las entidades fusionadas. Destaca aquí la evolución seguida por Caja Huelva y Sevilla, que alcanza posiciones muy superiores a las ocupadas por las entidades preexistentes y que en el último año, supera, incluso, la posición de la rentabilidad media de las no fusionadas.

<sup>6</sup> En los periodos 1991 y 1993, en los que el test de Levene se situaba en la zona intermedia de aceptación, los test de diferencia de medias, tanto si aceptamos varianzas iguales como distintas, llegan a la misma conclusión: que la rentabilidad media de ambos grupos difiere de forma significativa.

<sup>7</sup> Así, aquellas variaciones de resultados derivadas, por ejemplo, de periodos de depresión o crecimiento económico del entorno circundante quedan eliminadas del análisis.

<sup>8</sup> En este análisis se han desestimado aquellas fusiones que han afectado a dos entidades con gran diferencia de tamaño, ya que éstas se asemejan más a un proceso de absorción que a uno de fusión. Este es el caso de la desaparición de Caja Segorbe, Caja Ceuta, Caja Torrent, Caja Provincial de Granada y Caja Sagunto, entidades que no han alcanzado el 10% del tamaño de las cajas de ahorro en las que se fusionaron. Bancaja se excluye porque la coincidencia de las diversas transformaciones experimentadas por la entidad hace muy difícil aislar el efecto de cada una de ellas. Por último, desestimamos también la fusión que dio origen en 1993 a la Caja San Fernando de Sevilla y Jerez, dado el escaso periodo del que se dispone para evaluar los efectos.

<sup>9</sup> Los datos relativos a la rentabilidad financiera de las entidades fusionadas en cada uno de los años que componen el periodo de estudio, así como el valor medio de la rentabilidad para el conjunto de la población se encuentran en el apéndice.

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
C. Huelva y Sevilla	36.57	22.5	7.5	22.5	42.5	47.5	77.5
C. Salamanca y Soria		44.8	52.5	15	23	40	51
Bilbao Bizkaia Kutxa	33.70	17.5	17.5	32.5	37.5	32.5	36
C. Guipúzcoa y SSebastián	19.38	5	20	35	42.5	30	30
C. Vital	24.65	11	27.5	27.5	32	24	22.5
C. Extremadura	92.55	98	85	67.5	79	82.5	87.5
Unicaja		60.43	15	15	24	12.5	17.5
C. España	38.3	17.5	12.5	10	10	2.5	0
C. Castilla la Mancha			42.16	7.5	17.5	12.5	0
C. Pensiones de Barcelona	32.5	10	12.5	22	24	12.5	8
(Media fusionadas) <sup>10</sup> Posición		(0.135) 22.5	(0.149) 30	(0.136) 24	(0.141) 26	(0.141) 22.5	(0.146) 26
(Media no fusionadas) Posición	(0.227) 50	(0.206) 52.5	(0.217) 60	(0.209) 64	(0.187) 60	(0.198) 60	(0.207) 55

TABLA II: POSICION DE LAS ENTIDADES FUSIONADAS EN EL PERIODO PRECEDENTE<sup>11</sup> Y EN LOS POSTERIORES A LA FUSION.

Otras veces la entidad resultante se recupera del descenso inicial pero no llega a alcanzar la posición teórica ocupada por las entidades que la constituirían. Caja Vital y Caja de Extremadura son ejemplos de esta evolución, aunque en esta última hay que resaltar que en todo momento se mantiene en excelentes posiciones, por encima incluso de la rentabilidad media de las entidades no fusionadas. Unicaja, además de situarse por debajo de la media de las fusionadas, se recupera con altibajos del descenso inicial pero dista mucho de alcanzar la posición lograda justo antes de la fusión. En los casos de Caja España y Caja Castilla la Mancha no podemos afirmar que se haya producido ni siquiera una leve recuperación del descenso inicial, ya que la evolución muestra una disminución continuada en las posiciones ocupadas. Para terminar, y por lo que respecta a la Caja de Pensiones de Barcelona, sólo podemos apuntar que las oscilaciones y las posiciones inferiores a la media de su grupo son la nota más característica.

A la vista de los resultados individuales se pone de manifiesto que es en los períodos que, de forma inmediata, siguen a la decisión de fusión en los que más se resienten los resultados organizativos, presumiblemente debido a las perturbaciones que

provoca la puesta en práctica de dicha decisión. A medio plazo se constata que los resultados organizativos retoman de nuevo su pulso y tan sólo siguen descendiendo si la decisión de fusión ha sido poco afortunada o se ha llevado a cabo de forma inadecuada. Por tanto, cabe concluir que las fusiones alteran de forma significativa la vida de las entidades afectadas, lo que impide evaluar sus efectos a corto plazo y obliga a esperar al medio plazo para poder observar sus verdaderas consecuencias y, en definitiva, calificarlas de adecuadas o desafortunadas. Estos resultados nos permiten, además, aclarar el origen de las diferencias de rentabilidad encontradas entre el grupo de entidades fusionadas y el de no fusionadas. Así, podemos afirmar que la diferencia de rentabilidad media entre las entidades fusionadas y no fusionadas se debe en los primeros momentos al descenso de resultados que experimentan, con carácter general, todas las cajas fusionadas y posteriormente a la situación desfavorable de aquellas entidades en las que la decisión de fusión se revela como inadecuada, a juzgar por los descensos que experimentan en su posición dentro del conjunto de la población.

Antes de terminar el estudio de los efectos de las fusiones en términos de rentabilidad consideramos

<sup>10</sup> En esta tabla el primer periodo en el que aparecen los valores es el que se produce la fusión, el siguiente es el primero de la entidad fusionada y así sucesivamente. La posición relativa a la media de —entidades— fusionadas y a la media de —entidades— no fusionadas se refiere a la posición teórica, es decir al percentil, que, en el conjunto de la población, le corresponde a la rentabilidad media de cada uno de los grupos.

<sup>11</sup> Siguiendo a Apellaniz, Serrano y Apellaniz (1995: 853), la posición de la rentabilidad financiera de una entidad en el periodo previo a la fusión se calcula a partir de una media de los datos de la posición ocupada por las entidades que la constituyen, ponderada por el tamaño de cada una de ellas.

de interés compararlos con la evidencia empírica disponible hasta el momento. Las consecuencias extraídas no difieren significativamente de aquellas obtenidas en trabajos previos, que detectan diferencias entre la rentabilidad asociada a las entidades fusionadas y a las no fusionadas, que son desfavorables para las primeras y que, además, se minoran con el paso del tiempo (Apellaniz, Serrano y Apellaniz, 1995; Plaza, 1993). Además, el análisis realizado completa la evidencia empírica acerca de los resultados de las fusiones al discriminar entre efectos a corto y largo plazo, e identificar algunos de los factores que subyacen en la diferencia de rentabilidad existente entre las cajas de ahorro fusionadas y las ajenas a los procesos de fusión. Asimismo, los resultados aquí obtenidos coinciden con investigaciones anteriores al señalar que no todos los procesos de fusión garantizan el éxito, ya que sólo algunos resultan beneficiosos para las entidades implicadas (Azofra y Fuente, 1989).

## II. El comportamiento de las entidades fusionadas

Como ya se anticipaba al comienzo del trabajo, tras el análisis de los resultados alcanzados por las entidades fusionadas pasamos, en lo que sigue, a abordar el estudio de su comportamiento. El propósito de este análisis no es otro que evaluar hasta qué punto las fusiones han estado asociadas a procesos de reestructuración interna. Además, este estudio nos va a proporcionar la base sobre la que examinar si existe alguna vinculación entre los resultados de las entidades fusionadas y su comportamiento. Tal y como se adelantaba en la introducción, el carácter más o menos innovador del comportamiento de las cajas de ahorro, en tanto que instituciones financieras, nos sirve como soporte para este análisis. Así, para el análisis del comportamiento de las entidades fusionadas nos vamos a centrar únicamente en el peso que representan las operaciones financieras innovadoras respecto a aquellas más tradicionales y típicas del negocio practicado por las cajas de ahorro. La caracterización de las operaciones financieras tradicionales es relativamente sencilla puesto que alude a las operaciones relacionadas con la captación de recursos a través de depósitos y su colocación posterior a través de la concesión de créditos. Por lo que respecta a las operaciones más innovadoras su identificación es más problemática puesto que engloba

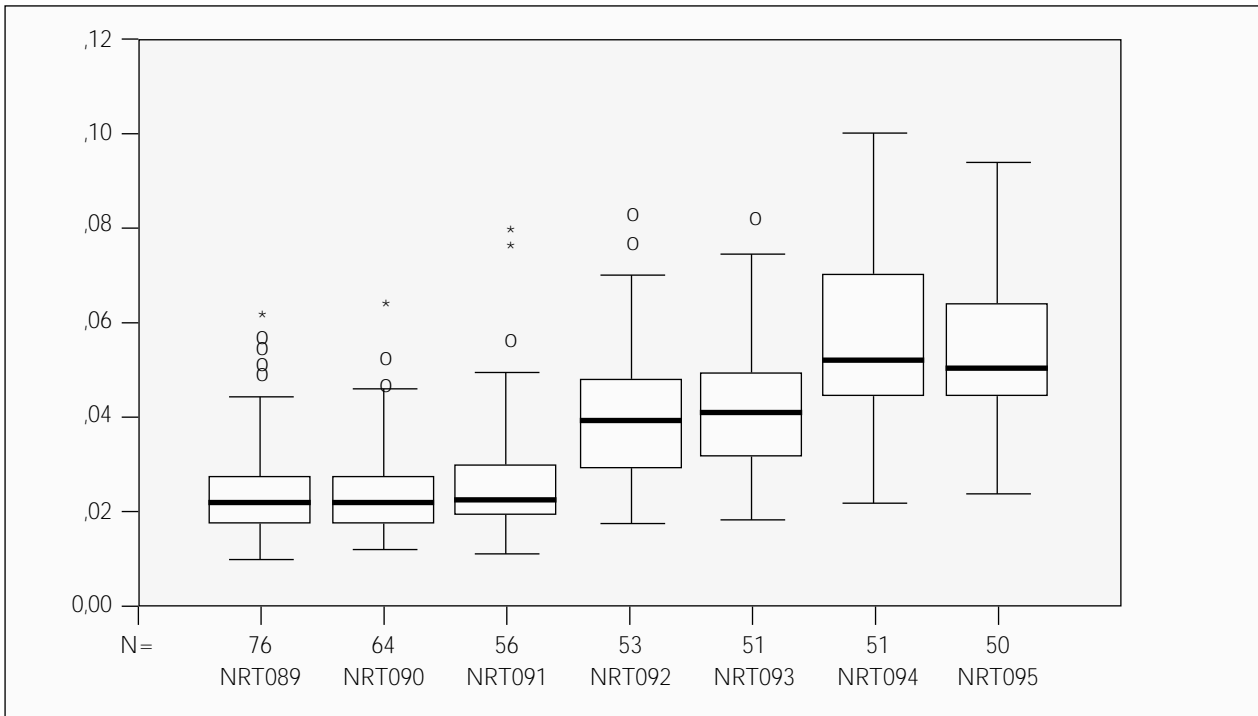
operaciones de mediación financiera, difíciles de identificar en el balance. Estas operaciones tienen una presencia cada vez mayor en la población de cajas de ahorro como fruto del proceso de desintermediación e innovación financiera que desde hace varios años vive el sistema bancario y que provoca un desplazamiento de fondos de inversión y una mayor titulización de activos (Maroto, 1993: 233). Además, el carácter innovador del comportamiento financiero de las cajas de ahorro pasa también por una nueva concepción del negocio bancario que compensa la pérdida del diferencial entre los tipos de interés de operaciones activas y pasivas con la prestación de un abanico más amplio de servicios bancarios que se ven remunerados vía comisiones. Con todo, la representación del comportamiento financiero de las cajas de ahorro y sobre todo su tendencia más o menos innovadora se apoya en dos variables: una relativa al peso que las operaciones de mediación financiera de las entidades —recogidas en las cuentas de orden— suponen respecto al conjunto del balance (OMF) y otra referida al peso que los rendimientos de carácter más innovador —comisiones derivadas de nuevos servicios bancarios— representan con respecto a los productos financieros tradicionales de las entidades —los intereses derivados de operaciones tradicionales— (nuevos rendimientos: NRTO<sup>12</sup>).

La metodología empleada reproduce aquella utilizada en la sección anterior. Así, comenzaremos con la representación gráfica de los diagramas de caja relativos a las variables que acabamos de comentar, para pasar después a realizar los tests de diferencia de medias y varianzas entre el grupo de entidades fusionadas y no fusionadas. Al igual que en el caso de la rentabilidad el estudio individualizado del comportamiento de las entidades fusionadas completa el análisis. Los diagramas de caja relativos a cada una de las variables propuestas a lo largo del periodo de estudio son los que se recogen en el Cuadro 2.

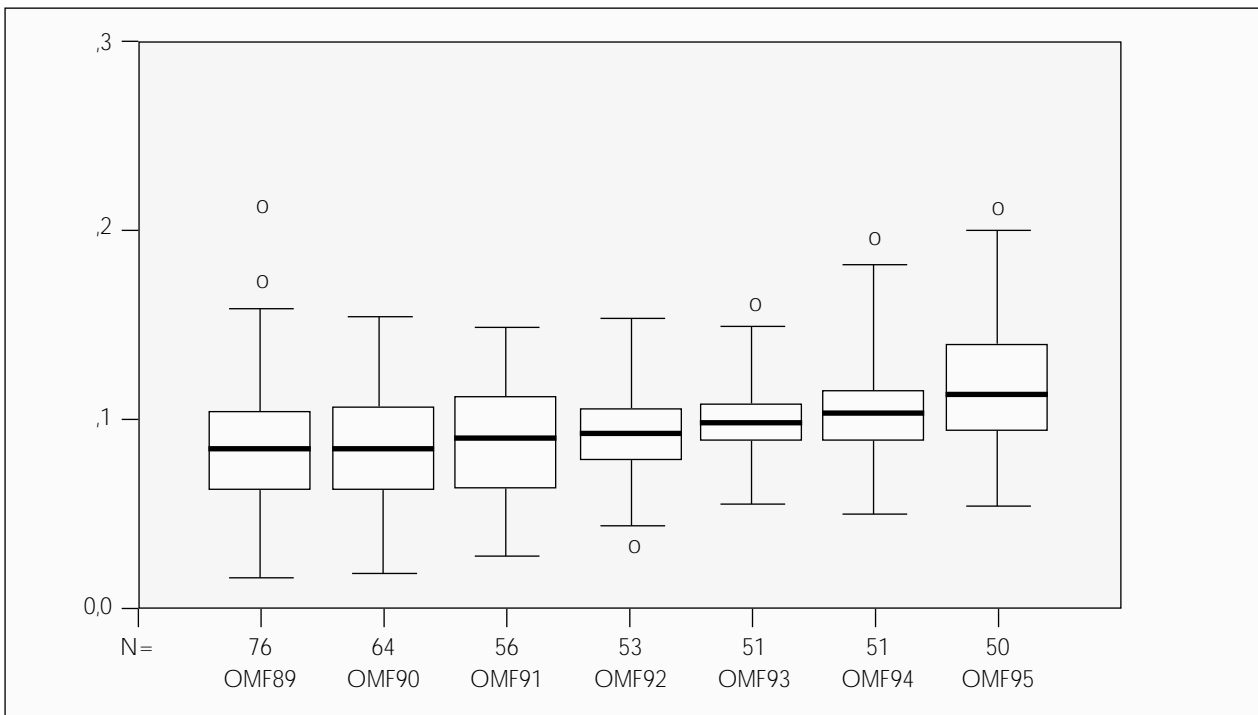
De la observación de estos diagramas cabe destacar la tendencia creciente que marca la evolución de la variable «nuevos rendimientos» que, además, incrementa progresivamente su dispersión. En concreto, la mediana, que comenzó con un valor de 0.022 llega hasta 0.053, siendo a partir del año 1992 cuando la tendencia creciente es más acusada. En cuanto a la dispersión de la variable podemos apuntar que mientras en el año 1989 el rango que delimita el percentil 25 y 75 abarca 0.012 puntos, este rango se amplía un 83% y llega a 0.022 puntos<sup>13</sup> en 1995.

<sup>12</sup> Así, la variable OMF se construye como el cociente del volumen de las cuentas de orden (avales y garantías, créditos documentarios, disponibles por terceros en cuentas de crédito y efectos redescontados) entre el activo total. La variable NRTO resulta de relacionar la cifra de comisiones —de la cuenta de pérdidas y ganancias— con respecto al valor agregado de intereses y rendimientos de renta variable.

<sup>13</sup> En 1989 los percentiles 25 y 75 alcanzan los valores de 0.017 y 0.029 respectivamente, mientras que en 1995 esos valores son 0.044 y 0.066 en cada caso. Así, la amplitud de la caja de 1989 a 1995 pasa de 0.012 puntos hasta 0.022, es decir se incrementa en un 83%.



CUADRO 2: DIAGRAMAS DE CAJA DE LA VARIABLE NRTO EN EL PERIODO 1989-1995.



CUADRO 3: DIAGRAMAS DE CAJA DE LA VARIABLE OMF EN EL PERIODO 1989-1995.

En el caso de la variable relativa a las operaciones de mediación financiera también cabe hablar de una tendencia creciente y un crecimiento, aunque menos acusado, en la dispersión de la variable.

Aquí, la mediana pasa de 0.087 en 1989 a un valor de 0.117 en el año 1995. Con respecto a la dispersión el rango que delimitan los percentiles<sup>14</sup> 25 y 75 pasa de 0.043 en 1989 hasta 0.052 en 1995,

<sup>14</sup> En este caso los valores del percentil 25 y 75 son de 0.066 y 0.109 en 1989 y de 0.090 y 0.142 en 1995.



		TEST LEVENE		TEST-T MEDIAS	
1990	NRTO	F = 0.085 0.771 > 0.05	Varianzas iguales	T = - 0.01 0.988 > 0.05	Medias iguales
	OMF	F = 1.696 0.198 > 0.05	Varianzas iguales	T = - 0.25 0.804 > 0.05	Medias iguales
1991	NRTO	F = 0.529 0.470 > 0.05	Varianzas iguales	T = - 0.21 0.833 > 0.05	Medias iguales
	OMF	F = 3.147 0.082 > 0.05	Varianzas iguales	T = -0.30 0.763 > 0.05	Medias iguales
1992	NRTO	F = 0.012 0.915 > 0.05	Varianzas iguales	T = 0.72 0.472 > 0.05	Medias iguales
	OMF	F = 6.204 0.016 < 0.05	Varianza distinta	T = -0.27 0.787 > 0.05	Medias iguales
1993	NRTO	F = 1.333 0.254 > 0.05	Varianzas iguales	T = 0.75 0.458 > 0.05	Medias iguales
	OMF	F = 1.862 0.179 > 0.05	Varianzas iguales	T = -0.52 0.608 > 0.05	Medias iguales
1994	NRTO	F = 2.392 0.128 > 0.05	Varianzas iguales	T = 0.31 0.757 > 0.05	Medias iguales
	OMF	F = 1.636 0.207 > 0.05	Varianzas iguales	T = -1.37 0.176 > 0.05	Medias iguales
1995	NRTO	F = 0.636 0.429 > 0.05	Varianzas iguales	T = 1.22 0.229 > 0.05	Medias iguales
	OMF	F = 1.239 0.271 > 0.05	Varianzas iguales	T = - 0.03 0.980 > 0.05	Medias iguales

TABLA III: RESULTADOS DEL TEST DE DIFERENCIA DE VARIANZAS Y MEDIAS A UN NIVEL DE CONFIANZA DEL 95%.

lo que supone un incremento de un 20%, que resulta sensiblemente inferior al incremento de dispersión detectado en la variable NRTO.

En suma, la evolución del comportamiento financiero de las entidades fusionadas debe entenderse en el marco que proporcionan estos resultados que reflejan la incidencia creciente del fenómeno de la desintermediación e innovación financiera en las actividades de las cajas de ahorro.

Los resultados de los test de diferencia de medias y varianzas, que recogemos a continuación, nos sirven de base para el análisis comparativo entre el comportamiento que muestra el grupo de entidades fusionadas respecto a las no fusionadas.

Los resultados obtenidos en los test efectuados indican que en ningún caso y en ninguna de las dos variables consideradas existen diferencias significativas, ni en la media ni en la varianza, entre las entidades fusionadas y no fusionadas. Cabe concluir, por tanto, que, con carácter de generalidad, las decisiones de fusión no imprimen diver-

gencias significativas en el comportamiento financiero de las entidades afectadas. Con estos resultados como punto de partida y con el propósito de detectar si de forma individual existen diferencias en la tendencia innovadora del comportamiento mostrado por alguna de las entidades tras el proceso de fusión, pasamos a analizar el comportamiento descrito por cada una de las entidades fusionadas. En este caso, y a semejanza del análisis individualizado de la rentabilidad, vamos a utilizar la posición relativa —percentil— que le corresponde al valor que toman las variables que venimos utilizando —OMF y NRTO—. De esta manera, aquellas entidades a las que les corresponden percentiles superiores al 50 las podemos calificar como las más innovadoras de la población. Asimismo, la evolución de los percentiles asociados a las dos variables consideradas, en cada una de las entidades analizadas, nos da una idea de la evolución de la entidad fusionada en cuanto a la orientación innovadora de sus actividades. Los datos relativos a la posición de dichas

		1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Bilbao Bizkaia Kutxa	NRTO	65.5	70	55	25	19	15	15
	OMF	66.2	72.5	45	40	72.5	71	84
C. Huelva y Sevilla	NRTO	88.9	90	92.5	92.5	95	82.5	81
	OMF	61.7	62.5	75	67.5	85	89	57.5
C. Vital	NRTO	73.0	77.5	75	89	90	94	70
	OMF	38.2	55	42.5	29	67.5	52.5	69
C. España	NRTO	24.3	20	25	10	9	40	14
	OMF	55.3	86	84	45	70	92.5	39
C. Extremadura	NRTO	40.8	20	6	4	4	3	3
	OMF	20.4	24	6	35	35	52.5	15
C. Pensiones de Barcelona	NRTO	60.2	65	77.5	70	80	89	94
	OMF	43.0	44	80	74	80	79	91
Guipuzkoa y S. Sebastián	NRTO	11.5	12.5	15	45	30	75	45
	OMF	11.6	22.5	29	22.5	10	35	14
Unicaja	NRTO		31.1	12.5	40	29	42.5	47.5
	OMF		71.37	50	7	40	45	73
C. Salamanca y Soria	NRTO		21.2	20	10	15	10	7.5
	OMF		44.58	44	57.5	54	65	55
C. Castilla La Mancha	NRTO			34.6	45	29	15	17.5
	OMF			39.6	44	45	40	24

TABLA IV: POSICION DE LAS VARIABLES OMF Y NRTO EN CADA ENTIDAD FUSIONADA Y EN CADA PERIODO.

variables por entidad<sup>15</sup> y en cada periodo<sup>16</sup> son los que presentamos a continuación<sup>17</sup>:

Acerca de la evolución que describe la variable representativa del peso de los nuevos rendimientos encontramos que mientras unas entidades describen una trayectoria descendente —Caja Castilla la Mancha, Bilbao Bizkaia Kutxa, Caja Extremadura y Caja Salamanca y Soria— en otros casos, sin embargo, la evolución marca una tendencia creciente —Caja Guipúzcoa y San Sebastián, Unicaja y Caja Pensiones—, aunque las oscilaciones marcan la tónica general. En conjunto se puede colegir que, en términos generales, las fusiones no han marcado el carácter más o menos tradicional de los rendimientos obtenidos por las entidades. Por lo que

respecta a las operaciones de mediación financiera los resultados indican que las oscilaciones, la mayoría de las veces con trayectoria creciente, marcan la evolución. Con todo, podemos concluir que los procesos de fusión han coincidido con una ligera tendencia innovadora en las operaciones de las entidades, siguiendo así la evolución del conjunto de la población.

Si analizamos conjuntamente la evolución descrita por las variables NRTO y OMF en cada una de las entidades fusionadas, nos encontramos con que de todas las entidades analizadas tan sólo dos acentúan de forma notable el carácter innovador de su comportamiento: Caja Vital y Caja de Pensiones de Barcelona, situándose ambas en posiciones superiores

<sup>15</sup> Las entidades aquí analizadas, del conjunto de las fusionadas, son las mismas que considerábamos en el estudio individualizado de los resultados por las mismas razones allí apuntadas.

<sup>16</sup> Los datos se refieren al periodo anterior a la fusión y los periodos siguientes a la misma. Así, en el caso de las siete primeras entidades que se recogen en la tabla la fusión se produjo en el ejercicio 1989, en el caso de Unicaja y Caja Salamanca y Soria la fusión se produjo en 1990 y en 1991 tuvo lugar la fusión que dio lugar a Caja Castilla la Mancha.

<sup>17</sup> En el apéndice se recogen los datos relativos a las variables OMF y NRTO para las distintas entidades fusionadas en cada uno de los años del periodo de análisis, así como el valor medio de esas variables para el conjunto de la población de cajas de ahorro.

a la mediana. El caso de Unicaja también puede encuadrarse entre aquellas que avanzan en la conquista de posiciones innovadoras, aunque no de forma tan clara como en los dos casos anteriores.

En la misma línea, pero con dirección opuesta, cabe destacar el caso de Caja Castilla la Mancha que tras la fusión retrocede hacia comportamientos tradicionales, sobre todo en cuanto al origen de sus rendimientos, lo que la lleva a situarse en posiciones muy bajas con respecto al resto de la población. En este mismo sentido debemos apuntar que la senda descendente que describe la variable NRTO en el caso de Caja España y Caja Extremadura nos permite encuadrarlas entre las que muestran un comportamiento más tradicional tras la fusión. Caja Huelva y Sevilla también experimenta un ligero retroceso en su posición innovadora aunque se mantiene por encima de la mediana que marca el conjunto de la población.

En cuanto al resto de las entidades y de forma general cabe hablar de un avance moderado en la conquista de posiciones innovadoras ya que el incremento en la posición relativa de alguna de las dos variables consideradas se combina con un descenso en la posición relativa de la otra variable. El caso de Bilbao Bizkaia Kutxa, Caja Guipúzcoa y San Sebastián y Caja Salamanca y Soria sirven como ejemplo.

En conjunto, y a la vista de los resultados recogidos hasta ahora, no podemos señalar con carácter de generalidad que los procesos de fusión hayan venido asociados a cambios drásticos en el carácter innovador del comportamiento de las entidades afectadas. El retroceso más o menos acentuado hacia posiciones tradicionales combinado con el avance moderado hacia comportamientos innovadores parece la tónica dominante. Podemos colegir entonces que, en términos generales, los procesos de fusión que han tenido lugar en la población de cajas de ahorro en los últimos años no han venido a justificar reestructuraciones internas en cuanto a la orientación más o menos innovadora del comportamiento financiero de las entidades. Se rechaza así la hipótesis planteada al comienzo del trabajo que aludía a la legitimación de cambios internos como motivación de los procesos de fusión.

### III. Comportamiento y resultados de las entidades fusionadas

Para cerrar el estudio de los procesos de fusión y con objeto de completar el análisis de sus conse-

cuencias vamos a analizar conjuntamente la evolución descrita por el comportamiento de cada entidad fusionada y su rentabilidad. Apoyándonos en los resultados que proporcionan los apartados anteriores agrupamos a las entidades en función de la orientación de su comportamiento para comprobar cuál es la evolución de su rentabilidad y, sobre todo, para verificar si pautas de comportamiento similares se corresponden con sendas paralelas en la evolución de los resultados. Veamos, a continuación, las distintas categorías establecidas, las entidades que se integran en cada una y la evolución que describen sus resultados:

- En la primera categoría recogemos aquellas entidades en las que tras la fusión se produce un retroceso hacia posiciones tradicionales y cuyo comportamiento se puede calificar también de tradicional ya que se sitúan en posiciones inferiores a la mediana. Como ya anticipábamos anteriormente tal es el caso de Caja España<sup>18</sup>, Caja Castilla la Mancha y Caja Extremadura. Estos casos coinciden, además, con las situaciones más extremas en cuanto a la evolución en la rentabilidad: de un lado, Caja España y Caja Castilla la Mancha son las entidades en las que su posición, por rentabilidad obtenida, cae estrepitosamente tras la fusión y, de otro, Caja Extremadura que, partiendo de posiciones altas en cuanto a rentabilidad, se recupera de forma insuficiente de las perturbaciones que provoca la fusión, aunque se mantiene en posiciones superiores a la mediana. Se puede concluir entonces que, salvo que se parta de un excelente dominio de las operaciones tradicionales, un retroceso significativo a posiciones marcadamente tradicionales es penalizado y castigado con descensos en los niveles de rentabilidad, con respecto a los niveles obtenidos por el resto de entidades de la población, que dificultan la recuperación de los trastornos que conlleva el proceso de fusión.
- La segunda categoría está integrada únicamente por Caja Huelva y Sevilla. Esta entidad, que en todo momento presenta una posición innovadora —superior a la mediana— tras el proceso de fusión continúa avanzando hacia comportamientos innovadores aunque con oscilaciones y con ligeros retrocesos. Al final del periodo de estudio sus posiciones resultan inferiores a las logradas en el momento precedente a la fusión. Este comportamiento ha venido asociado con un incremento espectacular en el nivel de rentabilidad financiera de la entidad respecto a los niveles

<sup>18</sup> La evolución de la posición que ocupa la variable OMF en Caja España constituye la excepción ya que aunque en 1995 la posición es inferior a la mediana, igual que en 1989, sin embargo entre ambos momentos temporales las posiciones superan ampliamente el percentil 50.

obtenidos por el resto de entidades, lo que la ha llevado a situarse en las posiciones más altas dentro de la población.

- Bilbao Bizkaia Kutxa, Caja Salamanca y Soria y Caja Guipúzcoa y San Sebastián integran la tercera categoría que recoge entidades que avanzan ligeramente hacia posiciones innovadoras, bien en el origen de sus rendimientos o en el peso relativo de las operaciones de mediación financiera. En estos tres casos la entidad se ha recuperado de las perturbaciones iniciales que se derivan del proceso de fusión, de forma que al final del periodo de estudio la posición que les corresponde por rentabilidad alcanza y supera la posición previa a la fusión.
- En la última categoría se agrupan las entidades en las que su comportamiento avanza significativamente hacia posiciones innovadoras: Unicaja, Caja Vital y C. Pensiones de Barcelona. Estos casos coinciden con caídas en rentabilidad y recuperaciones insuficientes de las perturbaciones derivadas de la fusión.

De todo esto, cabe concluir que cuando los procesos de fusión coinciden con cambios significativos en el carácter más o menos innovador del comportamiento de las entidades éstas encuentran serias dificultades para recuperarse de las alteraciones que supone el proceso de fusión, salvo que se cuente con una excelente posición de partida. Así, se comprueba que cuando la entidad fusionada experimenta un retroceso notable hacia comportamientos tradicionales o avanza a ritmo acelerado hacia posiciones innovadoras la posición de la rentabilidad describe una tendencia decreciente y las alteraciones asociadas a la fusión se superan con dificultad. De la misma forma, la recuperación de dichas alteraciones se dificultan, en mayor medida, cuando el comportamiento se despegaba del dominio tradicional de las cajas de ahorro, las operaciones financieras tradicionales. Podemos concluir entonces que la evolución de los resultados obtenidos por las cajas de ahorro fusionadas está estrechamente vinculada al carácter más o menos innovador del comportamiento. En suma, los resultados obtenidos indican que la recuperación de las perturbaciones asociadas a los procesos de fusión y la tendencia positiva en la evolución de la rentabilidad obtenida por las entidades fusionadas depende fundamentalmente de dos factores: de un lado, el grado de continuidad en cuanto al carácter más o menos innovador del comportamiento tras la fusión y, de otro, del apoyo en las operaciones financieras tradicionales que constituyen, desde siempre, el soporte básico del negocio practicado por las cajas de ahorro españolas.

#### IV. Conclusiones

Después de analizados los procesos de fusión acontecidos en la población de cajas de ahorro a comienzos de los noventa se constata que dichos procesos son decisiones arriesgadas que perturban la vida de las entidades y, por ende, los niveles de rentabilidad. El estudio realizado pone de manifiesto que las decisiones de fusión marcan los resultados de las entidades, tanto de forma individual como en el agregado. Así, se constata que los resultados organizativos se resienten en los periodos inmediatamente posteriores al proceso de fusión, presumiblemente debido a las alteraciones y los procesos de reestructuración interna que experimentan las entidades fusionadas. Conforme se supera ese periodo de perturbación inicial la entidad se recupera el pulso de los resultados organizativos y dependiendo de la idoneidad de la decisión de fusión y de su implantación, comienza un proceso de recuperación o, en su caso, de deterioro progresivo.

Los resultados que se recogen en el trabajo reflejan, además, que la evolución de los resultados en las entidades fusionadas viene directamente condicionada por la medida en que éstas se apoyan en las operaciones financieras tradicionales, características del negocio practicado por las cajas de ahorro. Así, en aquellos procesos de fusión en los que la entidad resultante combina la asimilación del fenómeno de la innovación financiera con operaciones financieras tradicionales los resultados describen una trayectoria creciente. Igualmente, los resultados indican que en aquellos casos en los que la decisión de fusión se acompaña de cambios significativos en la orientación tradicional o innovadora del comportamiento la recuperación de las alteraciones derivadas de la fusión se hace lenta y, en ocasiones, no llega a producirse. Cabe señalar entonces que el avance acelerado de una entidad hacia posiciones innovadoras, fuera del dominio tradicional de las cajas de ahorro, no es el marco más favorable para amortiguar los periodos de perturbación que conllevan los procesos de fusión. Por tanto, los resultados obtenidos en el trabajo corroboran el carácter tradicional del negocio practicado por las cajas de ahorro, que se revela así como el soporte básico para la recuperación de cualquier proceso de reestructuración interna de estas entidades.

En suma, la relevancia de las conclusiones que se alcanzan en este trabajo radica en que ponen de manifiesto la necesidad de adoptar una perspectiva de largo plazo en el estudio de las fusiones y reflejan la dependencia que existe entre la evolución de los resultados y la orientación innovadora del comportamiento de las cajas de ahorro.

BILBAO BIZKAIA	RFA90 0.1220687	RFA91 0.1393875	RFA92 0.1490966	RFA93 0.1491009	RFA94 0.1586524	RFA95 0.1725267
CAJA ESPAÑA	0.1216041	0.1275281	0.0945080	0.094964	0.0173821	0
VITAL	0.0773216	0.1477101	0.144817	0.1423771	0.1444736	0.1562521
HUELVA-SEVILLA	0.1378385	0.1165780	0.1398871	0.1539116	0.1847048	0.2401584
EXTREMADURA	0.3570053	0.3041079	0.2209987	0.2474067	0.2533559	0.2807984
PENSIONES	0.0766135	0.1273415	0.1264947	0.1256196	0.1019575	0.0986843
GUIPÚZCOA Y S.S.	0.0541339	0.1406487	0.1572776	0.1545552	0.1521268	0.1663834
UNICAJA		0.1319923	0.1209393	0.1239399	0.1292209	0.1416842
SALAMANCA-SORIA		0.1968646	0.1210590	0.1210600	0.1724073	0.2001990
CASTILLA-MANCHA			0.0891820	0.0989999	0.0988248	0
MEDIA	0.198	0.205	0.196	0.178	0.187	0.195
BILBAO BIZKAIA	OMF90 0.1116726	OMF91 0.0919119	OMF92 0.0875308	OMF93 0.114423	OMF94 0.1208795	OMF95 0.1496116
CAJA ESPAÑA	0.1255549	0.1240629	0.0929183	0.1077643	0.1677366	0.1030009
VITAL	0.0970656	0.0871593	0.079704	0.1148631	0.1088994	0.1344836
HUELVA-SEVILLA	0.1028544	0.1199419	0.1052559	0.1335242	0.1514899	0.1215049
EXTREMADURA	0.06453	0.0406052	0.0822154	0.0927482	0.1086307	0.0847481
PENSIONES	0.084419	0.120644	0.1117955	0.1217677	0.1331728	0.1574011
GUIPÚZCOA Y S.S.	0.0612785	0.0661659	0.0748812	0.0695569	0.0930512	0.0831464
UNICAJA		0.094705	0.111447	0.0954852	0.1070799	0.1232426
SALAMANCA-SORIA		0.088975	0.0964555	0.1020844	0.1159028	0.1210543
CASTILLA-MANCHA			0.0912153	0.0990098	0.1023764	0.0893824
MEDIA	0.09	0.091	0.092	0.101	0.108	0.116
MEDIANA	0.087	0.094	0.093	0.1	0.108	0.117
BILBAO BIZKAIA	NRTO90 0.1116726	NRTO91 0.0919119	NRTO92 0.0875308	NRTO93 0.114423	NRTO94 0.1208795	NRTO95 0.1496116
CAJA ESPAÑA	0.0165489	0.0191736	0.0241755	0.0258228	0.0495075	0.0383143
VITAL	0.0316173	0.0338935	0.0620241	0.0612245	0.0886258	0.0631939
HUELVA-SEVILLA	0.0426306	0.0506691	0.0652051	0.0765147	0.0763963	0.07134
EXTREMADURA	0.0164135	0.0132862	0.0183842	0.0171405	0.0236989	0.0249651
PENSIONES	0.0254535	0.0341884	0.0496388	0.0572358	0.0817246	0.0847778
GUIPÚZCOA Y S.S.	0.0141414	0.0179148	0.0380556	0.036375	0.071488	0.0509324
UNICAJA		0.0166956	0.0368788	0.0356835	0.0509903	0.052384
SALAMANCA-SORIA		0.0181174	0.0242388	0.0261668	0.0371866	0.0339237
CASTILLA-MANCHA			0.0381046	0.0356531	0.0379293	0.040396
MEDIA	0.025	0.028	0.042	0.044	0.057	0.055
MEDIANA	0.022	0.023	0.039	0.042	0.055	0.053

VALORES DE LAS VARIABLES RFA, OMF Y NRTO PARA CADA ENTIDAD FUSIONADA Y EN CADA PERIODO.

## V. Bibliografía

ANDRÉS, P. Y DE LA FUENTE, J.M. (1993): «Un intento de evaluación del comportamiento estratégico de las cajas de ahorro españolas en el periodo 1986-1991». *VII Congreso de Aeca*, pág. 557-580.

ANDRÉS, P., DE LA FUENTE, J.M. Y GUTIÉRREZ, J. (1994): «Propuesta de un método para la estimación del ratio de valoración. Una aplicación al caso de las cajas de ahorro españolas en 1987-1991». *Análisis Financiero*, 64, trimestre, pág. 90-105.

APELLANIZ, P., SERRANO, C. Y APELLANIZ, T. (1995): «El impacto de las fusiones en el sector de las cajas de ahorro españolas». *VII Congreso de Aeca*, Septiembre.

AZOFRA, V. (1994): «Estructura organizativa y resultados de las cajas de ahorro españolas». *Papeles de Economía Española*, 58, pág. 284-296.

AZOFRA, V. Y DE LA FUENTE, J.M. (1989): «La racionalidad económica de las fusiones bancarias: el caso de las cajas de ahorro castellano-leonesas». *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 4, pág. 163-191.

AZOFRA, V. FUENTE, J.M., GUTIÉRREZ, J. y HERNANGÓMEZ, J. (1992): «La estructura organizativa de las cajas de ahorro en España». *Cuadernos de Información Económica*, 67, pág. 79-84.

CARBÓ, S. y COELLO, J. (1997): «Las Cajas de Ahorro Españolas: 1977-1997». *Cuadernos de Información Económica*; 124-125, julio-agosto, pág. 101-118.

- CASTELLÓ, E. (1991): «La oferta de nuevos productos por las cajas de ahorros». *Papeles de Economía Española*, 47, pág. 121-123.
- C.E.C.A. (1989-1995): «Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros Confederadas». Madrid.
- CUERVO GARCÍA, A. (1996): «Introducción a la administración de empresas». Civitas, Madrid.
- DOMENECH, R., PÉREZ, F. Y QUESADA, J. (1993): «Especialización productiva y resultados de las cajas de ahorros españolas (1986-1991)». *Perspectivas del Sistema Financiero*, 43, pág. 83-101.
- ESPITIA, M., POLO, Y. y SALAS, V. (1991): «Grupos estratégicos y resultados en el sector bancario español». *Información Comercial Española*, 690, pág. 189-212.
- FERNÁNDEZ GAYOSO, J. (1995): «Cajas de ahorro y economía real. Vinculaciones y dependencias». *Papeles de Economía Española*, 65, pág. 146-159.
- FUENTE, J.M. de la, AZOFRA, V., HERNANGÓMEZ, J. GUTIÉRREZ, J. y ANDRÉS, P. (1995): «Análisis del comportamiento estratégico de las instituciones financieras españolas 1987-1991. Documentos de trabajo de Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, 117.
- FUENTEELSAZ, L. (1996): «Dinámica de la competencia entre cajas de ahorros españolas». *Investigaciones Económicas*, XX (1), enero, pág. 125-141.
- GARCÍA, T. y VALERO, F.J. (1996): «Las inversiones crediticias de bancos y cajas de ahorros: evolución reciente y perspectivas estratégicas». *Perspectivas del Sistema Financiero Español*, 54, pág. 7-30.
- GONZALEZ MOSQUERA, L.M. (1991): «Rentabilidad y aplicación de resultados de las Cajas de Ahorros». *Papeles de Economía Española*, 46, pág. 118-126.
- HAIR, J.F., ANDERSON, R.E., TATHAM, R.L. y BLACK W.C. (1995): «*Multivariate Data Analysis with Readings*». Prentice Hall International editions.
- HERNANGÓMEZ, J., AZOFRA, V., de la FUENTE, J.M. Y GUTIÉRREZ, J. (1992): «La estructura organizativa de las cajas de ahorro. Un análisis de la relación estrategia-comportamiento-resultados». *Fundación FIES*.
- MAROTO, J.A. (1993): «Un análisis comparado de las cuentas de resultados de bancos y cajas de ahorros en 1992». *Papeles de Economía Española*, 54, pág. 222-236.
- MAROTO, J.A. (1994): «El proceso de concentración de bancos y cajas de ahorros en España». *Papeles de Economía Española*, 58, p 88-104.
- MAROTO, J.A. (1995): «Las cajas de ahorros españolas: competitivas y rentables» *Cuadernos de Información Económica*, 103, pág. 39-49.
- NOVALES, A. (1993): «*Econometría*». McGraw-Hill. Madrid, 2ª Edición.
- OLIVER, M.D. (1996): «*El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española*». Ariel Economía, Barcelona.
- PAREJO, J.A., CUERVO, A., RODRÍGUEZ, L. Y CALVO, A. (1994): «*Manual del Sistema Financiero Español*». Ariel Economía. Barcelona.
- PLAZA, I. (1993): «Una nota sobre los procesos de fusión de cajas de ahorros». *Papeles de Economía Española*, 54, pág. 174-178.
- RAYMOND, J.L. (1994a): «Fusiones en el sector de cajas de ahorros y economías de escala». *Perspectivas del sistema financiero*, 48, pág. 90-97.
- RAYMOND, J.L. (1994b): «Economías de escala y fusiones en el sector de cajas de ahorro». *Papeles de Economía Española*, 58, pág. 113-125.
- Rodríguez fernández, j.m.(1994): «Las entidades financieras en la década de los noventa: nuevos desafíos, otros derroteros». *Papeles de Economía Española*, 58, pág. 43-61.
- RUIZ-MAYA, L. y MARTÍN PLIEGO, F.J. (1995): «*Estadística II: Inferencia*». Colección Plan Nuevo; A.C. Madrid, pág. 523-600.
- SANCHÍS PALACIO, J.R. (1995): «Análisis estratégico del entorno competitivo bancario». *Información Comercial Española*, nov., 747, pág. 121-134.