

Efectos de las fusiones bancarias en los resultados. El caso de las cajas rurales en España durante la primera mitad de la década de 2000*

Effects of Banking Mergers on Economic Results. The Case of the Cooperatives Banks in Spain During the First Half of the Decade of the 21st Century

Ricardo Javier Palomo Zurdo **
Joan Ramon Sanchis Palacio ***

Sumario: 1. Introducción. 2. Revisión de la literatura y aspectos a analizar. 3. Metodología utilizada y análisis del objeto de estudio. 4. Resultados del análisis. 5. Conclusiones. Referencias bibliográficas.

Recepción del original: 09/05/2009

Aceptación del original: 18/03/2010

RESUMEN: Durante los últimos diez años se han producido numerosos episodios de fusiones entre cajas rurales españolas. El objetivo del trabajo es analizar el efecto que las fusiones entre cajas rurales llevadas a cabo durante la primera mitad de la década del 2000 han tenido sobre los niveles de rentabilidad, eficiencia y productividad y sobre el comportamiento estratégico de estas entidades. Para ello, se han seleccionado las fusiones realizadas durante el período considerado y se han analizado diferentes variables en comparación con la media

* Los autores quieren mostrar su agradecimiento a los evaluadores del trabajo por las destacadas e importantes sugerencias planteadas al mismo.

** Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad CEU-San Pablo. C./ Julián Romea, 23. 28003 Madrid. Tel.: 91.456.63.00. Fax: 91.554.84.96. Email: palzur@ceu.es

*** Profesor Titular de Universidad. IUDESCOOP Universitat de Valencia. Avda. de los Naranjos, s/n 46022-Valencia. Telf: 963828322. Fax: 963828333. Joan.r.sanchis@uv.es

del sector (grupo de control) para los cinco años anteriores y posteriores a la fusión. El estudio demuestra que las fusiones en las cajas rurales españolas no han mejorado sus resultados económicos aunque sí han alterado su comportamiento estratégico.

Palabras clave: Sistema bancario, Cajas rurales, Fusiones, Estrategia, Eficiencia.

Clasificación JEL: G21, M10

ABSTRACT: During the last ten years a large number of mergers between Spanish Cooperative Banks has taken place. The goal of this article is to analyze the effect that the mergers have had, that have been finalized during the first half of the first decade of the 21st century, on the levels of profit, efficiency, productivity and the strategic behaviour of these entities. Therefore we have chosen these completed mergers during this period and we have analyzed different variables comparing them to the average of the sector five years prior and five years after the merger had taken place. The study shows that the mergers have not improved the economic results of

these banks, though they have altered the strategic behaviour.

Key words: Banking System, Cooperatives Banks, Mergers, Mergers, Strategy, Efficiency.

JEL Classification: G21, M10

1. Introducción

Las fusiones pueden ser una estrategia útil para las empresas por múltiples razones, siendo las más habituales la obtención de economías de escala y de alcance, la mejora de la gestión, la diversificación del riesgo o el incremento del poder de mercado (Cuervo, 1999); sin embargo, también pueden ser estrategias arriesgadas con un elevado porcentaje de fracasos, siendo numerosos los estudios que muestran sus efectos negativos sobre el valor para los accionistas y sobre otros grupos de interés como los altos directivos de las empresas adquiridas o los empleados (Sanfilippo y otros, 2007).

En el sector bancario, las fusiones han resultado ser una práctica muy habitual, principalmente como consecuencia del constante proceso tecnológico desarrollado a través de la implantación de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación y por la fuerte liberalización y desregulación experimentada en el sector (Berger y otros, 1999; Carbó y Humphrey, 2004). Así, existe una gran cantidad de estudios empíricos basados en el análisis de los efectos que las fusiones bancarias han producido en los resultados de las entidades de depósito; sin embargo, los mismos no son concluyentes (Díaz y otros, 2004), aunque algunos otros recogen determinados efectos positivos como la obtención de sinergias operativas (Wheelock y Wilson, 2001; Sanfilippo y otros, 2007) o la mejora en la gestión de la entidad adquirida (Altunbas y otros, 2001).

En las cooperativas de crédito, las fusiones vienen realizándose desde que este subsector sufriera una grave crisis durante la segunda mitad de los años ochenta. Durante aquel período, distintas cajas rurales fueron absorbidas por cajas de ahorros como una forma por parte de éstas últimas de acceder a la financiación del sector agrario. Ya en la década de los noventa y durante la primera mitad del 2000, se han seguido sucediendo fusiones entre cajas rurales, esta vez con el objeto de acceder a las economías de escala y de alcance que por su pequeño tamaño relativo tenían vetadas (Palomo y Sanchis, 2008). En la actualidad, y poniendo la vista en los próximos años, se van a seguir produciendo fusiones

dentro de este subsector por dos motivos principales: por la adaptación a las consecuencias de la crisis financiera actual y por la adaptación a la nueva normativa de la Unión Europea sobre el Sistema Institucional de Protección SIP (Directiva 2006/48/CE). Efectivamente, la crisis financiera actual está produciendo en las cooperativas de crédito un aumento en la brecha de financiación (diferencia entre los créditos y los depósitos de la clientela) y en la tasa de morosidad (cociente entre los activos dudosos y el volumen total de riesgo) (Fuentes, 2008), lo que las obliga a adoptar nuevas medidas conducentes a garantizar la solvencia y liquidez de estas entidades. La aplicación del Sistema Institucional de Protección en las cooperativas de crédito puede garantizar su supervivencia, pero ello exige la creación de grupos de entidades que a la larga pueden desembocar en nuevas fusiones entre cajas rurales¹.

La literatura existente sobre fusiones bancarias se ha centrado en los efectos que éstas producen en los resultados de las entidades adquiridas mediante el análisis de la rentabilidad (mejora del beneficio en relación con los activos totales medios y en relación con los recursos propios de la entidad) y de la eficiencia (obtención de economías de escala); pero según Santos y Pérez (1999), estos estudios ofrecen una visión sesgada al analizar el fenómeno desde una perspectiva exclusivamente financiera, al considerar que el impacto de la fusión es el factor determinante de la mejora de los resultados de las entidades (no considerando otras variables) y al contemplar como motivo principal de las fusiones la búsqueda de mayores resultados. Sin embargo, como señala Raymond (1994), las operaciones de fusiones pueden ser el detonante de procesos de reestructuración interna de las entidades, de manera que desde una perspectiva estratégica, la empresa busca, mediante la fusión, facilitar la implementación de cambios internos conducentes a modificar el comportamiento organizativo. De ahí que sea interesante también analizar los efectos de las fusiones sobre otro tipo de variables o perspectivas como el valor y el riesgo (Banal-Estañol y Ottaviani, 2006), la cuota de mercado (Banal-Estañol, 2007) o los consejos de administración (McDonald y otros, 2008), entre otras.

Desde la perspectiva apuntada, el objetivo del presente trabajo es el de contribuir a demostrar si las fusiones bancarias producen o no efectos positivos sobre las entidades adquiridas, para lo cual se van a considerar tanto los aspectos puramente económicos y financieros (utilizando para ello las variables tradicionales empleadas en la mayoría de los trabajos ya existentes) como otras variables (distintas a las clásicas) que sirven para analizar las repercusiones de las fusiones sobre el comportamiento estratégico de las entidades adquiridas y que han sido utilizadas también en otros trabajos sobre fusiones bancarias (Banal-Estañol y Ottaviani, 2007).

Por otra parte, el estudio se va a aplicar sobre las cajas rurales que han participado en procesos de fusiones durante el último decenio (período 1998-2007) en España, de manera que el trabajo se centra en una clase de entidades de depósito

¹ Recientemente se ha constituido el grupo Cajas Rurales del Mediterráneo (CRM), liderado por Ruralcaja y en el que participan otras 17 cooperativas de crédito más de la Comunidad Valenciana, cuyo objetivo es formar un Sistema Institucional de Protección antes de finalizar el año 2010.

que generalmente son excluidas de las investigaciones realizadas sobre el tema, ya que el objeto de estudio en España ha sido tradicionalmente la banca privada y las cajas de ahorros (García Olalla y otros, 2005). Los estudios sobre los efectos de las fusiones en cooperativas de crédito y cajas rurales han sido mucho más escasos y se han centrado exclusivamente en el análisis financiero (Calvo y González, 1999; Marco y Moya, 2000; Belmonte Ureña 2007). Las fusiones en las cooperativas de crédito están justificadas, además de por los motivos propios de las otras entidades de depósito (bancos y cajas de ahorros): por su menor tamaño relativo, lo que dificulta el acceso a recursos y capacidades que requieren grandes inversiones como la tecnología bancaria; por la necesidad de mejorar sus niveles de profesionalización de la gestión, inferiores en todo caso a los de los bancos y las cajas de ahorros; y por razones sociales, políticas y de desarrollo regional.

El análisis se realizará tanto desde el punto de vista agregado como por entidades e incluirá, a partir de los estados financieros proporcionados por el Anuario estadístico de las cajas rurales españolas publicado por la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC), datos correspondientes a un número determinado de años antes y después de las fusiones realizadas, con el objeto de resolver la limitación que presentan numerosos trabajos de no ofrecer un análisis a largo plazo (Santos y Pérez, 1999).

Para la consecución de los objetivos planteados, el trabajo se estructura en cinco apartados diferentes: este primero de introducción; un segundo apartado en el que se recogen los aspectos teóricos básicos sobre los efectos de las fusiones en los resultados empresariales y se presentan las hipótesis de trabajo; un tercer apartado en el que se describe la metodología utilizada en el estudio y se cuantifican las fusiones operadas en las cajas rurales españolas durante el último decenio; un cuarto apartado en el que se analizan los resultados obtenidos del estudio; y un quinto y último apartado de conclusiones.

2. Revisión de la literatura y aspectos a analizar

Las fusiones entre empresas producen un efecto inmediato y directo en las entidades adquiridas, como es el aumento del tamaño empresarial y el incremento del grado de concentración del sector en el que se implementan. Por una parte, la reducción del número de entidades produce un efecto directo en el grado de concentración del sector, incrementándolo; por lo que se puede afirmar que las fusiones aumentan la concentración empresarial (Hernando y otros, 2008). Por otra parte, con las fusiones se eliminan aquellas entidades que son menos competitivas, de manera que las organizaciones que sobreviven y que son el resultado de fusiones y adquisiciones, serán más rentables y eficientes; por lo que se dice que el aumento de tamaño produce un incremento de los niveles de rentabilidad y de eficiencia empresarial (Altunbas y otros, 2001; Sanfilippo y otros, 2007). Sin embargo, en la mayor parte de los estudios empíricos realizados hasta la fecha no se ha podido demostrar de manera contundente esta afirmación (Díaz y otros, 2004). En el trabajo de Fuentes Egusquiza (2003), referido a tres fusiones de bancos, dos de cajas de ahorros y dos de cooperativas de crédito, se demuestra

que el aumento de tamaño no ha producido un efecto positivo ni en la generación de beneficios, ni en la eficiencia y productividad y ni siquiera en las cuotas de mercado. Por lo tanto, analizar el efecto que producen las fusiones en los resultados empresariales es lo mismo que analizar si el aumento de tamaño produce una mejora en los resultados de las empresas que lo experimentan (Sanfilippo y otros, 2007).

El debate sobre la existencia de una relación positiva entre tamaño y rentabilidad está abierto desde hace años y la literatura económica publicada es abundante (Benston y otros, 1995; Prager y Hannan, 1998). Sin embargo, los resultados empíricos al respecto no son concluyentes en el caso del sector bancario (Molyneux, 2007), aunque en algunos casos sí se reconoce la existencia de determinadas economías de escala y de alcance derivadas del aumento de tamaño (Díaz y otros, 2004).

Los motivos por los cuales se llevan a cabo las fusiones y adquisiciones son múltiples, de manera que se pueden identificar diferentes teorías o enfoques al respecto (Sanfilippo y otros, 2007). Así, en primer lugar, las fusiones se sustentan en motivos económicos como la mejora de la eficiencia o de la capacidad de la empresa para reducir costes mediante la obtención de economías de escala (reducción de los costes unitarios de producción) y de alcance (racionalización de las oficinas bancarias) (Fuentes Egusquiza, 2003), la diversificación del riesgo o reducción del riesgo global de la empresa (Vander Vennet, 1998) y el aumento de la posición competitiva de la empresa en el mercado (Cuervo, 1999), además de la utilización de recursos ociosos (Carroll, 2002), el saneamiento del sector (eliminación de las empresas menos competitivas a manos de las más competitivas) y la obtención de ventajas fiscales, entre otros. Todos estos motivos persiguen el incremento del valor de la empresa (Berger y otros, 1999). En segundo lugar, según la teoría de la agencia y las teorías del comportamiento de los directivos, en los procesos de fusiones subyacen razones no explícitas (Cuervo, 1999), entre las que se incluyen el prestigio de los directivos o la mejora de su posición dentro de la empresa (Berger y otros, 1999).

La obtención de sinergias operativas como consecuencia del aumento del tamaño bancario ha sido uno de los aspectos que mayor literatura ha generado (Wheelock y Wilson, 2001). El aumento de la producción de bienes y servicios permite reducir los costes unitarios, obteniendo así economías de escala (Berger y otros, 1997). Sin embargo, en las entidades de depósito éstas sólo son posibles en empresas de tamaño medio, dado que la curva de costes medios de las entidades de depósito tiene forma de U aplanada (McAllister y McManus, 1993). No obstante, trabajos más recientes demuestran que las economías de escala son posibles en las entidades de depósito como consecuencia del progreso tecnológico, al incrementar la escala a la que se producen y comercializar muchos productos y servicios financieros (Sanfilippo y otros, 2007). Las inversiones en tecnología requieren generalmente grandes volúmenes de recursos financieros, por lo que las pequeñas entidades de depósito no tienen acceso a las mismas, a no ser que se incorporen a un grupo cooperativo, como es el caso de las cajas rurales en España, las cuales a través de la Asociación Española de Cajas Rurales pueden acceder a los servicios que de forma centralizada proporcionan las sociedades instrumentales del grupo: Banco Cooperativo Español, Rural Servicios Infor-

máticos y Rural Grupo Asegurador (Palomo y Sanchis, 2008). Así, en EE.UU., Berger y Mester (1997) concluyen que algunos grupos bancarios de diferente dimensión operaban por debajo de la escala eficiente, Wheelock y Wilson (2001) muestran un incremento de la escala óptima desde el año 1985 y Hughes y otros (2001) detectan importantes economías de escala al incorporar el riesgo y la estructura de capital en su estimación. En Europa, Altunbas y otros (2001) constataron que durante la década de los noventa los costes de los bancos disminuyeron en un 3% de media anual, en el estudio de Cavallo y Rossi (2001) se demuestra la existencia de economías de escala en entidades bancarias de pequeño tamaño de seis países europeos diferentes para el período 1992-1997 y Maudos y otros (2002) señalan que los bancos europeos de tamaño medio son más eficientes para el caso de diez países de la Unión Europea durante el período 1993-1996. En España, Carbó y Humprey (2004) demuestran la existencia de economías de escala en las cajas de ahorros.

Las operaciones de fusiones también pueden ser adecuadas para introducir ajustes o nuevos comportamientos estratégicos más eficientes en las entidades adquiridas, de manera que se consiga mejorar sus niveles de gestión. Un mecanismo que puede ayudar a dichos cambios es la sustitución de los directivos de las entidades adquiridas por otros más profesionales, de manera que las fusiones se convierten en un importante mecanismo de control corporativo (Morck y otros, 1989), ya que algunos estudios señalan que después de una fusión se observan mejores resultados si los directivos de la entidad adquirida son sustituidos (Parrino y otros, 1999). En el sector bancario, la mayoría de las fusiones que se llevan a cabo son amistosas (y no hostiles), de manera que podría pensarse que la sustitución de directivos es menos importante (Sanfilippo y otros, 2007), si bien la evidencia empírica demuestra lo contrario². En definitiva, la mejora de la gestión será un motivo relevante para realizar una fusión cuando las entidades objetivo están sujetas a fuertes presiones internas que impiden el cambio estratégico necesario para mejorar su eficiencia, de forma que la fusión es la única acción posible para conseguir el cambio (Akhavain y otros, 1997).

En España, las entidades de depósito han utilizado las fusiones bancarias como una estrategia de crecimiento, principalmente con el objeto de mejorar su posición competitiva en el mercado a través del aumento de tamaño, al igual que ha sucedido en toda Europa (Fuentes Egusquiza, 2001; Cuesta y Orea, 2002; Sanfilippo y otros, 2007; Hernando y otros, 2008). Las fusiones entre cajas rurales en España obedecen a los mismos motivos que en el caso de los bancos y las cajas de ahorros, si bien algunos autores señalan que por las peculiaridades de este tipo de entidades, las fusiones estarán también condicionadas por razones sociales, políticas o de desarrollo regional (Carbó y Williams, 2000).

En definitiva, según la literatura existente al respecto, las fusiones bancarias pueden producir mejoras, tanto en los resultados económicos de las entidades adquiridas (rentabilidad, eficiencia y productividad) como en su

² En el estudio de Hadlock y otros (1999) se demuestra que más de la mitad de los gestores de los bancos adquiridos en EE.UU. son despedidos antes de dos años de la fusión.

capacidad de gestión a través de la introducción de cambios estratégicos significativos o de nuevos comportamientos estratégicos. Desde este punto de vista, a lo largo del presente trabajo y a través del estudio empírico que se plantea a continuación, se quiere analizar dos de los aspectos expuestos anteriormente y que han sido la base de numerosas investigaciones dentro del sector bancario: 1) las fusiones bancarias producidas en el sector de las cajas rurales en España han influido en sus niveles de rentabilidad, eficiencia y productividad (Calvo y González, 1999; Marco y Moya, 2000; Fuentelsaz y Gómez, 2002; Belmonte Ureña, 2007); y 2) las fusiones bancarias producidas en el sector de las cajas rurales en España han sido el detonante de los cambios de comportamiento estratégico sucedidos en estas entidades y que han contribuido a la mejora de su gestión (Sanchis y Camps, 2002; Melián y otros, 2006; Palomo y Sanchis, 2008).

3. Metodología utilizada y análisis del objeto de estudio

A diferencia de la mayoría de investigaciones publicadas sobre los efectos de las fusiones bancarias en España, el objeto de estudio de este trabajo son las cajas rurales o cooperativas de crédito que han intervenido en procesos de fusiones durante el último decenio (período 1998-2007)³. Éstas, al ser entidades de depósito reconocidas por el Banco de España, forman parte del sistema bancario español junto con los bancos y las cajas de ahorros. No obstante, aunque su operatoria es similar a la del resto de entidades de depósito, muestran diferencias significativas por el hecho de ser a la vez sociedades cooperativas, de manera que su actividad se dirige preferentemente a sus socios⁴ (Melián y otros, 2006), desempeñan una función social destacada, por lo que se las clasifica como banca ética o de microcréditos, y siguen una estrategia de banca local y de proximidad basada en la diferenciación con enfoque frente a la estrategia de banca universal propia de los bancos y las cajas de ahorros (Palomo y Sanchis, 2008).

Las cooperativas de crédito se han ido consolidando con el paso del tiempo dentro del sistema bancario español y aunque según datos del Banco de España (Boletín Estadístico) para el año 2007 su cuota de mercado es significativamente inferior a la del resto de entidades bancarias (del 6,51% según volumen de depósitos y del 5,28% según volumen de créditos frente al 42,36% y 45,77% de los bancos y el 51,13% y 48,96% de las cajas de ahorros), en determinadas zonas geográficas y localidades su peso es elevado e incluso superior al de bancos y cajas de ahorros (cajas rurales locales en sus respectivos municipios). Así, en poblaciones de menos de 10.000 habitantes llegan a alcanzar el 30% de las oficinas

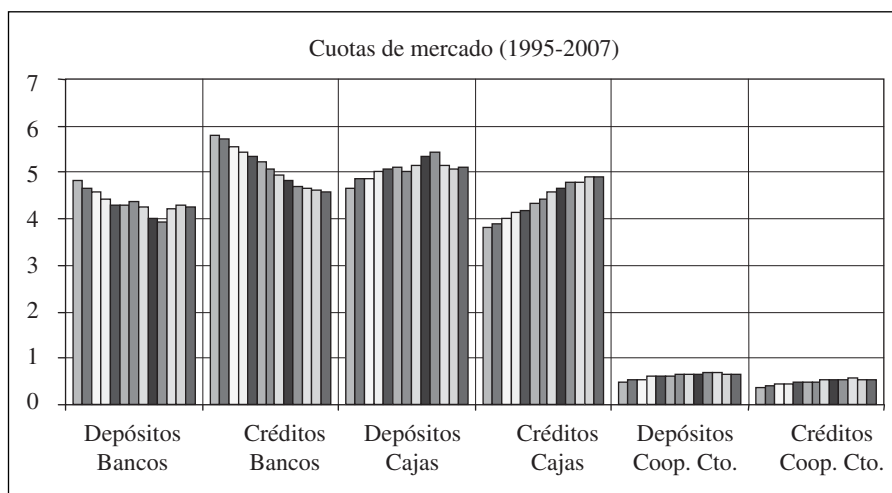
³ Las cooperativas de crédito en España se dividen en dos clases: las cajas rurales, que financian preferentemente al sector agrario; y las cooperativas de crédito profesionales y populares, que financian a otros sectores distintos al agrario (Palomo y Sanchis, 2008).

⁴ La Ley de Cooperativas de Crédito de 1989 (actualmente en vigor) establece que estas entidades de depósito no podrán realizar operaciones activas con terceros no socios en un porcentaje superior al 50% del total.

(Fuentelsaz y Gómez, 2002). Adicionalmente, en algunas poblaciones las cajas rurales tienen cuotas de mercado superiores al 80% (Palomo y González, 2004), y en algunas de ellas, las cajas rurales y/o las cajas de ahorros tienen oficinas que contribuyen a reducir la llamada «exclusión financiera» (Carbó, 1999). Además, las cuotas de mercado han aumentando en más de un punto durante el período considerado, tanto en el caso de los depósitos (del 4,95% en el año 1995 al 6,51% en el año 2007) como en el de los créditos (del 3,8% en el año 1995 al 5,28% en el año 2007).

Como puede comprobarse en el Gráfico 1, las cuotas de mercado de las cooperativas de crédito españolas han seguido una tendencia creciente durante todo el período analizado. En términos absolutos (tasa de variación absoluta durante el período 1995-2007), el crecimiento de su cuota de mercado ha sido positiva (del 1,56% para los depósitos y del 1,48% para los créditos), superior a la de los bancos, que ha sido sensiblemente negativa (del -5,95% para los depósitos y del -12,27% para los créditos), aunque inferior a la de las cajas de ahorros (del 4,4% para los depósitos y del 10,8% para los créditos). En términos relativos, la tendencia ascendente de las cuotas de mercado de las cooperativas de crédito ha sido aún más evidente (del 31,52% para los depósitos y del 38,95% para los créditos) y muy superior a la de los bancos (-12,32% para los depósitos y -21,14% para los créditos) y a la de las cajas de ahorros (9,42% para los depósitos y 28,3% para los créditos).

GRÁFICO 1.—*Evolución de la cuota de mercado de las entidades de depósito que operan en España a 31-XII (en porcentajes) durante el período 1995-2007*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco de España (varios años).

Las cajas rurales, a lo largo de su historia, han sufrido destacados procesos de fusiones. En primer lugar, como consecuencia de la crisis financiera que las afectó en los años ochenta, se produjo la desaparición de un considerable número de estas entidades, que en gran parte fueron absorbidas por bancos y cajas de

ahorros⁵. Ya en los años noventa, el sector de las cooperativas de crédito españolas siguió experimentando cambios significativos que han marcado su evolución hasta la actualidad, si bien ya en un contexto de bonanza económica y en una situación del sector totalmente saneada y con una sólida capacidad competitiva. Las fusiones experimentadas por las cajas rurales durante el último decenio (1998-2007), se han llevado a cabo en el contexto de la Asociación Española de Cajas Rurales constituida en 1989 y con el objeto de mejorar su posición competitiva dentro de un mercado como el bancario caracterizado por un elevado grado de rivalidad⁶.

Tal como se puede observar en la Tabla 1, durante el período 1998-2007 se han realizado 50 operaciones de fusiones dentro del sector bancario español, de las cuales el 95% corresponden a absorciones y sólo tres fueron fusiones por constitución. El comportamiento experimentado ha sido distinto según tipos de entidades de depósito.

TABLA 1.—*Fusiones bancarias realizadas en España durante el decenio 1998-2007*

AÑO	FUSIONES PURAS			FUSIONES POR ABSORCIÓN*			TOTAL FUSIONES		
	Bancos	Cajas Ahorro	Coop. Cto	Bancos	Cajas Ahorro	Coop. Cto	Bancos	Cajas Ahorro	Coop. Cto
1998	0	0	0	3	0	0	3	0	0
1999	0	0	0	4	3	1	4	3	1
2000	0	0	0	5	4	3	5	4	3
2001	0	0	1	3	1	3	3	1	4
2002	0	0	1	3	0	3	3	0	4
2003	0	0	0	4	0	1	4	0	1
2004	0	0	0	3	0	1	3	0	1
2005	0	0	0	1	0	0	1	0	0
2006	0	0	0	1	0	0	1	0	0
2007	0	1	0	0	0	0	0	1	0
Total	0	1	2	27	8	12	27	9	14

* Además de las fusiones por absorción, se incluyen también las cesiones de activos y pasivos

Fuente: Elaboración propia a partir de información del Banco de España (varios años).

Los bancos han protagonizado más de la mitad (el 55%) del total de las operaciones de fusiones llevadas a cabo durante el período analizado, siendo todas

⁵ Se pasó de 154 entidades en 1984 a 117 en 1987, es decir, en tres años se redujeron en casi una cuarta parte del total (24%), según datos de la UNACC (varios años).

⁶ Tal como señala Fuentes Egusquiza (2003), en las cooperativas de crédito se está produciendo un movimiento similar al que desde hace ya muchos años se viene produciendo en las otras dos clases de entidades de depósito, los bancos y las cajas de ahorros.

ellas fusiones por absorción y ninguna por constitución; en cambio, las fusiones por absorción han sido bastante habituales, sobre todo durante los años 90 por el proceso de concentración de la Corporación Bancaria Española (Argentaria) (Argüelles Álvarez, 1998). Por su parte, las cajas de ahorros son las que menor número de operaciones de fusiones han desarrollado durante el período estudiado, pues apenas llegan al 20% del total, siendo sólo una de ellas una fusión por constitución. Durante la primera mitad de los años noventa se produce en este subsector un intenso proceso de fusiones, tanto por constitución como por absorción, que dan como resultado la creación de las cajas de ahorros de mayor tamaño de España (Sanchis y Camps, 2002). También durante dicho período se produce un número considerable de adquisiciones de bancos por parte de las cajas de ahorros.

Las cooperativas de crédito se sitúan en un lugar intermedio entre los bancos y las cajas de ahorros en cuanto a las operaciones de fusiones llevadas a cabo durante el período 1998-2007, con un porcentaje sobre el total próximo al 30%, aunque ocupan el primer lugar en lo que se refiere al número de fusiones por constitución con dos operaciones sobre un total de tres. Con anterioridad al período analizado (años 1985 a 1997), se produjeron 13 fusiones por absorción entre cajas rurales, que unidas a las 14 implementadas durante 1998-2007, hacen un total de 27 operaciones. La práctica totalidad de las fusiones, dentro del período considerado en el estudio, se dan entre los años 1999 y 2004, en especial entre 2001 y 2002 (más de la mitad). También entre los años 2001 y 2002 se dan las dos únicas fusiones por constitución que se han producido en el subsector de las cooperativas de crédito⁷. Las fusiones realizadas entre cajas rurales se han dado mayoritariamente dentro de una misma comunidad autónoma y entre cajas rurales de tamaño similares, que tras la fusión amplían su ámbito geográfico.

La Tabla 2 muestra las cajas rurales que han intervenido en los procesos de fusiones llevados a cabo por estas entidades de depósito durante el período 1998-2007. En dicha tabla se observa, que de las 14 operaciones realizadas, siete, es decir, la mitad del total, se realizaron entre cajas de la Comunidad Valenciana, dos en Aragón, dos en Andalucía y las tres restantes fueron entre dos comunidades diferentes. Por entidades, las cajas rurales más activas han sido también las valencianas: Credicoop (que a partir del 2002 pasa a formar parte de Ruralcaja), que absorbe cuatro cajas rurales de su misma provincia; y Caja Rural Valencia (que a partir del 2002 pasa a denominarse Ruralcaja), que absorbe tres cajas rurales, la última en el año 2004 (Caja Rural de Elche).

En el subsector se producen, durante el período estudiado, dos fusiones de constitución o puras: la Caja Rural del Sur en Andalucía en el año 2001 (resultado de la fusión de Caja Rural Huelva y Caja Rural Sevilla) y la Caja Rural Aragonesa y de los Pirineos en Aragón el año 2002 (resultado de la fusión de Caja Rural Huesca y Caja Rural Zaragoza). Entre las cajas rurales que intervienen en los procesos de fusión descritos hay dos entidades especialmente importantes,

⁷ Durante el primer semestre del 2008 se ha producido la absorción de Caja Rural Duero por Cajamar.

las dos cajas rurales de mayor tamaño de España: Cajamar en Andalucía, resultado en el año 2000 de la absorción por parte de la Caja Rural de Almería, de la Caja Rural de Málaga (que a su vez había absorbido meses antes a la madrileña Caja Grumeco, una cooperativa de crédito de tipo urbano o popular); y Ruralcaja en la Comunidad Valenciana, resultado en el año 2002 de la absorción por parte de Caja Rural Valencia de las otras dos cajas provinciales (Credicoop de Castellón y Caja Rural Alicante).

TABLA 2.—*Operaciones de fusiones entre Cajas Rurales en España durante el período 1998-2007*

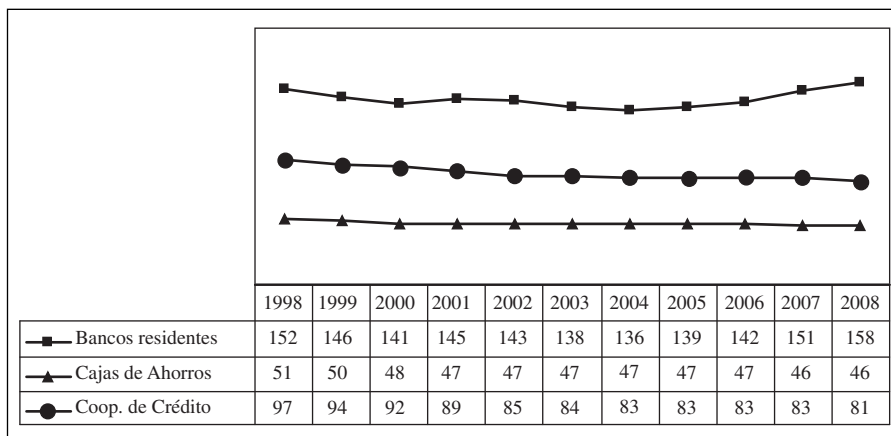
AÑO	ENTIDAD ADQUIRENTE*	ENTIDAD ADQUIRIDA*	OPERACIÓN	CC. AA.
1999	Credicoop	CR San Juan de Moró	Cesión	C. Valenciana
2000	CR Huesca	CR Segre-Cinca	Absorción	Varias
2000	CR Málaga	Caja Grumeco	Absorción	Varias
2000	CR Almería (Cajamar)	CR Málaga	Absorción	Andalucía
2001	Credicoop	CR Benicassim	Cesión	C. Valenciana
2001	Credicoop	CR Cabanes	Cesión	C. Valenciana
2001	Credicoop	CR Artana	Cesión	C. Valenciana
2001	CR Huelva y CR Sevilla	CR del Sur	Fusión	Andalucía
2002	CR Valencia (Ruralcaja)	CR Alicante Credicoop	Absorción Absorción	C. Valenciana C. Valenciana
2002	CR Huesca y CR Zaragoza	CR Aragonesa y Pirineos	Fusión	Aragón
2002	CR Aragón	CR Campo Cariñena	Absorción	Aragón
2003	CR Navarra	Cobanexpo	Absorción	Varias
2004	Ruralcaja	Caja Elche	Absorción	C. Valenciana

Nota: Se han utilizado los términos adquirente y adquirida en lugar de fusionante y fusionada por ser más apropiados tanto para el caso de absorciones como para el de fusiones puras.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España (varios años).

Uno de los efectos más directos de las fusiones llevadas a cabo en el sector, ha sido la disminución en el número de entidades, según se puede apreciar en el Gráfico 2. Así, el número de cooperativas de crédito descendió en un 20% durante el decenio 1998-2007, descenso que se produce, sobre todo, en los años 1999 y 2002, que son los años en que se dieron el mayor número de fusiones. Las cajas de ahorros descendieron en un 11% y los bancos en un 7%, por lo que el descenso ha sido más intenso en las cooperativas de crédito.

GRÁFICO 2.—Evolución del número de entidades de depósito en España en el decenio 1998-2007



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España (varios años).

A pesar del descenso producido en el número de entidades, el volumen de depósitos y de créditos de las cooperativas de crédito se ha incrementado en un 71% y 86% respectivamente durante el período estudiado y, tal como ya se ha analizado en el Gráfico 1, sus cuotas de mercado han pasado del 4,95% al 6,51% en el caso de los depósitos y del 3,8% al 5,28% en el caso de los créditos (aumento de un punto y medio en ambos casos). Frente a estos porcentajes, los bancos privados han reducido su cuota de mercado en casi seis puntos porcentuales para los depósitos y en algo más de doce puntos para los créditos; mientras que las cajas de ahorros incrementaron su cuota de mercado en cuatro puntos para los depósitos y en casi trece puntos para los créditos.

Las fusiones seleccionadas para la realización del estudio empírico han sido todas las llevadas a cabo entre los años 1999 a 2004 (Tabla 3), lo que supone la totalidad de operaciones realizadas durante el período analizado en los apartados anteriores (1998-2007), dado que durante los años 1998, 2005, 2006 y 2007 no se ha producido ninguna fusión en este subsector. En este sentido, el estudio incluye las 14 fusiones operadas en el sector de las cajas rurales españolas durante el último decenio, destacando especialmente por su envergadura las fusiones de Cajamar en Andalucía y de Ruralcaja en la Comunidad Valenciana (primera y segunda caja rural de mayor tamaño de España). Las 14 operaciones se han agrupado en 10 casos para su estudio, teniendo en cuenta que algunas de dichas operaciones son realizadas por una misma entidad y se superponen en el tiempo.

La información estadística utilizada corresponde a los estados financieros de estas entidades durante el período 1995-2007, obtenidos del Anuario Estadístico de las Cajas Rurales editado por la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC); con el objeto de analizar su evolución a lo largo de cinco ejercicios económicos, tanto con anterioridad como con posterioridad a la operación. Sin embargo, esto no ha sido posible en todas las fusiones estudiadas, dado que algunas de ellas se superponen en el tiempo. En el caso de Ruralcaja, por ejemplo, el

proceso de fusiones para la constitución de esta entidad se inicia en 1999 cuando Credicoop adquiere la CR San Juan de Moró, continúa con las adquisiciones por parte de la misma entidad de las CR de Benicassim, Cabanes y Artana dos años después (en el 2001), se consolida un año después (en el 2002) con la fusión entre CR Valencia, CR Alicante y Credicoop y culmina en el 2004 (dos años después) con la adquisición de Caja Elche. Por tanto, se ha optado por estudiar cada una de las operaciones justo hasta el momento en que se produce una nueva operación; además, las adquisiciones de las CR de Benicassim, Cabanes y Artana por parte de Credicoop se han analizado como una única operación, dado que se producen en el mismo año (2001). En el caso de Cajamar se ha optado también por analizar conjuntamente las dos operaciones realizadas, dado que ambas se producen en el mismo año (2000): la adquisición por parte de CR Málaga de Grumeco y la fusión entre CR Almería y CR Málaga. Por último, la fusión entre CR Huesca y CR Segre-Cinca realizada en el año 2000 sólo se ha podido estudiar durante dos años después, dado que en el 2002 CR Huesca se fusiona con CR Zaragoza para constituir la CR Aragonesa y de los Pirineos. El resto de fusiones estudiadas se han analizado con normalidad, contemplando los cinco años anteriores y posteriores a la operación.

TABLA 3.—*Operaciones de fusiones seleccionadas para el estudio empírico*

FUSIÓN	ENTIDAD	AÑO	ADQUIRENTE	ADQUIRIDA
Fusión 1	Credicoop	1999	Credicoop	CR San Juan de Moró
Fusión 2	CR Huesca	2000	CR Huesca	CR Segre-Cinca
Fusión 3	Cajamar	2000	CR Almería	CR Málaga, Caja Grumeco
Fusión 4	CR del Sur	2001	CR Huelva	CR Sevilla
Fusión 5	Credicoop	2001	Credicoop	CR Benicassim, CR Cabanes y CR Artana
Fusión 6	Ruralcaja	2002	CR Valencia	CR Alicante y Credicoop
Fusión 7	CR Aragonesa y de los Pirineos	2002	CR Huesca	CR Zaragoza
Fusión 8	CR Aragón	2002	CR Jalón	CR Campo Cariñena
Fusión 9	CR Navarra	2003	CR Navarra	Cobanexpo
Fusión 10	Ruralcaja	2004	Ruralcaja	Caja Elche

Fuente: Elaboración propia.

Conviene tener en cuenta que el estudio presenta una limitación que es común a todos los estudios sobre fusiones, como es «la imposibilidad de reproducir el escenario alternativo a la fusión para las entidades involucradas en ésta. ...En tales casos, aunque no se produzca una mejora en las ratios con respecto al grupo de control (y, por tanto, no pueda calificarse como exitosa), probablemente la

alternativa de no fusión habría llevado a una situación de las entidades consideradas peor que la del grupo de control» (Fuentes Egusquiza, 2003, pág. 72). Por otra parte, también conviene señalar que algunas cajas rurales que intervienen en las operaciones analizadas lo han hecho a la vez en varias de ellas (en fusiones anteriores o posteriores), lo que supone un sesgo a tener en cuenta.

Para proceder al análisis de los efectos de las fusiones, se han seleccionado 12 variables distintas, con el objeto de poder analizar dichos efectos, no sólo sobre la rentabilidad, la eficiencia y la productividad (enfoque económico-financiero), si no también sobre el comportamiento estratégico de las entidades adquiridas. Para ello, las variables se han agrupado en tres clases distintas, tal como muestra la Tabla 4.

TABLA 4.—*Variables utilizadas en el análisis de las fusiones en cajas rurales*

CLASE	CONCEPTO	DEFINICIÓN
Rentabilidad	1) Rentabilidad del activo ROA	Beneficio por activo total medio
	2) Rentabilidad financiera ROE	Beneficio por Recursos propios
Eficiencia y Productividad:	3) GE/ATM	Gastos explotación por activo total medio
	4) GE/MO	Gastos explotación por margen ordinario
	5) MO/ATM	Margen ordinario por activo total medio
	6) ME/ATM	Margen explotación por activo total medio
	7) Productividad por empleado: ATM/EMP	Activo total medio por empleado
	8) Productividad por oficina: ATM/OF	Activo total medio por oficina
Estrategia	9) Cuota mercado 1: CM1	% activos totales entidad por activos totales del sector
	10) Cuota mercado 2: CM2	% créditos entidad por créditos sector
	11) RP/ATM	Recursos propios por activo total medio
	12) CTOS/DEP	Créditos sobre depósitos

Fuente: Elaboración propia.

Los indicadores de rentabilidad utilizados corresponden a la rentabilidad económica (ROA o rentabilidad del activo) y la rentabilidad financiera (ROE o rentabilidad de los recursos propios); se trata de las ratios más utilizadas en el sector bancario para medir la capacidad de generación de beneficios (Fuentes Egusquiza, 2001 y 2003). Los indicadores de eficiencia y productividad, referidos a la eficiencia en costes y gastos y a la productividad de empleados y de oficinas, también han sido utilizados en numerosos trabajos aplicados al sector bancario (Fuentes Egusquiza, 2001 y 2003). Por último, los indicadores de estrategia son los más novedosos, e incluyen aspectos como la posición competitiva de la entidad dentro del sector medida en función de su cuota de mercado (según activos

totales y según créditos), la política de autofinanciación de la empresa medida en función del porcentaje de recursos propios sobre activos totales medios y la ratio de cobertura o relación entre créditos y depósitos de la entidad.

El análisis empírico ha consistido en calcular los valores correspondientes a cada una de las variables seleccionadas para cada una de las operaciones de fusiones realizadas (valores de la entidad adquirente y de la entidad adquirida) y compararlos con los valores de dichas variables para el grupo de control por año, siendo las entidades que componen el grupo de control el total de cajas rurales, excluyendo del mismo a todas aquellas entidades que han intervenido en operaciones de fusiones durante dicho año. Para cada operación y año se ha calculado la diferencia entre el valor del indicador para las entidades participantes en la fusión (adquirente y adquirida) y el valor del grupo de control⁸. El valor que aparece en las tablas de resultados (5, 6, 7 y 8) corresponde a la resta entre la media de las diferencias en los cinco años posteriores y la media de las diferencias en los cinco años anteriores a la fusión. Una vez obtenidas las diferencias, se ha señalado la existencia de una mejora cuando se produce una variación positiva o de un empeoramiento cuando se produce una variación negativa. La mejora o empeoramiento significativos se da cuando el valor absoluto de la diferencia obtenida es superior al valor de la desviación típica, la cual se ha calculado sobre la serie formada por los valores del indicador correspondiente de las entidades que intervienen en la fusión durante el período analizado⁹.

4. Resultados del análisis

Los resultados correspondientes a los tres grupos de variables quedan recogidos en las Tablas 5, 6, 7 y 8.

La Tabla 5 muestra los resultados del análisis para las variables de rentabilidad (ROA y ROE). Según la rentabilidad de los activos (ROA), de las diez fusiones estudiadas, en seis de ellas se producen mejoras y en cuatro hay un empeoramiento; de las mejoras, la mitad de ellas son significativas y los empeoramientos son todos ellos significativos. Las fusiones que empeoran son la 3, la 7, la 8 y la 10. Según la rentabilidad de los recursos propios (ROE), de las diez fusiones analizadas, tres muestran una mejora (las fusiones 1, 5 y 10) y siete empeoran; y aunque también en este caso las mejoras son todas ellas significativas, de los siete empeoramientos, seis son igualmente significativos. Analizando conjuntamente las ratios de rentabilidad utilizadas se concluye que: dos fusiones mejoran para las dos ratios (las fusiones 1 y 5); tres fusiones empeoran para las dos ratios (las fusiones 3, 7 y 8); y el resto varían según la ratio. No se puede obtener, por tanto, una conclusión definitiva, aunque sí se puede señalar que las mejoras son mayores en la ROA y los empeoramientos en la ROE.

⁸ El número de entidades que constituyen la muestra o grupo de control varía cada año, pero en todos los casos es un número significativo, pues representa más del 75% del total de cajas rurales existentes.

⁹ La metodología utilizada ha sido empleada por Fuentes Egusquiza (2003) para tres fusiones de bancos, dos de cajas de ahorros y dos de cooperativas de crédito.

TABLA 5.—*Resultados del análisis para las variables de rentabilidad*

	ROA				ROE			
	Diferencia*	Desviación típica	IDiferencial - DT**	Situación***	Diferencia*	Desviación típica	IDiferencial - DT**	Situación***
Fusión 1	0.38	0.23	0.15	M*	5.12	3.36	1.76	M*
Fusión 2	0.002	0.06	-0.06	M	-6.27	3.38	2.89	P*
Fusión 3	-0.60	0.32	0.28	P*	-9.43	5.04	4.39	P*
Fusión 4	0.14	0.14	0.00	M	-4.42	2.62	1.80	P*
Fusión 5	0.28	0.17	0.11	M*	1.82	1.20	0.62	M*
Fusión 6	0.17	0.11	0.06	M*	-0.43	1.57	-1.14	P
Fusión 7	-0.25	0.15	0.10	P*	-6.40	3.86	2.54	P*
Fusión 8	-0.31	0.28	0.03	P*	-5.68	3.62	2.06	P*
Fusión 9	0.16	0.75	-0.59	M	-4.66	2.70	1.96	P*
Fusión 10	-0.13	0.06	0.07	P*	11.60	1.89	9.71	M*
Mejor ****				6 (3)				3 (3)
Peor ****				4 (4)				7 (6)

* Diferencia entre el valor de la entidad adquirida y el valor del sector deducida la entidad adquirida (grupo de control). Dicha diferencia corresponde a la media de las diferencias de los 5 años posteriores y la media de las diferencias de los 5 años anteriores a la fusión.

** Diferencial es el valor absoluto de la diferencia

*** Mejora (M) o Empeoramiento (P)

**** Entre paréntesis se ofrece el número de variaciones significativas (aquellas que son superiores a la desviación típica), que son las que tienen un asterisco en la tabla.

Fuente: Elaboración propia.

La Tabla 6 muestra los resultados del análisis para las variables de eficiencia (GE/ATM, GE/MO, MO/ATM y ME/ATM). Según la variable de eficiencia GE/ATM, hay seis fusiones que mejoran y cuatro fusiones que empeoran (las fusiones 1, 5, 6 y 10), si bien de las cuatro fusiones que empeoran dos de ellas (las fusiones 1 y 10) son significativas frente a todas las de mejora. Según la variable de eficiencia GE/MO, hay cinco fusiones que mejoran y cinco que empeoran; de los casos de empeoramiento, dos de ellos (las fusiones 3 y 10) son significativos, mientras que en los casos de mejora son todos ellos significativos. Según la variable de eficiencia MO/ATM, hay cinco fusiones que mejoran significativamente y cinco que empeoran, aunque las que mejoran son todas ellas significativas y los empeoramientos son significativos en cuatro de los casos analizados (fusiones 3, 7, 8 y 9). Por último, según la variable de eficiencia ME/ATM, hay seis fusiones que mejoran significativamente y cuatro que empeoran, de las cuales tres lo hacen significativamente (las fusiones 3, 7 y 9). En conclusión, considerando todas las variables de eficiencia analizadas de manera conjunta se observa que: sólo una fusión mejora en todas las variables (la fusión 2); cuatro fusiones (las fusiones 1, 4, 5 y 6) mejoran en todas las variables menos una; y el resto de fusiones sólo mejoran en una de las variables, salvo la fusión 10 que mejora en dos variables. Por tanto, los resultados respecto al nivel de eficiencia no son

concluyentes, aunque sí se observa que los valores significativos son algo más numerosos en los casos de mejoras que en los de empeoramientos.

TABLA 6.—*Resultados del análisis para las variables de eficiencia*

	GE/ATM				GE/MO			
	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***
Fusión 1	0.38	0.238	0.15	P*	-10.17	7.83	2.34	M*
Fusión 2	-0.23	0.18	0.05	M*	-10.13	6.27	3.86	M*
Fusión 3	-0.47	0.32	0.15	M*	7.57	4.84	2.73	P*
Fusión 4	-0.41	0.35	0.06	M*	-6.82	5.20	1.62	M*
Fusión 5	0.29	0.31	-0.02	P	-7.31	4.22	3.09	M*
Fusión 6	0.09	0.11	-0.02	P	-3.01	1.95	1.06	M*
Fusión 7	-0.44	0.38	0.06	M*	8.99	5.44	-3.55	P
Fusión 8	-0.57	0.34	0.23	M*	4.64	6.88	-2.24	P
Fusión 9	-0.48	0.28	0.20	M*	1.06	3.66	-2.60	P
Fusión 10	1.08	0.37	0.70	P*	63.39	4.62	58.77	P*
Mejor****				6 (6)				5 (5)
Peor****				4 (2)				5 (2)
	MO/ATM				ME/ATM			
	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***
Fusión 1	0.77	0.48	0.29	M*	0.49	0.31	0.18	M*
Fusión 2	0.38	0.22	0.16	M*	0.69	0.39	0.31	M*
Fusión 3	-1.59	0.92	0.67	P*	-0.88	0.53	0.35	P*
Fusión 4	-0.27	0.35	-0.08	P	0.34	0.24	0.10	M*
Fusión 5	0.71	0.57	0.14	M*	0.52	0.33	0.19	M*
Fusión 6	0.22	0.19	0.03	M*	0.29	0.15	0.14	M*
Fusión 7	-1.21	0.71	0.50	P*	-0.56	0.31	0.26	P*
Fusión 8	-1.23	0.85	0.40	P*	-0.48	0.48	0.00	P
Fusión 9	-0.99	0.53	0.46	P*	-0.35	0.20	0.16	P*
Fusión 10	2.11	0.40	1.71	M*	0.38	0.06	0.32	M*
Mejor****				5 (5)				6 (6)
Peor****				5 (4)				4 (3)

* Diferencia entre el valor de la entidad adquirida y el valor del sector deducida la entidad adquirida (grupo de control). Dicha diferencia corresponde a la media de las diferencias de los 5 años posteriores y la media de las diferencias de los 5 años anteriores a la fusión.

** Diferencial es el valor absoluto de la diferencia.

*** Mejora (M) o Empeoramiento (P)

**** Entre paréntesis se ofrece el número de variaciones significativas (aquellas que son superiores a la desviación típica), que son las que tienen un asterisco en la tabla.

Fuente: Elaboración propia.

La Tabla 7 muestra los resultados del análisis para las variables de productividad (ATM/EMP y ATM/OF). Según la variable de productividad ATM/EMP, todas las fusiones analizadas mejoran significativamente a excepción de una (la fusión 5), que muestra un empeoramiento significativo. Según la variables de productividad ATM/OF, mejoran significativamente las diez fusiones estudiadas; nueve de ellas significativamente. En conclusión, según las variables de productividad se deduce que hay una mejora significativa de las fusiones estudiadas, salvo el caso de la fusión 5, que mejora significativamente en la productividad por oficina y tiene un empeoramiento significativo en la productividad por empleado.

TABLA 7.—*Resultados del análisis para las variables de productividad*

	ATM/EMP				ATM/OF			
	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***
Fusión 1	1948.52	1005.50	943.02	M*	6305.08	2903.82	3401.26	M*
Fusión 2	1473.19	897.07	576.12	M*	2981.62	1832.73	1148.89	M*
Fusión 3	2472.94	1477.46	995.50	M*	10806.50	6548.11	4258.39	M*
Fusión 4	2616.21	1545.48	1070.73	M*	8398.04	4956.39	3441.65	M*
Fusión 5	-22.06	11.53	10.53	P*	946.02	1008.01	-61.99	M
Fusión 6	1217.08	952.33	264.75	M*	4523.85	3447.45	6124.40	M*
Fusión 7	1896.74	1218.42	678.32	M*	5581.82	3452.57	2129.25	M*
Fusión 8	2873.82	1735.45	1138.37	M*	7728.21	4947.67	2780.54	M*
Fusión 9	2976.82	1795.84	1180.98	M*	12280.11	7384.95	4895.16	M*
Fusión 10	4253.65	850.82	3402.83	M*	16053.51	3365.66	12687.85	M*
Mejor****				9 (9)				3 (3)
Peor****				1 (1)				0 (0)

* Diferencia entre el valor de la entidad adquirida y el valor del sector deducida la entidad adquirida (grupo de control). Dicha diferencia corresponde a la media de las diferencias de los 5 años posteriores y la media de las diferencias de los 5 años anteriores a la fusión.

** Diferencial es el valor absoluto de la diferencia.

*** Mejora (M) o Empeoramiento (P) respecto al grupo de control

**** Entre paréntesis se ofrece el número de variaciones significativas (aquellas que son superiores a la desviación típica), que son las que tienen un asterisco en la tabla.

Fuente: Elaboración propia.

La Tabla 8 muestra los resultados del análisis para las variables de comportamiento estratégico (CM1, CM2, RP/ATM y CTOS/DEP). Según la variable estratégica CM1, cinco fusiones empeoran significativamente (las fusiones 1, 2, 4, 6 y 7) y las otras cinco mejoran significativamente, por lo que no se puede obtener un resultado concluyente. Según la variable estratégica CM2, cuatro fusiones empeoran (las fusiones 2, 4, 6 y 7) y seis fusiones mejoran, de las cuales cinco lo hacen significativamente, por lo que en este caso los resultados apuntan hacia una mejora, aunque no determinante. Considerando globalmente las variables estratégicas referidas a la cuota de mercado, no se puede concluir que las fusiones estudiadas

presenten, en términos generales, un comportamiento negativo, ya que cuatro de ellas empeoran en el caso de las dos variables (las fusiones 2, 4, 6 y 7) y otras cinco mejoran (las fusiones 3, 5, 8, 9 y 10), si bien los casos de mejora son todos ellos significativos.

TABLA 8.—*Resultados del análisis para las variables de comportamiento estratégico*

	CM1				CM2			
	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***
Fusión 1	-0.60	0.47	0.13	P*	0.36	0.24	0.12	M*
Fusión 2	-0.31	0.22	0.09	P*	-0.17	0.21	-0.04	P
Fusión 3	7.58	4.37	3.21	M*	5.84	3.63	2.21	M*
Fusión 4	-1.56	0.82	0.74	P*	-0.41	0.45	-0.04	P
Fusión 5	7.59	4.31	3.28	M*	9.62	5.47	4.15	M*
Fusión 6	-1.29	0.66	0.63	P*	-0.40	0.63	-0.23	P
Fusión 7	-0.87	0.48	0.39	P*	-0.48	0.35	0.13	P*
Fusión 8	0.58	0.34	0.24	M*	0.73	0.44	0.29	M*
Fusión 9	1.30	0.74	0.56	M*	0.20	0.44	-0.24	M
Fusión 10	9.35	0.38	8.96	M*	9.96	0.21	9.75	M*
Mejor****				5 (5)				6 (5)
Peor****				5 (5)				4 (1)
	RP/ATM				CTOS/DPTOS			
	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***	Diferencia*	Desviación típica	Diferencial - DT**	Situación***
Fusión 1	0.75	0.70	0.05	M*	27.63	12.20	15.43	M*
Fusión 2	1.05	1.05	0.00	M	22.24	16.60	5.64	M*
Fusión 3	0.66	0.85	-0.19	M	18.27	10.53	7.74	M*
Fusión 4	2.60	1.39	1.21	M*	32.46	18.38	14.08	M*
Fusión 5	0.84	0.49	0.35	M*	29.30	15.58	13.72	M*
Fusión 6	0.93	0.62	0.31	M*	21.79	12.83	8.96	M*
Fusión 7	2.02	1.34	0.68	M*	18.91	11.84	7.07	M*
Fusión 8	-0.25	0.92	-0.67	P	30.58	16.40	14.18	M*
Fusión 9	-1.47	0.89	0.58	P*	5.63	4.59	1.04	M*
Fusión 10	4.80	0.67	4.13	M*	107.12	5.22	101.90	M*
Mejor****				8 (6)				10 (10)
Peor****				2 (1)				0 (0)

* Diferencia entre el valor de la entidad adquirida y el valor del sector deducida la entidad adquirida (grupo de control). Dicha diferencia corresponde a la media de las diferencias de los 5 años posteriores y la media de las diferencias de los 5 años anteriores a la fusión.

** Diferencial es el valor absoluto de la diferencia.

*** Mejora (M) o Empeoramiento (P) respecto al grupo de control.

**** Entre paréntesis se ofrece el número de variaciones significativas (aquellas que son superiores a la desviación típica), que son las que tienen un asterisco en la tabla.

Fuente: Elaboración propia.

Según la variable estratégica RP/ATM, ocho fusiones mejoran y sólo dos (las fusiones 8 y 9) empeoran, por lo que en este caso la conclusión es positiva, más si tenemos en cuenta que de las ocho fusiones que mejoran, seis lo hacen significativamente. Según la variable estratégica CTOS/DEP, todas las fusiones estudiadas mejoran, y además lo hacen significativamente, por lo que también según esta variable es concluyente en sentido favorable. Considerando globalmente las variables estratégicas referidas a la capacidad de financiación (RP/ATM y CTOS/DEP), sí se puede concluir que el resultado de las fusiones ha sido favorable, pues ocho de las diez fusiones han mejorado en ambos casos, y además de forma significativa.

Si se consideran las cuatro variables estratégicas globalmente, no se puede ser concluyente, aunque es relevante señalar que casi todas las fusiones que mejoran lo hacen significativamente, mientras que los casos de fusiones que empeoran no siempre lo hacen significativamente.

5. Conclusiones

A pesar de la abundancia de literatura existente sobre los efectos de las operaciones de fusiones en los resultados empresariales, no hay ningún estudio que sea concluyente en demostrar que las fusiones y, por tanto, el aumento de tamaño, produzcan efectos positivos en la rentabilidad y la eficiencia de las empresas en general y de las entidades de depósito en particular.

En el trabajo que presentamos, hemos querido realizar una nueva aportación a este campo de estudio, centrando su análisis en un tipo de entidad de depósito sobre el que existe escasa literatura, las cooperativas de crédito y cajas rurales. Además, se trata de un sector en el que durante el último decenio se ha producido un número significativo de fusiones, que ha provocado modificaciones de calado en su comportamiento estratégico: disminución del número de entidades, incremento del tamaño medio por entidad, ruptura del principio de territorialidad y consolidación de la cooperación en torno al Grupo Caja Rural, además de aspectos de menor relevancia.

En este contexto, se ha realizado un estudio empírico utilizando una metodología basada en el análisis pre y post-fusión sobre un conjunto de variables de rentabilidad, eficiencia, productividad y comportamiento estratégico y aplicado sobre las fusiones más destacadas que han sucedido en el sector durante el último decenio. En este sentido, el trabajo utiliza una extensa relación de variables, incluyendo tanto las que se han usado habitualmente en este tipo de estudios, como otras que hemos considerado oportuno añadir, en especial, aquellas que hacen referencia a la posición competitiva y a la estrategia financiera seguida por estas entidades.

Las conclusiones obtenidas no han sido concluyentes para el conjunto de fusiones estudiadas y de variables analizadas, aunque sí se han obtenido resultados

parciales e individuales que permiten hacer algunas valoraciones de interés. En el caso de la rentabilidad, la conclusión obtenida es que las fusiones realizadas no han producido, en general, una mejora en los niveles de rentabilidad de las cajas rurales adquiridas (tres de las diez fusiones empeoran en todas las variables consideradas y sólo dos mejoran en todas ellas), especialmente en lo que se refiere a la rentabilidad de los recursos propios (siete de las diez fusiones empeoran). Por lo tanto, el argumento según el cual las fusiones se llevan a cabo para mejorar la rentabilidad de las empresas adquiridas no se sostiene. En el caso de la eficiencia no se puede obtener ninguna conclusión sólida, puesto que los resultados obtenidos tienen mucha dispersión, tanto según variables analizadas como según fusiones estudiadas; en todo caso, y al igual que en los niveles de rentabilidad, se puede señalar que tampoco las fusiones garantizan siempre una mejora de los niveles de eficiencia de las entidades adquiridas. Por lo que respecta a la productividad, la conclusión es determinante, en sentido positivo, es decir, con las fusiones estudiadas se produce una mejora significativa (nueve de las diez fusiones mejoran significativamente en todas las variables consideradas y sólo una fusión empeora en la productividad por empleado). En definitiva, los resultados obtenidos en el presente estudio concluyen que los motivos económicos (rentabilidad y eficiencia) por los cuales se realizan las fusiones no tienen razón de ser, ya que esta clase de estrategias no garantizan su mejora; si bien sí se ha observado una mejora clara en los niveles de productividad de estas entidades.

En el caso de la posición competitiva, las conclusiones obtenidas no son determinantes en ninguno de los dos sentidos, aunque se aproximan más a la mejora que al empeoramiento, ya que los casos de mejora son todos ellos significativos. En todo caso, sí se puede concluir, al igual que en las variables económicas estudiadas, que las fusiones no producen siempre una mejora en la posición competitiva de las empresas adquiridas, por lo que este motivo, que tan a menudo es planteado en el análisis de las fusiones como uno de los más significativos, tampoco es sustentado por el análisis empírico. Por último, respecto a las estrategias financieras (grado de autofinanciación y de cobertura), los resultados del estudio realizado sí demuestran una mejora en términos globales (ocho de las diez fusiones estudiadas mejoran en ambas variables y ninguna de ellas empeora en los dos variables a la vez). En definitiva, sí se puede afirmar que las fusiones experimentadas en el sector de las cajas rurales durante el último decenio han alterado el comportamiento estratégico de estas entidades en lo que se refiere a sus estrategias financieras, mejorando sus niveles de financiación propia y de cobertura, situándolas en una mejor posición ante la crisis que en la actualidad afecta al conjunto del sistema financiero internacional.

Así, los resultados sugieren que, en promedio, las fusiones analizadas han perseguido una mejora de la solvencia de las entidades (vía incremento de los recursos propios), aún a costa de sacrificar algo la rentabilidad, en un contexto de elevada expansión del crédito como el que caracterizó a la economía española hasta el año 2007 que permitió mejorar los registros de productividad.

El trabajo, aún habiendo utilizado un número de variables significativo y de naturaleza diferente, presenta limitaciones metodológicas dignas de mención. Así, por una parte se podrían haber utilizado otro tipo de variables diferentes, sobre todo en lo que se refiere a la medida del comportamiento estratégico de

las entidades. No obstante, la elección de unas variables y no otras ha venido condicionada por la disponibilidad de información. Un estudio posterior podría insistir en el aspecto estratégico del análisis, incluyendo otro tipo de variables cualitativas (organizativas y de recursos humanos) que se podrían obtener de la realización de un estudio de campo mediante un cuestionario. Por otra parte, la metodología empleada ha resultado compleja en algunos casos, por el hecho de que una misma entidad ha intervenido en más de una operación y porque muchas de ellas se superponían en el tiempo. Del mismo modo, el número de fusiones estudiadas es limitado; además, si tenemos en cuenta que muy posiblemente se van a producir nuevas fusiones durante los próximos años, sería de interés realizar una actualización del trabajo haciendo un seguimiento del estudio de las fusiones en las cajas rurales y contrastarlo con los resultados obtenidos en este trabajo.

Referencias bibliográficas

- AKHAVEIN, J. D.; BERGER, A. N. y HUMPHREY, D. B. (1997), «The effects of bank megamergers on efficiency and prices: evidence from the profit function», *Review of Industrial Organization*, núm. 12, págs. 95-139.
- ALTUNBAS, Y.; GARDENER, E. P. M.; MOLINEUX, P. y MOORE, B. (2001), «Efficiency in European Banking», *European Economic Review*, vol. 45 núm. 10, págs. 1931-1955.
- ARGÜELLES ÁLVAREZ, J. (1998), «El proceso de concentración de la banca española entre 1977 y 1996», *Política y Sociedad*, núm. 29, págs. 133-149.
- BANAL-ESTAÑOL, A. (2007), «Information-Sharing implications of horizontal mergers», *International Journal of Industrial Organization*, vol. 25 núm. 1, págs. 31-49.
- BANAL-ESTAÑOL, A. y OTTAVIANI, M. (2006), «Mergers with product market risk», *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 15 núm. 3, págs. 577-608.
- (2007), «Bank mergers and diversification: implications for competition policy», *European Financial Management*, vol. 13 núm. 3, págs. 578-590.
- BANCO DE ESPAÑA (varios años), *Boletín Estadístico*, Banco de España, Madrid.
- BELMONTE UREÑA, L. J. (2007), *El sector de las cooperativas de crédito en España. Un estudio por Comunidades Autónomas*, Consejo Económico y Social de Andalucía, Sevilla.
- BENSTON, G.; HUNTER, W. y WALL, L. (1995), «Motivations for Bank Mergers and Acquisitions: Enhancing the Deposit Insurance Put Options versus Earnings Diversifications», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27 núm. 3, págs. 37-69.
- BERGER, A. y MESTER, L. J. (1997), «Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?», *Journal of Banking and Finance*, núm. 21, págs. 895-947.
- BERGER, A.; DEMSETZ, R. S. y STRAHAN, P. E. (1999): «The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future», *Journal of Banking and Finance*, núm. 23 (2-4), págs. 135-194.
- BERGER, A.; HANWECK, G. y HAMPHREY, D. B. (1997), «Competitive viability in banking, scale, scope and product mix economies», *Journal of Monetary Economics*, núm. 20, págs. 501-520.
- CALVO, A. y GONZÁLEZ, J. A. (1999): «Eficiencia económica y social de las cooperativas de crédito españolas», *Revista de Estudios Cooperativos Revesco*, núm. 67, págs. 51-70.
- CARBÓ, S. (1999), «La exclusión financiera en las sociedades occidentales», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 148-149, págs. 163-168.

- CARBÓ, S. y HUMPHREY, D. B. (2004), «Predicted and actual costs from individual bank mergers», *Journal of Economics and Business*, vol. 56 núm. 2, págs. 137-157.
- CARBÓ, S. y WILLIAMS, J. (2000): «Stakeholders value in European Saving Banks», en Shuster (ed.), *Stakeholders Value Management in Banks*, McMillan, Londres.
- CARROLL, C. A. (2002), «A century of mergers and acquisitions», en Gup (ed.), *Mega-mergers in a Global Economy: causes and consequences*, Quorum Books, Westport.
- CAVALLO, L. y ROSSI, S. P. (2001), «Scale and Scope Economies in the European Banking Systems», *Journal of Multinational Financial Management*, núm. 11, págs. 515-531.
- CUERVO, A. (1999), «Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos no explícitos como determinantes del éxito», *Economistas*, núm. 82, págs. 20-31.
- CUESTA, R. A. y OREA, L. (2002), «Mergers and Technical efficiency in Spanish savings banks: a stochastic distance function approach», *Journal of Banking and Finance*, vol. 26 núm. 12, págs. 2231-2247.
- DÍAZ, B.; GARCÍA, M. y SANFILIPPO, S. (2004), «Bank acquisitions and performance: evidence from a panel of European Credit Entities», *Journal of Economics and Business*, vol. 56 núm. 5, págs. 377-404.
- FUENTELES, L. y GÓMEZ, J. (2002), «El crédito cooperativo en España», *Revista Esic-Market*, núm. 112, págs. 9-30.
- FUENTES EGUSQUIZA, I. (2001), «Análisis de los efectos de las operaciones de fusión de las entidades bancarias en España», *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, núm. 48, págs. 344-363.
- (2003), «Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España», *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto, págs. 71-78.
- (2008), «Evolución de la brecha créditos-depósitos y de su financiación durante la década actual», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre, pág. 61-68.
- GARCÍA OLALLA, M.; DÍAZ DÍAZ, B.; SANFILIPPO AZOFRA, S. y TORRE OLMO, B. (2005): «Análisis de la rentabilidad obtenida por las entidades de depósito en las adquisiciones nacionales y transfronterizas», *Boletín de estudios económicos*, vol. 60 núm. 185, págs. 307-332.
- HADLOCK, C.; HOUSTON, J. y RYNGAERT, M. (1999): «The role of managerial incentives in bank acquisitions», *Journal of Banking and Finance*, vol. 23 núm. 2-4, págs. 221-249.
- HERNANDO, I.; NIETO, M. J. y WALL, L. D. (2008), «Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea», *Boletín Económico del Banco de España*, octubre, págs. 103-111.
- HUGHES, J. P.; MESTER, L. J. y MOON, C. G. (2001), «Are scale economies in banking elusive or illusive. Evidence obtained by incorporating capital structure and risk-taking into models of bank production», *Journal of Banking and Finance*, vol. 25 núm. 12, págs. 2169-2208.
- MARCO GUAL, M. A. y MOYA CLEMENTE, I. (2000), «Factores que inciden en la eficiencia de las Entidades de Crédito Cooperativo», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 29, núm. 105, págs. 781-808.
- MAUDOS, J.; PASTOR, J. M.; PÉREZ, F. y QUESADA, J. (2002), «Cost and profit efficiency in european banks», *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 12 núm. 1, págs. 33-58.
- MCALLISTER, P. H. y MCMANUS, D. (1993), «Resolving the scale efficiency puzzle in banking», *Journal of Banking and Finance*, vol. 17 núm. 2-3, págs. 389-405.
- MCDONALD, M. L.; WESTPHAL, J. D. y GRAEBNER, M. E. (2008), «What do they know?. The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance», *Strategic Management Journal*, vol. 29 núm. 11, págs. 1155-1177.
- MELIÁN, A.; PALOMO, R.; SANCHIS, J. R. y SOLER, F. (2006): «La investigación en materia de cooperativas de crédito y grupos cooperativos», *Revista CIRIEC-España*, núm. 56, págs. 25-64.

- MOLYNEUX, P. (2007), «Concentración, tamaño y competencia en la banca europea», *Papeles de Economía Española*, núm. 114, págs. 83-97.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1989), «Alternative mechanism for corporate control», *The American Economic Review*, vol. 79, núm. 4, págs. 842-852.
- PALOMO, R. y GONZÁLEZ, M. (2004), «Un contraste de la divergencia en el modelo de negocio de las entidades financieras de economía social: cajas de ahorros y cooperativas de crédito», *REVESCO revista de estudios cooperativos*, núm. 83, págs. 85-114.
- PALOMO, R. J. y SANCHIS, J. R. (2008), «Un análisis del crédito cooperativo en España: situación actual, expansión territorial y proyección estratégica», *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 26, núm. 1, págs. 89-132.
- PARRINO, J. D.; COLLEGE, B. y HARRIS, R. (1999), «Takeovers, management replacement and post-acquisition operating performance: evidence from the 1980s», *Journal of Applied Corporate Finance*, núm. 11, págs. 88-97.
- PRAGER, R. y HANNAN, T. (1998), «Do substantial mergers generate significant price effects? Evidence from the banking industry», *The Journal of Industrial Economics*, vol. 46, núm. 4, págs. 433-452.
- RAYMOND, J. L. (1994), «Economías de escala y fusiones en el sector de cajas de ahorros», *Papeles de Economía Española*, núm. 58, págs. 113-125.
- SANCHIS, J. R. y CAMPS, J. (2002), *Dirección Estratégica Bancaria*, Díaz de Santos, Madrid.
- SANFILIPPO AZOFRA, S.; GARCÍA OLALLA, M. y TORRE OLMO, B. (2007), «Fusiones y adquisiciones bancarias: importancia de la gestión y el tamaño en las entidades europeas», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, núm. 837, págs. 273-295.
- SANTOS ÁLVAREZ, M. V. y PÉREZ SANTANA, M. P. (1999), «Las cajas de ahorros adquiridas: comportamiento financiero y resultados», *Revista de Dirección, Organización y Administración de Empresas*, núm. 21, enero, págs. 44-57.
- UNACC (varios años), *Anuario de las cajas rurales y cooperativas de crédito en España*, Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, Madrid.
- VANDER VENNET, R. (1998), «The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC Credit institutions», *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, núm. 9, págs. 1531-1558.
- WHEELLOCK, D. C. y WILSON, P. W. (2001), «New evidence on returns to scale and product mix among US Commercial Banks», *Journal of Monetary Economics*, vol. 47, núm. 3, págs. 653-674.