

El efecto del horizonte temporal en el resultado de las fusiones y adquisiciones: el caso de las cajas de ahorros españolas¹

Cristina Bernad Morcate • Lucio Fuentelsaz Lamata • Jaime Gómez Villascuerna
Universidad de Zaragoza

RECIBIDO: 15 de julio de 2008

ACEPTADO: 20 de mayo de 2009

Resumen: El objetivo de este trabajo es destacar la importancia de adoptar un horizonte temporal suficientemente largo a la hora de evaluar el éxito de las fusiones y adquisiciones, así como poner de manifiesto que los resultados obtenidos pueden venir condicionados por el indicador seleccionado para evaluar el éxito de la operación. El contraste empírico de los planteamientos propuestos se lleva a cabo en el contexto de las fusiones entre las cajas de ahorros que tuvieron lugar en España fundamentalmente a principios de los años noventa. Nuestros resultados confirman, efectivamente, las hipótesis propuestas. El proceso de integración entre las entidades resulta complejo y muchas empresas no consiguen gestionarlo adecuadamente, por lo que no mejoran sus resultados ni siquiera en el largo plazo. Del mismo modo, el éxito de las operaciones varía según si este se mide a través de los cambios en la productividad o de las mejoras en el beneficio de las entidades implicadas.

Palabras clave: Fusiones y adquisiciones / Cajas de ahorro / Productividad / Rentabilidad.

The Effect of Time Horizon in the Performance of Merger and Acquisitions: The Case of Spanish Saving Banks

Abstract: The aim of this paper is to highlight the importance of evaluating mergers and acquisitions in the long run. We also argue that the consequences of these operations could be different depending on the type of indicator used for assessing success. We test our hypotheses in the context of the mergers among the Spanish savings banks, which mainly took place at the beginning of the 1990s. Our results do confirm the hypothesized relationships. Some firms do not improve their performance, even in the long run. We attribute this result to the complexities of managing the integration process adequately. Apart from that, our results show that the conclusion in terms of the success of these operations are different depending on the performance measure we use, whether productivity or profitability.

Key Words: Mergers and acquisitions / Savings banks / Productivity / Profitability.

INTRODUCCIÓN

Las fusiones y adquisiciones de empresas² han sido habituales durante los últimos años, en los que hemos sido testigos de un número de operaciones sin precedentes: un total de 42.437 en 2007, según datos proporcionados por Thomson Financial (2008)³. Sin embargo, a pesar de la frecuencia con que las empresas eligen esta estrategia, los resultados que se derivan de la misma no son en muchos casos los esperados. Un examen global de la evidencia disponible nos llevaría a concluir que, aunque la valoración *ex-ante* de las adquisiciones tiende a presentar resultados positivos (principalmente a favor de los accionistas de las empresas adquiridas), las evaluaciones *ex-post* apuntan en la dirección opuesta, con las fusiones mostrando en promedio un efecto negativo (Caves, 1989). La principal razón para ello es que las empresas adquirentes suelen pagar demasiado por sus objetivos (Bower, 2001).

El interés por conciliar la existencia de fusiones con una evidencia empírica poco concluyen-

te ha provocado que la literatura haya tratado de buscar las razones de esta aparente contradicción desde diferentes disciplinas (organización industrial, finanzas, comportamiento organizativo, estrategia). El principal argumento que se ha ofrecido desde el ámbito de la estrategia señala que el proceso de integración es complejo, por lo que el modo en el que se diseñan y gestionan las tareas a realizar tras una fusión podría ser un factor clave al explicar las diferencias de resultados entre las distintas operaciones y, por lo tanto, la relevancia del proceso de integración debería reconocerse en las aplicaciones empíricas. En particular, la importante reasignación de recursos asociada con las fusiones y adquisiciones y la complejidad de las actividades implicadas sugieren que su evaluación debería realizarse desde una perspectiva longitudinal, considerando un horizonte temporal suficiente que permita a las empresas llevar a cabo los ajustes necesarios para aprovechar completamente los beneficios de la integración. En caso contrario, se correría el riesgo de realizar una valoración equivocada, ya que sus efectos sólo resultan perceptibles cuando

ha transcurrido un número suficiente de años (Hendricks y Singhal, 2001; Oler, Harrison y Allen, 2008).

Además de la complejidad inherente al proceso de integración, otro aspecto que debe tenerse en cuenta es la dificultad para valorar el éxito de la fusión o adquisición a partir de un único indicador. La mayoría de los estudios previos utilizan como variable dependiente alguna medida de rentabilidad (las más habituales son la rentabilidad de los activos o de los fondos propios), cuya elección no está exenta de controversia, ya que la información contable puede reflejar de modo impreciso la verdadera situación de la empresa.

En definitiva, dos son las cuestiones a las que tratamos de dar respuesta en esta investigación. Por una parte, nos preguntamos en qué medida la consideración de un horizonte temporal insuficiente puede conducir a conclusiones erróneas acerca del atractivo de una determinada fusión o adquisición, en la medida en que el análisis se realiza cuando esta todavía no ha finalizado y aún no se han extraído todas las posibles sinergias que se derivan de la operación. Por otra, profundizamos en si la valoración de la operación viene condicionada por el indicador de resultados elegido. En algunas ocasiones se ha argumentado que las fusiones pueden conducir a mejoras en la eficiencia o la productividad de las empresas en la medida en que sean capaces de alcanzar un mayor nivel de producción a partir de un volumen de recursos similar. Sin embargo, estas mejoras en la productividad no tendrían por que verse acompañadas de un incremento en los beneficios si la dinámica competitiva fuerza a todas las empresas –o al menos a una gran parte de ellas– a mejorar también su posición. En otras palabras, la implicación en procesos de fusión o adquisición podría conducir a mejoras en la productividad que sólo tuvieran como consecuencia la paridad competitiva. Con el fin de evaluar la posible divergencia entre ambas dimensiones (productividad y resultados), nuestro trabajo las analizará de forma conjunta.

El contraste empírico de las hipótesis propuestas se lleva a cabo en el contexto del proceso de fusiones que tuvo lugar entre las cajas de ahorros españolas a principios de los años noventa. Entendemos que se trata de un marco

especialmente adecuado para llevar a cabo el análisis por dos motivos fundamentales. Por una parte, la relativa homogeneidad de la industria (se trata de empresas sin ánimo de lucro, que compiten fundamentalmente en el segmento minorista y con un ámbito de actuación limitado) minimiza el efecto de los factores exógenos, ya que estos previsiblemente afectarán de forma similar a las diferentes empresas. Por otro, como la mayoría de las fusiones tienen lugar al principio de nuestro período de observación (que comprende el período 1986-2004), el tiempo transcurrido permite evaluar las fusiones con una perspectiva temporal suficiente.

IMPORTANCIA DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Las fusiones y adquisiciones se justifican normalmente en términos de creación de valor para el accionista o de mejoras en la eficiencia. Sin embargo, es frecuente constatar como muchas de las operaciones llevadas a cabo no alcanzan el resultado deseado, por lo que los investigadores han tratado de averiguar cuáles son los factores que determinan su éxito. Desde el punto de vista de la dirección estratégica, se ha argumentado que el éxito de estos procesos viene determinado por tres elementos: las complementariedades entre las empresas afectadas (ajuste estratégico), el grado de compatibilidad en los sistemas directivos y su cultura (ajuste organizativo) y el propio desarrollo del proceso de adquisición (Jemison y Sitkin, 1986).

La consideración de estos tres elementos tiene implicaciones claras para explicar las diferencias en el resultado de las empresas fusionadas y en su evaluación. Para poder entenderlas, introducimos las ideas de ajuste potencial y ajuste efectivo y valoramos la importancia del proceso de integración. Por ajuste potencial entendemos el nivel óptimo de integración que podría lograrse entre la empresa adquirida y la adquirente en lo que se refiere a sus actividades, recursos y capacidades estratégicas. El concepto de ajuste potencial no puede considerarse de forma aislada, sino que depende de las características de las

empresas implicadas y de los mercados en los que operan. Es importante destacar que se trata de un concepto asociado con la máxima creación de valor, que se logra mediante un adecuado aprovechamiento de las sinergias que se derivan de la fusión. En cambio, por ajuste real se entiende el nivel de integración realmente alcanzado una vez que el proceso ha finalizado. Se asocia con un nivel de creación de valor que no excederá, pero que puede ser inferior al máximo.

La distinción entre estos dos conceptos confiere una gran importancia a un elemento que resulta clave al explicar porqué las fusiones no crean el valor previsto: el proceso de integración entendido como el conjunto de actividades diseñadas para lograr el máximo nivel de ajuste estratégico y organizativo. Se trata de una etapa que comienza una vez que el proceso de adquisición se da por concluido y que finaliza en el momento en que las consecuencias de todos los esfuerzos conscientemente dirigidos a alcanzar la máxima creación de valor han dejado de tener un efecto sobre la nueva organización.

Este proceso, que se desarrolla en los dos niveles antes mencionados –estratégico y organizativo–, es complejo y, lo que es más importante, tiene consecuencias sobre el resultado de las empresas en el largo plazo. Por ejemplo, desde el punto de vista estratégico, la literatura ha reconocido la importancia de las actividades de reestructuración y reasignación de recursos que se producen tras una fusión (Capron, Dussage y Mitchell, 1998; Capron y Mitchell, 1998a, 1998b; Karim y Mitchell, 2000). De igual modo, desde un punto de vista organizativo, la investigación ha puesto de manifiesto la relevancia del conflicto y la adaptación en los cambios culturales que tienen lugar en la empresa resultante (Berry, 1980, 1983).

Tras la contribución pionera de Jemison y Sitkin han surgido numerosas investigaciones que profundizan en el proceso de integración y en las dificultades que este conlleva. Uno de los trabajos que dentro de esta corriente más atención ha merecido dentro de la literatura es el libro de Haspeslagh y Jemison (1991), que distingue diferentes tipos de integración. Estos autores hablan de preservación cuando existe una

clara separación de actividades entre las empresas adquirida y adquirente una vez llevada a cabo la adquisición, de simbiosis cuando la integración conlleva un elevado grado de colaboración entre ambas empresas, y de absorción cuando una de las empresas pierde completamente su autonomía y es rápidamente asimilada por la otra. Un excelente intento de analizar en el contexto español las tipologías propuestas por Haspeslagh y Jemison (1991) es el realizado por Dolz e Iborra (2005). Las autoras disponen de una muestra final de 80 adquisiciones entre 1992 y 1999 y sus resultados señalan que el nivel de integración que se alcanza en las adquisiciones simbióticas y de absorción es elevado y que, en contra de su propuesta inicial, no existen diferencias importantes entre ambas. En un estudio posterior (Iborra y Dolz, 2006), estas mismas investigadoras profundizan en esta cuestión, y concluyen que la elección que llevan a cabo los directivos acerca del nivel de integración y del estilo de la misma permite explicar las consecuencias más relevantes del proceso de integración. Otro trabajo en el que se trata de contrastar empíricamente la complejidad del proceso de integración es el llevado a cabo por Capron (1999) quien, a partir de una muestra de 235 fusiones y adquisiciones, examina el impacto en el largo plazo de las desinversiones de activos y la redistribución de recursos después de la integración, concluyendo que ambas dimensiones tienen un efecto positivo en la rentabilidad de la empresa resultante. En la misma línea, Barkema y Schijven (2008) argumentan, a partir de 1.600 adquisiciones llevadas a cabo por 25 multinacionales holandesas entre 1966 y 2005, que la integración inicial es inevitablemente subóptima y que, por tanto, la adquisición reducirá en un primer momento la rentabilidad, lo que forzará a la empresa a llevar a cabo una reestructuración que permita desbloquear el potencial sinérgico de la operación.

En este contexto cabe citar, finalmente, el trabajo de Pablo (2004), que destaca la importancia del proceso de integración una vez que la adquisición ha tenido lugar. Esta integración exige llevar a cabo cambios en las estructuras organizativas y sistemas, así como en la propia cultura de las empresas. Pablo destaca que un aspecto clave de este proceso de integración es determinar si

los cambios deben afectar a una de las empresas integradas o a ambas. Para dar respuesta a sus preguntas desarrolla un modelo en el que establece cuáles son los factores que determinan el nivel de integración (definido como el grado de cambio, una vez llevada a cabo la adquisición, de la configuración técnica, administrativa y cultural de la empresa), concluyendo que los más importantes son los relacionados con las actividades llevadas a cabo por las empresas, sin olvidar en todo caso las razones de carácter cultural y político.

Frente a los trabajos comentados, que tratan de extraer conclusiones a partir de muestras de tamaño relativamente elevado, otro grupo de investigaciones intentan analizar con precisión el proceso de integración a partir del análisis detallado de un número reducido de empresas, obteniendo similares conclusiones. Dentro de esta línea pueden mencionarse los trabajos de Birkinshaw, Bresman y Hakanson (2000), Graebner (2004) o Schweizer (2005). Birkinshaw *et al.* (2000) estudian con detalle la integración en tres adquisiciones internacionales llevadas a cabo por multinacionales suecas. Su trabajo analiza, en una primera fase, el proceso de integración tanto de las actividades de la empresa (que se alcanzó de forma satisfactoria limitando la interacción entre la empresa adquirente y la adquirida) como de sus recursos humanos (que se produjo sin contratiempo y que condujo a una convergencia entre las diferentes culturas). En la segunda fase constatan como la integración de actividades se consolida una vez que la de los equipos humanos se ha llevado a cabo con éxito, lo que deriva en mayores interdependencias entre la empresa adquirente y la adquirida.

Graebner (2004) estudia ocho adquisiciones tecnológicas, y concluye que los directivos de la empresa adquirida desempeñan un papel clave para incrementar el valor que se deriva de la adquisición tanto en lo que se refiere al valor esperado de la operación (aquel previamente anticipado por la empresa adquirente) como a los beneficios que surgen de modo imprevisto y no planificado. La principal razón para ello es que estos directivos mitigan el potencial conflicto entre autonomía e integración.

Schweizer (2005) analiza en profundidad la integración de cinco empresas biotecnológicas

que son adquiridas por empresas farmacéuticas. Este autor concluye que, dada la complejidad y la naturaleza multifacética de las adquisiciones, las empresas adquirentes deben adoptar un enfoque híbrido en el que se trata de alcanzar un equilibrio entre la motivación y los objetivos de corto y los de largo plazo.

Un elemento común de la mayoría de los trabajos que centran su atención en el proceso de integración es que este es complejo lo que, en último término, resulta determinante al evaluar de las diferencias en los resultados alcanzados por las diferentes fusiones. En primer lugar, los conceptos de ajuste potencial y real y la importancia atribuida al proceso de integración deben llevarnos a reconocer que, incluso asumiendo un comportamiento que maximice la creación de valor, no todas las fusiones y adquisiciones obtienen los resultados esperados. Por ejemplo, desde un punto de vista estratégico, el proceso de integración supone una reasignación de los recursos y actividades de la nueva empresa con el fin de reducir la distancia entre el ajuste potencial y el ajuste realmente alcanzado. Para ello, es necesario abordar actividades complejas cuyas consecuencias pueden no estar claras, por lo que el éxito en esta tarea no está siempre asegurado.

En segundo lugar, el patrón temporal de los beneficios atribuidos a las fusiones y adquisiciones depende de un proceso de integración potencialmente duradero, cuyas consecuencias son indeterminadas y que podrían hacerse visibles sólo a largo plazo. Tal y como señalan Karim y Mitchell (2000, p. 1065) “...las actividades tras una fusión y sus implicaciones tenderán a desarrollarse sobre períodos que duran años”. De nuevo, desde un punto de vista estratégico, el patrón temporal dependerá de varios factores como el tipo de integración o el tipo de recursos y actividades que se ven afectados. En el primer caso, la literatura ha reconocido las diferencias asociadas a la diversificación relacionada y no relacionada, con la primera mostrando no sólo un mayor potencial de sinergias, sino exigiendo también un proceso más intenso (y potencialmente más largo) de integración que la última. En el segundo caso parece claro que algunos recursos (por ejemplo, los financieros) son más fácilmente transferibles que otros (es el

caso de las capacidades de innovación de producto).

En definitiva, nuestra primera hipótesis queda formulada del siguiente modo:

- *H₁: La gestión del proceso de integración es compleja y sus efectos han de evaluarse en el largo plazo.*

Por otra parte, es preciso reconocer que las fusiones afectan a distintas dimensiones del negocio, por lo que la evaluación de sus consecuencias debería basarse en un conjunto amplio de indicadores (King, Dalton, Daily y Covin, 2003; Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter y Davison, 2009). Algunos trabajos centran su atención en las consecuencias de las fusiones y adquisiciones sobre la rotación de los empleados (especialmente los de las empresas que son objeto de una adquisición), en el efecto que esto puede tener desde el punto de vista de la pérdida de conocimiento tras la salida de ejecutivos de las empresas implicadas en la fusión o en las consecuencias que tienen las fusiones sobre los consumidores (Berger, Saunders, Scalise y Udell, 1998). Sin embargo, es preciso reconocer que los indicadores más utilizados en la literatura son los que tratan de aproximar los cambios en la productividad y en los beneficios de la empresa resultante (Banker, Chang y Majumdar, 1996; Grifell-Tatjé y Lovell, 1999). El trabajo de estos autores muestra como los cambios en el beneficio de una empresa pueden descomponerse en diferentes efectos. Así, Banker, Chang y Majumdar (1996) argumentan que la utilización de medidas agregadas (como es el caso de los indicadores de rentabilidad) puede enmascarar el impacto de las diferentes estrategias utilizadas por la empresa. Por ejemplo, una estrategia de diferenciación de producto favorecerá el cobro de un precio superior, mientras que una de liderazgo en costes permitirá mejoras en la productividad. Del mismo modo, la desregulación puede reducir los beneficios de la industria debido a la mayor competencia pero, a la vez, este efecto negativo se puede ver compensado por un incremento en la productividad debido a que en un entorno liberalizado tal vez sea posible alcanzar mayores tasas de eficiencia. Con estos argumentos en mente, Banker, Chang y Majumdar (1996)

descomponen la rentabilidad en cuatro ratios que reflejan los posibles cambios en la productividad, los precios, la mezcla de productos y la utilización de la capacidad productiva. Estos autores tratan de corroborar sus planteamientos en una muestra de empresas de telecomunicaciones norteamericanas, y concluyen que con frecuencia los cuatro indicadores se mueven en distinta dirección. En particular, la empresa que utilizan como referencia obtiene sistemáticamente una rentabilidad muy por debajo de la media, aunque su productividad se sitúa claramente por encima en varios de los años en los que realizan el estudio.

Un análisis similar es el que realizan Grifell-Tatjé y Lovell (1999). En este caso, los autores identifican seis factores determinantes del beneficio empresarial: precio, productividad (que, a su vez, se descompone en cambio técnico y eficiencia operativa), mezcla de productos, mezcla de recursos y escala. Estos autores llevan a cabo un ejercicio en el que tratan de estimar los diferentes componentes del beneficio. Su principal conclusión en una muestra de entidades financieras españolas es que el efecto sobre el beneficio de las variables que se encuentran bajo el control de la empresa (productividad, mezcla de productos, mezcla de recursos y escala) es positivo. Sin embargo, el efecto negativo del precio (que seguramente se ve afectado por las condiciones macroeconómicas y por otros factores fuera del control de la dirección) enmascara la efectividad de las variables que diseña el equipo directivo. En suma, aunque potencialmente las fusiones podrían afectar de igual forma a la productividad y a la rentabilidad, también es posible pensar en situaciones en las que una mejora en alguno de los determinantes de los beneficios se vea compensada por una evolución negativa de otras variables. Por ejemplo, una mejora en la eficiencia operativa podría verse compensada por una evolución negativa de los precios, reduciendo los beneficios.

En consecuencia, la segunda hipótesis se expresa en los siguientes términos:

- *H₂: Las mejoras en la productividad no siempre van acompañadas de mejoras en la rentabilidad de la empresa resultante de la fusión.*

EVIDENCIA EMPÍRICA EN EL SECTOR BANCARIO

Para ofrecer un análisis de los efectos de las fusiones que incorpore una dimensión longitudinal hemos elegido el sector bancario. La evidencia empírica en esta industria es relativamente abundante, pero no concluyente, al igual que sucede en otros sectores. Hay gran cantidad de artículos que muestran un efecto positivo en las empresas resultantes (Halpern, 1983; Berger y Humphrey, 1991; Shaffer, 1993; Fixler y Zieschang, 1993; Resti, 1998; Rhoades, 1998; Haynes y Thompson, 1999; Humphrey y Vale, 2002), pero también hay numerosos estudios que no obtienen evidencia de dichas mejoras (Berger y Humphrey, 1992; Díaz, Sanfilippo y López, 2008; Srinivasin y Wall, 1992; Srinivasin, 1992; Linder y Crane, 1992; Rhoades, 1990, 1993; Vander Vennet, 1996). En una reciente revisión de la literatura, Amel, Barnes, Panetta y Salleo (2004) concluyen que en general las fusiones no tienen efectos positivos sobre los costes o los beneficios de las entidades de depósito, y que su efecto en términos de creación de valor es escasamente importante.

La falta de consenso puesta de manifiesto en todos estos trabajos puede venir avalada por alguno de los argumentos previamente esgrimidos, pero también puede deberse a otras razones como la especificidad de las muestras utilizadas. Si bien es cierto que algunos de los efectos beneficiosos de las fusiones tienen un carácter general, también es posible que otras ventajas muestren un componente local (Amel *et al.*, 2004), lo que aconsejaría la realización de estudios que recogieran las particularidades de cada mercado.

Por último, algunos trabajos determinan el efecto de las fusiones en un contexto regulado, argumentando que las restricciones legales habrían constituido un impedimento a la obtención de economías de escala o de alcance. El proceso de desregulación que ha tenido lugar en la mayor parte de los países desarrollados ha aumentado la libertad de las empresas del sector bancario para llevar a cabo este tipo de operaciones, con la única restricción de la viabilidad económica. Por lo tanto, en un contexto desregulado debemos esperar un aumento en la probabilidad de encontrar efectos significativos en la eficiencia o en los beneficios. Sin embargo, las diferencias en el

grado de regulación y las particularidades de los diferentes mercados financieros de cada país tampoco facilitan la comparación directa entre ellos (Amel *et al.*, 2004).

Si nos centramos en el sector bancario español, la evidencia concluye que las fusiones y adquisiciones entre cajas de ahorros no tienen efectos significativos sobre las distintas medidas de resultados utilizadas. Por ejemplo, Raymond (1994) concluye que el efecto neto de las fusiones sobre los costes no está claro. Del mismo modo, los resultados de Fuentes y Sastre (1999) (este es el único trabajo que también considera los bancos, aunque las cajas de ahorros son mayoría en su muestra, ya que las fusiones entre bancos son escasas) son también ambiguos en términos de las consecuencias de los niveles de eficiencia o de la capacidad de generar beneficios. Grifell-Tatjé y Novell (1996) examinan los efectos de la desregulación en la productividad, prestando especial atención a las consecuencias de las fusiones entre cajas de ahorros. De sus análisis se puede concluir que las mejoras de la eficiencia sólo se encuentran en aquellos casos en los que la integración tiene lugar entre empresas eficientes.

Más recientemente, Carbó, Humphrey y Rodríguez (2003) analizan las fusiones entre cajas en el período 1986-1999. Sus resultados muestran que las entidades fusionadas experimentaron un mayor incremento en los costes medios que el resto de la industria. Sin embargo, estas diferencias no son importantes cuando se comparan los tipos medios de los créditos o la rentabilidad sobre activos. Finalmente, Carbó y Humphrey (2004) analizan los efectos de las fusiones entre las cajas de ahorros en el período 1986-2000. A pesar de que en promedio los autores comprueban como las entidades fusionadas redujeron los costes medios, el análisis individual de las fusiones lleva a la conclusión de que sólo en aproximadamente un tercio de los casos se consiguen reducciones en dichos costes.

METODOLOGÍA

Con el fin de evaluar las consecuencias de las fusiones y adquisiciones, la literatura ha tratado de encontrar indicadores que reflejen las mejoras en la eficiencia o en la creación de valor. Las al-

ternativas empleadas incluyen el análisis del grado de proximidad de la empresa a la frontera eficiente (Vander Venet, 1996), los cambios en la productividad (Haynes y Thompson, 1999), la comparación del precio de la acción de la empresa antes y después de la fusión (Siems, 1996) o la variación en la rentabilidad obtenida por la entidad. Dado que no existe un procedimiento unánimemente aceptado, la aproximación que se realiza en este trabajo es doble. Por una parte, tratamos de estimar en qué medida las empresas involucradas en una fusión son capaces de mejorar su productividad con respecto a la situación previa a la operación. Parece razonable admitir que uno de los objetivos que se plantean las entidades al adoptar una decisión de estas características es mejorar su eficiencia, especialmente en un contexto donde el incremento en la rivalidad les fuerza a aprovechar de manera óptima los recursos disponibles. En todo caso, es importante destacar que una mejora en la productividad no se traduce necesariamente en un mayor beneficio, en la medida en que se produzca simultáneamente una intensificación en el grado de competencia. En consecuencia, utilizaremos también un indicador de rentabilidad que refleje el efecto de las fusiones en el resultado de las empresas.

Un problema que se deriva de la aproximación elegida es que la utilización de dos indicadores conceptual y operativamente diferentes obliga a afrontar ambos fenómenos desde metodologías distintas. De este modo, el análisis de la productividad se lleva a cabo mediante la estimación de una función de producción Cobb-Douglas en la que trabajo y capital conforman las dos principales entradas, mientras que para medir la rentabilidad utilizamos un modelo basado en el paradigma estructura-conducta-resultados, habitual en economía industrial. La ventaja que obtenemos al proceder de este modo es que nuestros resultados serán más fácilmente comparables con otros obtenidos con anterioridad en la literatura. Así, la función Cobb-Douglas se ha utilizado con cierta frecuencia para analizar las mejoras en la productividad en diferentes industrias, incluido el sector bancario (Haynes y Thompson, 1999). En el caso de la estimación de la rentabilidad, Carbó, Rodríguez y del Paso (2003) han utilizado un modelo similar

para estudiar las consecuencias de la competencia en el sector bancario.

En definitiva, en lo que se refiere a la estimación de la productividad, entendemos que la producción total (Q) de un intermediario financiero i en un momento del tiempo t puede expresarse de la siguiente forma:

$$Q_{it} = A L_{it}^{\alpha_1} K_{it}^{\alpha_2} \quad (1)$$

donde L representa la cantidad de trabajo; K representa el capital; A es un parámetro; y α_1 y α_2 son coeficientes que indican la importancia del efecto de los diferentes factores sobre la cantidad total de producto obtenida. Para su estimación, el modelo básico puede transformarse en su especificación lineal, tomando logaritmos en (1), como sigue:

$$\ln(Q_{it}) = \ln(A) + \alpha_1 \ln(L_{it}) + \alpha_2 \ln(K_{it}) \quad (2)$$

Una particularidad de esta especificación es que puede ampliarse para incorporar el efecto de las fusiones (o de otros factores) sobre la productividad. En este caso, dicho impacto puede medirse a través de la introducción de variables ficticias para cada fusión, lo que permite comparar la productividad antes y después de la consolidación. Con la introducción de las variables ficticias, el modelo (2) podría expresarse como sigue:

$$\ln(Q_{it}) = \ln(A) + \alpha_1 \ln(L_{it}) + \alpha_2 \ln(K_{it}) + \sum_t \delta_{fusión} \quad (3)$$

donde t es el año en el que tuvo lugar la fusión y las variables ficticias $fusión_{i,t+n}$ toman un valor igual a uno cada año a partir de aquel en el que la empresa i se vio envuelta en una operación de fusión o adquisición (y cero en caso contrario).

El modelo (3) se puede estimar de forma relativamente sencilla a través de los métodos de regresión lineal comúnmente utilizados. Dado que la presencia de variables no observables es una constante en dirección estratégica (Godfrey y Hill, 1995), nuestra estimación incluye efectos fijos de empresa con la intención de recoger su influencia de sobre la productividad. De igual modo, la especificación tiene en cuenta los efec-

tos del ciclo económico a través de la introducción de efectos temporales. Por tanto, el modelo a estimar queda finalmente formulado de la siguiente manera:

$$\ln(Q_{it}) = \ln(A) + \alpha_1 \ln(L_{it}) + \alpha_2 \ln(K_{it}) + \sum_t \delta \text{fusión}_{i,t+n} + \varepsilon_{it} + \gamma_i + \phi_t \quad (4)$$

donde ε_{it} es el término del error, γ_i es un efecto fijo específico de empresa, ϕ_t son las variables ficticias anuales y el resto de variables han sido definidas con anterioridad. Dado que con frecuencia las fusiones y adquisiciones implican una reasignación bilateral de recursos, asignamos un nuevo efecto fijo cada vez que se produce una operación.

Por lo que respecta al impacto de las fusiones sobre la rentabilidad de las entidades involucradas, en su evaluación utilizamos, como se ha comentado, un modelo habitual en los estudios de economía industrial y similar al empleado por Carbó, Rodríguez y del Paso (2003). Según proponen estos autores, la rentabilidad obtenida por una determinada entidad financiera i en el año t (Π_{it}) depende de la estructura del mercado en el que esta compite (que viene, a su vez, determinada por el grado de concentración, CR_{it}), así como por las características de la propia empresa ($EMPR_{it}$). En definitiva:

$$\Pi_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 EMPR_{it} + e_{it} \quad (5)$$

donde e_{it} es el término del error.

Un aspecto en el que ha incidido especialmente la literatura tiene que ver con el signo del coeficiente que acompaña a la variable concentración. En la medida en que las entidades puedan aprovecharse del poder de mercado que se deriva de un mercado altamente concentrado, dicho coeficiente será positivo. No obstante, es igualmente importante destacar que esta interpretación sólo es correcta si la eficiencia alcanzada por las diferentes entidades es similar, ya que un alto grado de concentración también podrá ser consecuencia de la necesidad de alcanzar los elevados niveles de eficiencia requeridos para competir en un mercado competitivo. En consecuencia, el modelo deberá tener también en cuenta la posibilidad de que las empresas presen-

ten distintos grados de eficiencia, ya que en caso contrario estas diferencias podrían estar enmascaradas en la variable CR_{it} . Por lo tanto, el modelo también recoge explícitamente dicha variable ($EFIC_{it}$). De igual modo, es previsible que aquellas empresas que soporten mayores niveles de riesgo disfruten también de unos beneficios más altos. Por ello, se incorpora una segunda variable ($RIES_{it}$) que caracteriza la actividad de la empresa y que tiene en cuenta, precisamente, el nivel de riesgo que esta soporta en el desarrollo de su actividad. Por lo que respecta a las características de las empresas, el modelo reconoce explícitamente que las empresas más grandes podrían obtener una mayor rentabilidad, en la medida en que sea posible aprovechar mejor las economías de escala o de alcance que se derivan de un mayor tamaño (TAM_{it}). Además, el modelo incluirá un efecto fijo para cada empresa con el fin de recoger aquellas variables no observables en las mismas que afectan de forma decisiva a sus resultados, así como una variable ficticia para cada año que recoge los efectos del cambio de ciclo u otros impactos que puedan haber afectado a los resultados de todas las entidades en un determinado momento del tiempo.

Por último, y dado que nuestro objetivo es evaluar las consecuencias de las fusiones en el largo plazo, el modelo adopta una especificación similar a la presentada en la ecuación (3), al incorporar una serie de variables ficticias que recogen para cada fusión el efecto de esta sobre la rentabilidad de la empresa. En definitiva, la especificación queda como sigue:

$$\Pi_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 EFIC_{it} + \beta_3 RIES_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \text{fusión}_{i,t+n} + e_{it} + \gamma_i + \phi_t \quad (6)$$

MUESTRA Y VARIABLES

La muestra utilizada coincide con la totalidad de cajas de ahorros que operaban en el sector bancario español entre los años 1986 y 2004, lo que nos permite disponer de un panel incompleto de datos que consta de 1.062 observaciones⁴. Durante ese período, el número de operaciones de fusión o adquisición ascendió a un total de 17⁵, lo que redujo el número de entidades de 77 en 1986 a 46 en 2004. La mayoría de fusiones se

concentra, además, en un período muy corto, ya que entre 1989 y 1992 el número de cajas pasa de 76 a 53. Entre las principales razones que justifican estos movimientos podemos citar la liberalización que tiene lugar en el sector durante los años ochenta y que culmina en 1989 con la eliminación de las restricciones a la apertura de oficinas o con la generalización del uso de las nuevas tecnologías, que exigen alcanzar un tamaño suficiente para aprovecharlas de forma adecuada. Esta circunstancia (la concentración de la mayoría de las fusiones al principio de nuestro horizonte de observación) nos permite evaluar sus consecuencias en el largo plazo. Además, la muestra tiene la ventaja añadida de que al estar compuesta por empresas relativamente homogéneas se minimiza el sesgo que puede derivarse del estudio de empresas muy diferentes entre sí o que se ven afectadas de modo desigual por las condiciones del entorno. En este sentido, debemos tener en cuenta que las cajas de ahorros son organizaciones sin fines de lucro y que uno de los pilares en los que se asienta su actividad es el desarrollo de una obra social que contribuya al desarrollo de las regiones en las que operan. Sin duda, esta mayor homogeneidad constituye una ventaja en relación con otros trabajos que utilizan muestras más amplias, ya que *a priori* una mayor similitud en términos de recursos, filosofía de gestión o cultura debería incrementar la probabilidad de éxito de la fusión y la obtención de resultados positivos.

Los datos necesarios para la estimación de los modelos se han obtenido a partir de la información proporcionada por la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). En concreto, en la mayor parte de los casos las variables se construyen a partir de la información procedente del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias de estas entidades. En el caso de la productividad, su selección se realiza a partir del enfoque de intermediación (Sealey y Lindley, 1977). La variable dependiente del modelo (producción total) incluye el valor de los préstamos e inversiones de cada caja (Haynes y Thompson, 1999). El factor trabajo se aproxima a través del número de empleados a tiempo completo. En cuanto al capital, consideramos dos formas complementarias de medirlo: la pri-

mera de ellas aproxima el valor de los activos fijos de la empresa, y la segunda recoge sus activos líquidos⁶.

En cuanto al segundo análisis propuesto, la rentabilidad se mide a través del cociente margen de explotación sobre activos totales. Para construir la variable que mide la concentración en los mercados en los que operan las entidades hacemos uso de la información que facilita la CECA sobre el número de oficinas de las cajas de ahorros en cada provincia. De este modo, en una primera etapa calculamos el índice de Herfindahl en todos los mercados provinciales, teniendo en cuenta para ello las cuotas de mercado de cajas de ahorros y bancos (con el fin de reconocer la creciente convergencia entre las actividades llevadas a cabo por ambos tipos de intermediarios). En un segundo paso, nuestros cálculos nos permiten definir un valor específico para cada empresa y para cada año ponderando el índice de Herfindahl de cada mercado por la importancia que dicho mercado tiene para cada caja de ahorros. Un coeficiente positivo de esta variable nos permitiría concluir que la concentración hace posible que las empresas ejerzan cierto poder de mercado, confirmando los postulados de la economía industrial.

Con respecto a la medición de la eficiencia, seguimos la aproximación de Carbó *et al.* (2003) y definimos la variable como el cociente “costes de explotación/margen ordinario”. Es decir, aquellas empresas con un mayor valor en esta variable son más ineficientes y, por tanto, deberían tener peores resultados. De igual modo, seguimos también la aproximación de estos autores para calcular el riesgo que soporta cada una de las entidades y que medimos a través de la ratio “crédito total/activo total”. El tamaño se aproxima mediante el logaritmo de los activos totales.

En cuanto a la evaluación del efecto de las fusiones sobre los indicadores considerados, nuestra aproximación pasa por definir una variable ficticia para cada año en que la empresa resultante de la operación se encuentra activa. En este sentido, una cuestión importante que surge en los estudios de este tipo es la consideración del momento del tiempo en el que las fusiones deberían tener un impacto sobre la productividad. Según hemos apuntado anteriormente, la gestión del proceso de integración es compleja y

requiere de un horizonte temporal suficiente. Aunque no hay consenso en la literatura acerca de qué debemos entender por ello (en ocasiones, la disponibilidad de datos es la que marca el período elegido), algunos trabajos insisten en que pueden necesitarse en torno a diez años para que se manifiesten plenamente los beneficios de la fusión (Barkema y Schijven, 2008). Biggadike (1979) habla de entre diez y doce años para que el resultado de las empresas fusionadas sea similar al de las *empresas maduras*, mientras que Birkinshaw *et al.* (2000) indican que el proceso de integración consta de dos fases y que sólo la primera de ellas se alarga entre cinco y siete años.

Nuestra primera hipótesis asume que, aunque algunos efectos pueden observarse en el corto plazo (fundamentalmente debido a la eliminación de oficinas redundantes o la disminución de los gastos generales de administración), hay otros cuyas consecuencias sólo se pondrán de manifiesto si se considera un horizonte temporal suficiente. Aprovechando las características de la muestra de la que disponemos (la mayor parte de los procesos de fusión y adquisición entre cajas de ahorros tienen lugar en la primera parte de nuestra ventana de observación), incluimos doce variables ficticias en la estimación de la función de producción aumentada. La primera de ellas *-fusión t-* toma el valor uno en el año en el que se realiza la operación. De la misma forma se definen otras diez variables ficticias (*fusión t+1*, ..., *fusión t+10*) para los diez años posteriores. Además, introducimos una última variable *fusión período final*, que toma un valor igual a 1 para todos los años posteriores al décimo. Como ya hemos comentado, es importante apuntar que los coeficientes que acompañan a estas variables deben ser interpretados conjuntamente con los cambios en los efectos fijos que introducimos en las estimaciones.

ANÁLISIS DE RESULTADOS

EFFECTO DE LAS FUSIONES SOBRE LA PRODUCTIVIDAD

El cuadro 1 muestra los resultados de la estimación de la función Cobb-Douglas aumentada a partir de las 1.062 observaciones disponibles.

Los modelos 1, 2 y 3 presentan la estimación MCO. Para corregir la posible existencia de heterocedasticidad todos los modelos se estiman con el método propuesto por White (1980). Como puede observarse, los modelos son globalmente significativos, con un elevado valor del coeficiente R^2 (corregido).

La primera columna del cuadro sólo recoge las tres variables consideradas en la ecuación (2): número de empleados, activos fijos y activos líquidos. La segunda columna incluye también una variable *dummy* anual (donde 1986 se toma como año de referencia). El modelo 2 es mejor que el modelo 1 en términos de su poder explicativo, tal y como muestra el incremento del coeficiente R^2 y la significatividad del test de la F que los compara. Finalmente, el modelo 3 añade las variables *fusión*. En este caso, el modelo 2 es ligeramente preferido, por lo que centraremos en él nuestros primeros comentarios. El trabajo y los activos líquidos resultan ser los principales determinantes de la producción de las cajas de ahorros, mientras que la importancia relativa de los activos fijos es menor, aunque positiva. Los coeficientes que acompañan a las variables ficticias muestran que la producción total ha aumentado de forma sostenida en el tiempo.

Los modelos presentados en las tres primeras columnas del cuadro 1 no tienen en cuenta el hecho de que las cajas de ahorro pueden ser heterogéneas en lo que se refiere a algunas características no observables de las mismas, como pueden ser el talento directivo o las diferencias en la estructura organizativa. Si este fuera el caso, los tres modelos podrían sufrir problemas de especificación. Para tener en cuenta esta posibilidad, los modelos 4, 5 y 6 replican las estimaciones de los modelos 1, 2 y 3 incluyendo un efecto fijo para cada empresa.

Los efectos fijos resultan globalmente significativos, lo que revela que las estimaciones de los modelos 4 a 6 son preferidas a las de las columnas 1 a 3. Además, el estadístico de Hausman, que compara los efectos fijos y los efectos aleatorios, y el test de Breuch-Pagan son también significativos, permitiendo concluir que los modelos 4, 5 y 6 son preferidos a sus equivalentes de efectos aleatorios (no presentados en este trabajo). En el modelo 4, la variable trabajo y los

Cuadro 1.- Estimación de la función de producción aumentada Cobb-Douglas

	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4	MODELO 5	MODELO 6
Constante	-1,21*** (-11,30)	0,85*** (8,79)	0,85*** (8,75)	-4,66*** (-27,30)	2,81*** (7,27)	2,82*** (7,29)
Ln K1	-0,08*** (-5,08)	0,06*** (5,35)	0,07*** (5,83)	-0,01 (-0,49)	0,05*** (4,01)	0,06*** (4,35)
Ln K2	1,13*** (62,34)	0,74*** (43,41)	0,73*** (40,55)	1,23*** (58,88)	0,58*** (17,70)	0,58*** (17,54)
Ln L	-0,01 (-0,71)	0,21*** (13,20)	0,22*** (13,14)	0,18*** (3,60)	0,26*** (7,64)	0,26*** (7,29)
Año 1987	-	0,03** (1,97)	0,03*** (1,98)	-	0,05*** (4,11)	0,05*** (4,11)
Año 1988	-	0,09*** (4,49)	0,09*** (4,50)	-	0,11*** (8,64)	0,11*** (8,64)
Año 1989	-	0,08*** (4,30)	0,08*** (4,29)	-	0,11*** (8,52)	0,12*** (8,53)
Año 1990	-	0,08*** (4,48)	0,08*** (4,39)	-	0,14*** (8,68)	0,14*** (8,55)
Año 1991	-	0,12*** (6,08)	0,13*** (5,93)	-	0,19*** (10,49)	0,19*** (10,39)
Año 1992	-	0,08*** (3,36)	0,09*** (3,51)	-	0,15*** (8,18)	0,16*** (7,44)
Año 1993	-	0,06*** (2,54)	0,07*** (2,78)	-	0,15*** (7,61)	0,16*** (6,66)
Año 1994	-	0,08*** (3,58)	0,10*** (3,93)	-	0,18*** (8,32)	0,19*** (8,38)
Año 1995	-	0,10*** (3,99)	0,11*** (4,48)	-	0,20*** (9,02)	0,21*** (9,27)
Año 1996	-	0,13*** (5,20)	0,14*** (5,72)	-	0,24*** (10,33)	0,25*** (10,60)
Año 1997	-	0,21*** (8,55)	0,23*** (9,08)	-	0,34*** (13,47)	0,35*** (13,74)
Año 1998	-	0,29*** (12,16)	0,30*** (12,55)	-	0,42*** (15,84)	0,43*** (16,05)
Año 1999	-	0,34*** (15,42)	0,36*** (15,88)	-	0,49*** (16,84)	0,49*** (16,98)
Año 2000	-	0,41*** (19,24)	0,42*** (18,61)	-	0,57*** (18,59)	0,57*** (18,51)
Año 2001	-	0,44*** (19,83)	0,42*** (20,07)	-	0,61*** (18,15)	0,61*** (18,09)
Año 2002	-	0,49*** (21,23)	0,51*** (21,43)	-	0,67*** (19,25)	0,67*** (19,13)
Año 2003	-	0,53*** (22,84)	0,54*** (22,65)	-	0,73*** (19,29)	0,72*** (19,09)
Año 2004	-	0,57*** (24,48)	0,59*** (24,01)	-	0,78*** (19,28)	0,78*** (19,23)
Fusión t	-	-	0,09 (-0,47)	-	-	0,00 (0,16)
Fusión t+1	-	-	-0,02 (-0,74)	-	-	-0,00 (-0,19)
Fusión t+2	-	-	-0,04* (-1,34)	-	-	-0,02 (-0,74)
Fusión t+3	-	-	-0,04* (-1,19)	-	-	-0,02 (-0,87)
Fusión t+4	-	-	-0,05** (-1,90)	-	-	-0,04 (-1,39)
Fusión t+5	-	-	-0,06** (-1,90)	-	-	-0,04 (-1,46)
Fusión t+6	-	-	-0,06* (-1,75)	-	-	-0,04 (-1,41)
Fusión t+7	-	-	-0,05 (-1,33)	-	-	-0,03 (-0,98)
Fusión t+8	-	-	-0,04 (-1,11)	-	-	-0,02 (-0,60)
Fusión t+9	-	-	-0,03 (-0,92)	-	-	-0,01 (-0,19)
Fusión t+10	-	-	-0,02 (-0,70)	-	-	0,01 (0,21)
Fusión periodo final	-	-	-0,03* (-1,89)	-	-	0,01 (0,23)
Efectos fijos	-	-	-	Significativos	Significativos	Significativos
R ² corregido	0,9830	0,9919	0,9921	0,9939	0,9970	0,9970
F test vs (1) or (4)	-	71,40***	43,52***	-	46,17***	30,31***
F test vs (2) or (5)	-	-	1,50	-	-	1,90**
Hausman	-	-	-	515,52***	87,79***	73,71***
Breuch-Pagan	-	-	-	1.291,48***	2.487,72***	2.454,31***
Nº de observaciones	1.062	1.062	1.062	1.062	1.062	1.062

***, **, *: Variables estadísticamente significativas al 1%, 5% o 10%, respectivamente. Estadístico t entre paréntesis.

activos líquidos son positivos y significativos, pero no los activos fijos. Esta situación cambia cuando se incluyen las variables anuales (modelo 5), en cuyo caso las tres variables presentan el signo positivo esperado. Es importante señalar que el modelo 5 presenta un mejor ajuste que el modelo 4, tal y como muestra el estadístico F.

Finalmente, la columna 6 (análoga a la columna 3) incluye también las variables *fusión*. Los resultados son muy similares a los que se presentan en la columna 5, con el mismo signo y significatividad en las variables explicativas. Los coeficientes de las variables *fusión t+n* son siempre no significativos. A diferencia de las estimaciones MCO, el test de la F que compara los modelos 5 y 6 nos permite concluir que la estimación presentada en la columna 6 es preferida a la que aparece en la columna 5. Un primer análisis de estos resultados sugiere que las fusiones no tienen ningún efecto sobre la productividad de la empresa. Sin embargo, los coeficientes de estas variables no pueden analizarse con independencia del valor de los coeficientes de los efectos fijos de cada caja de ahorros. Para interpretar estos resultados correctamente debemos tener en cuenta que cuando tiene lugar una fusión entre dos (o más) entidades se asigna un nuevo efecto fijo a la empresa resultante, de manera que la comparación entre el efecto fijo antes y después de la fusión nos permite concluir si la operación es beneficiosa o perjudicial para la productividad.

Con el fin de insistir en este argumento, el cuadro 2 muestra el resultado de este ejercicio. Para ello, comparamos el valor de los efectos fijos de las entidades que se fusionan (ponderados por el tamaño de la empresa) con el coeficiente de la entidad resultante, teniendo en cuenta que un mayor valor del coeficiente de una determinada entidad en el período anterior a la fusión en relación con el período posterior debe entenderse como una pérdida de productividad por parte de la empresa, mientras que un incremento en dicho coeficiente implica que la productividad mejora como consecuencia de la operación. De la comparación se desprende que la productividad mejora en 13 de las 17 fusiones analizadas, si bien sólo en 7 de ellas el efecto es estadísticamente significativo. Estos resultados no son muy diferentes de los obtenidos por Carbó y Humphrey

(2004), quienes emplean una muestra y un horizonte temporal similares (analizan el período 1986-2000), y concluyen que aproximadamente un tercio de las cajas de ahorro españolas se beneficiaron de una reducción de costes como consecuencia de la fusión. En todo caso, es importante destacar que las mejoras en la productividad no son generales, sino que dependen en gran medida de la identidad de las empresas fusionadas. En términos de los argumentos ofrecidos previamente y asumiendo que las fusiones fueran potencialmente susceptibles de mejorar la productividad, esto significa que el ajuste efectivo es con cierta frecuencia peor que el esperado. Como se ha señalado, el proceso de integración resulta complejo y no todas las empresas son capaces de manejarlo satisfactoriamente una vez llevada a cabo la fusión. Una interpretación alternativa nos llevaría a pensar que los directivos se equivocan a la hora de evaluar el ajuste potencial que puede alcanzarse.

Cuadro 2.- Comparación de los efectos fijos antes y después de la fusión (análisis de la productividad)

	EFECTOS FIJOS		F test
	Antes de la fusión*	Después de la fusión	
Bancaja	0,377	0,636	25,57***
BBK	0,576	0,446	8,78***
Caixanova	0,339	0,452	13,00***
Caja Duero	0,345	0,174	10,37***
Caja España	0,277	0,318	0,56
Cajasur	0,368	0,472	4,09***
Castilla La Mancha	0,186	0,422	23,84***
Extremadura	0,099	0,124	0,28
Granada	0,369	0,383	0,13
Huelva y Sevilla	0,267	0,429	11,74***
Kutxa	0,47	0,397	3,15*
La Caixa	0,753	0,665	3,64*
Mediterráneo	0,472	0,611	4,87***
Navarra	0,394	0,47	2,51
San Fernando	0,353	0,393	0,98
Unicaja	0,272	0,383	5,23***
Vital	0,393	0,436	0,81

*El efecto fijo "antes de la fusión" se calcula como la media (ponderada por el activo) de los efectos fijos asociados a las empresas que originan la empresa resultante.

EFECTO DE LAS FUSIONES SOBRE LA RENTABILIDAD

Los resultados de la estimación del modelo que aproxima la rentabilidad de las cajas de ahorros (ecuación 6) se presentan en el cuadro 3. Al igual que los resultados recogidos en el cuadro 1,

Cuadro 3.- Efecto de las fusiones sobre la rentabilidad de las cajas

	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3	MODELO 4	MODELO 5	MODELO 6
Constante	7,41*** (54,22)	5,65*** (38,83)	5,86*** (39,79)	12,39*** (44,68)	12,68*** (12,96)	12,58*** (13,16)
Concentración	-0,29*** (-2,15)	-0,21 (-0,91)	-0,29 (-1,36)	0,17*** (2,37)	-0,38 (-1,01)	-0,18 (-0,53)
Eficiencia	-5,26*** (-39,26)	-5,47*** (-52,09)	-5,53*** (-53,21)	-6,13*** (-44,00)	-6,13*** (-46,20)	-6,11*** (-48,88)
Riesgo	-0,17** (-2,05)	1,64*** (17,09)	1,64*** (17,25)	0,57*** (5,71)	0,83*** (6,61)	0,84*** (6,99)
Tamaño	-0,18*** (-27,14)	-0,09*** (-13,95)	-0,10*** (-14,90)	-0,53*** (-25,28)	-0,56*** (-8,13)	-0,55*** (-8,15)
Año 1987	-	0,10*** (2,30)	0,10*** (2,28)	-	0,17*** (5,55)	0,16*** (5,53)
Año 1988	-	-0,13*** (-2,75)	-0,12*** (-2,68)	-	0,06 (1,53)	0,05 (1,45)
Año 1989	-	-0,16*** (-3,84)	-0,15*** (-3,69)	-	0,12*** (2,87)	0,12*** (2,82)
Año 1990	-	-0,18*** (-3,47)	-0,16*** (-3,26)	-	0,15*** (2,82)	0,16*** (3,27)
Año 1991	-	-0,22*** (-4,88)	-0,21*** (-4,43)	-	0,19*** (3,06)	0,19*** (3,13)
Año 1992	-	-0,26*** (-5,67)	-0,26*** (-5,67)	-	0,23*** (3,21)	0,22*** (3,12)
Año 1993	-	-0,10*** (-1,90)	-0,11*** (-2,22)	-	0,41*** (5,31)	0,39*** (5,22)
Año 1994	-	-0,26*** (-2,83)	-0,25*** (-2,85)	-	0,38*** (2,31)	0,29** (2,05)
Año 1995	-	-0,34*** (-6,99)	-0,35*** (-7,06)	-	0,29*** (3,18)	0,28*** (3,15)
Año 1996	-	-0,36*** (-7,77)	-0,37*** (-7,91)	-	0,31*** (3,22)	0,30*** (3,18)
Año 1997	-	-0,50*** (-10,18)	-0,50*** (-10,19)	-	0,23*** (2,21)	0,23*** (2,20)
Año 1998	-	-0,61*** (-13,14)	-0,62*** (-13,16)	-	0,19 (1,66)	0,18 (1,65)
Año 1999	-	-0,73*** (-15,26)	-0,73*** (-14,93)	-	0,14 (1,16)	0,13 (1,09)
Año 2000	-	-0,85*** (-16,70)	-0,84*** (-16,34)	-	0,12 (0,92)	0,11 (0,87)
Año 2001	-	-0,91*** (-16,93)	-0,92*** (-17,25)	-	0,12 (0,82)	0,09 (0,62)
Año 2002	-	-0,99*** (-17,26)	-1,01*** (-17,67)	-	0,12 (0,77)	0,08 (0,52)
Año 2003	-	-1,10*** (-18,98)	-1,11*** (-19,28)	-	0,06 (0,39)	0,02 (0,13)
Año 2004	-	-1,14*** (-19,39)	-1,15*** (-19,50)	-	0,12 (0,68)	0,07 (0,44)
Fusión <i>t</i>	-	-	-0,12 (-1,21)	-	-	-0,25*** (-2,37)
Fusión <i>t</i> +1	-	-	0,09** (1,90)	-	-	-0,05 (-0,70)
Fusión <i>t</i> +2	-	-	0,13*** (2,66)	-	-	-0,08 (-0,11)
Fusión <i>t</i> +3	-	-	0,14*** (2,43)	-	-	-0,02 (-0,22)
Fusión <i>t</i> +4	-	-	0,09 (1,70)	-	-	-0,05 (-0,80)
Fusión <i>t</i> +5	-	-	0,08 (1,57)	-	-	-0,08 (-1,14)
Fusión <i>t</i> +6	-	-	0,08 (1,41)	-	-	-0,07 (-1,12)
Fusión <i>t</i> +7	-	-	0,07 (1,34)	-	-	-0,09 (-1,50)
Fusión <i>t</i> +8	-	-	0,06 (1,11)	-	-	-0,10 (-1,55)
Fusión <i>t</i> +9	-	-	0,09 (1,52)	-	-	-0,07 (-0,99)
Fusión <i>t</i> +10	-	-	0,09 (1,39)	-	-	-0,06 (-0,97)
Fusion periodo final	-	-	0,11*** (3,33)	-	-	-0,00 (-0,07)
Efectos fijos	-	-	-	Significativos	Significativos	Significativos
R2 corregido	0,6482	0,8094	0,8150	0,8962	0,9226	0,9245
F test vs (1) or (4)	-	44,86***	30,07***	-	18,95***	12,24***
F test vs (2) or (5)	-	-	3,00***	-	-	1,45
Breusch-Pagan	-	-	-	1.689,44***	2.073,10***	2.119,29***
Hausman	-	-	-	127,14***	66,82***	3,81
Nº observaciones	1.062	1.062	1.062	1.062	1.062	1.062

***, **, *: Variables estadísticamente significativas al 1%, 5% o 10%, respectivamente, estadístico *t* entre paréntesis.

todos los errores se han corregido por heteroscedasticidad a través del método propuesto por White (1980). Aunque los valores de los estadísticos R^2 son ligeramente inferiores a los que se derivan del análisis de la productividad, son elevados en todos los casos, sobre todo cuando se introducen en las estimaciones los efectos fijos.

La primera columna del cuadro incluye únicamente las cuatro variables explicativas que conforman la ecuación (6), mientras que la segunda y la tercera añaden, respectivamente, las variables ficticias anuales y las que recogen las consecuencias de las fusiones. En todo caso, dado que, al igual que ocurría con la productividad, la estimación de efectos fijos que se presenta en las columnas 4 a 6 resulta preferida a la estimación MCO, limitamos nuestra valoración a los resultados obtenidos en estas tres últimas columnas. Además, es preciso señalar que el valor del indicador de Breusch-Pagan confirma que no se acepta la hipótesis de exogeneidad que haría posible la estimación de un modelo de efectos aleatorios –el test de Hausman hace también preferible el modelo de efectos fijos para las dos primeras estimaciones–. Finalmente, y antes de comentar las estimaciones, cabe indicar que con la introducción de los efectos fijos las medidas de ajuste global presentan mejoras importantes en relación con las que se ofrecían en las columnas 1 a 3. Así, el valor del estadístico R^2 corregido es superior a 0,89 en las tres últimas estimaciones.

Centrándonos en la columna 5 –la que presenta el modelo con mejor ajuste– podemos afirmar que la variable que mide la concentración no es significativa, por lo que no podemos afirmar que las empresas que operan en mercados más concentrados hagan uso de su poder de mercado para obtener mayores beneficios. Por otra parte, las empresas con mayores niveles de eficiencia obtienen una rentabilidad superior, así como las que asumen un riesgo más elevado. El tamaño de la entidad tiene un impacto claramente negativo sobre los beneficios, esto es, las empresas grandes obtienen menos beneficios que las pequeñas. Finalmente, las variables ficticias que recogen la evolución del ciclo económico u otros aspectos que pudieran haber afectado por igual a la rentabilidad de todas las cajas de ahorros son posi-

vas y significativas hasta el año 1996 y positivas, pero no significativas desde 1997.

Una lectura superficial de estos resultados nos llevaría a concluir que las fusiones no han tenido un efecto relevante sobre la rentabilidad. Por una parte, los coeficientes de las variables *fusión t ... fusión t+10* no resultan estadísticamente significativos (con la excepción de *fusión t*, cuyo signo es negativo). Por otra, como hemos señalado, el modelo estimado en la columna 6 es peor que el estimado en la columna 5, por lo que el efecto conjunto de estas variables tampoco es significativo.

Sin embargo, como hemos destacado anteriormente, para valorar la importancia de las fusiones no basta con analizar la significatividad o el signo que acompaña a las correspondientes variables ficticias, sino que también es necesario tener en cuenta que cada vez que se produce una fusión cambia el valor del efecto fijo de las entidades afectadas. En consecuencia, es necesario comparar el efecto fijo de cada caja antes y después de la operación. Dicha comparación se muestra en el cuadro 4 donde, al igual que para la productividad, debemos tener en cuenta que el coeficiente asignado a cada entidad antes de la fusión es la media –ponderada por el tamaño– de los coeficientes de las empresas que dan lugar a la caja fusionada.

Los resultados que se derivan de la observación del cuadro 4 son completamente diferentes a los que acabamos de mencionar, ya que 16 de las 17 cajas inmersas en un proceso de fusión mejoran, *ceteris paribus*, su margen de explotación –la única excepción la constituye Caja España–. No obstante, el efecto positivo resulta estadísticamente significativo únicamente en 11 de las 16 cajas mencionadas lo que, en todo caso, significa que aproximadamente dos de cada tres entidades mejoran su rentabilidad después de la fusión. También es importante destacar que la comparación de estos resultados con los presentados en el cuadro 2 pone de manifiesto que las conclusiones dependen en cierta medida del indicador utilizado. Aunque con carácter general los resultados apuntan en la misma dirección, un análisis detallado de estos sugiere que la gestión específica del proceso de fusión o adquisición depende de cada empresa y que, en ocasiones, una mejora en un indicador puede conllevar un empeoramiento del otro o viceversa.

En definitiva, la evidencia que se deriva de este trabajo ofrece cierto soporte empírico para las dos hipótesis formuladas. De la evaluación en el largo plazo de las consecuencias de las fusiones podemos concluir que se detectan mejoras en la productividad y en los resultados en un gran número de casos. Además, las mejoras en la productividad no siempre derivan en mayores beneficios, por lo que un análisis exclusivo de dicho indicador puede resultar insuficiente a la hora de realizar valoraciones acerca de los resultados esperados de la operación.

Cuadro 4.- Comparación de los efectos fijos antes y después de la fusión (análisis del margen de explotación)

	EFECTOS FIJOS		F test
	Antes de la fusión*	Después de la fusión	
Bancaja	0,006	0,007	2,27
BBK	0,002	0,004	9,11***
Caixanova	-0,006	0,006	38,63***
Caja Duero	-0,003	0,003	28,12***
Caja España	0,126	0,003	34,08***
Cajasur	0,001	0,005	13,76***
Castilla La Mancha	-0,001	0,005	47,13***
Extremadura	-0,004	0,000	13,66***
Granada	0,001	0,002	0,65
Huelva y Sevilla	-0,003	0,004	34,29***
Kutxa	0,001	0,001	0,84
La Caixa	0,008	0,015	35,40***
Mediterráneo	0,006	0,007	0,37
Navarra	-0,001	0,000	0,45
San Fernando	0,003	0,006	10,92**
Unicaja	0,001	0,007	28,27***
Vital	-0,007	-0,004	14,33***

*El efecto fijo "antes de la fusión" se calcula como la media (ponderada por el activo) de los efectos fijos asociados a las empresas que originan la empresa resultante.

DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

Los argumentos teóricos y empíricos desarrollados en este trabajo confirman que para evaluar los efectos de las fusiones en los resultados de las empresas deben tenerse en cuenta dos aspectos fundamentales. Por una parte, que la gestión del proceso de integración es compleja, lo que implica la necesidad de dejar transcurrir tiempo suficiente hasta que se manifiesten todas las posibles sinergias que se derivan del mismo. En todo caso, las expectativas de las empresas son a veces demasiado optimistas y no siempre se cumplen satisfactoriamente. Por otra, que la

elección del indicador a través del cual tratamos de medir las consecuencias de la operación no es inocua y que puede tener consecuencias desde el punto de vista de los resultados finalmente obtenidos, sobre todo cuando se manejan medidas contables, inevitablemente sujetas a cierto grado de arbitrariedad.

En nuestro caso, la evaluación a largo plazo de las consecuencias de las fusiones pone de manifiesto que aproximadamente un tercio de las cajas de ahorros españolas (cinco sobre un total de diecisiete: Caixanova, Cajasur, Castilla-La Mancha, Huelva y Sevilla y Unicaja) mejoran sus resultados con independencia del indicador utilizado. En otros cinco casos (Bancaja, Extremadura, Mediterráneo, San Fernando y Caja Vital) la mejora resulta estadísticamente significativa en una de las dos medidas, pero no en la otra. BBK, Caja Duero y La Caixa incrementan su rentabilidad pero reducen su productividad, mientras que Caja España, Kutxa, Granada y Navarra no mejoran en ninguna de las dos dimensiones (las dos primeras sufren una disminución en una de ellas).

En definitiva, parece que aunque las fusiones y adquisiciones han podido constituir en ocasiones un camino efectivo para afrontar la mayor competencia que se deriva del nuevo entorno competitivo, no siempre permiten mejorar los resultados de las empresas implicadas. Uno de los factores más importantes a la hora de determinar su éxito es la adecuada gestión del proceso de integración. En línea con este argumento, también resulta clave estimar con la mayor precisión posible el ajuste potencial que puede alcanzarse con la operación, con el fin de minimizar la diferencia en relación con el ajuste realmente obtenido.

Las conclusiones de este trabajo tienen también implicaciones para futuros trabajos empíricos en estrategia. Por un lado, cualquiera que sea el método empleado para analizar las consecuencias de las fusiones, la investigación debe considerar una perspectiva temporal suficiente. De hecho, esta aproximación al trabajo empírico se ha sugerido tanto en el caso concreto de las fusiones y adquisiciones (los trabajos mencionados a lo largo de este artículo son una buena muestra de ello) como por parte de los autores que abor-

dan el problema desde una perspectiva más amplia. Es el caso, por ejemplo, de Markides (1995), que señala que el efecto de la reestructuración se observa mejor cuando se dispone de información a largo plazo, o de Berg (1995, p. 1696) cuando sugiere que la “*relación entre diversificación y resultados es longitudinal y pueden transcurrir años hasta que se presente*”. No obstante, también es necesario reconocer que cuanto más lejano sea el momento en el que se evalúa el resultado, más aventurado será atribuirlo exclusivamente a la fusión. Sin embargo, este riesgo es inherente a la mayoría de trabajos empíricos que se realizan dentro de la dirección estratégica. En consecuencia, el papel del analista en este punto debe ser sobre todo especificar con precisión las causas que pueden determinar el resultado con el fin de reducir el sesgo que se deriva de este fenómeno, así como mantener una elevada dosis de prudencia al valorar los resultados obtenidos.

En la medida en que los datos de los que disponemos para la realización de este trabajo no permiten identificar las razones últimas que impiden alcanzar plenamente los objetivos perseguidos al abordar una determinada fusión, las futuras investigaciones en este campo deberán profundizar igualmente en el mecanismo subyacente con mayor detalle, así como en el papel que pueden desempeñar la cultura de las empresas implicadas o su estructura organizativa. Otra posible extensión de este trabajo pasaría por evaluar el grado en el que los efectos positivos que hemos obtenido y la duración del proceso de integración están condicionados por la compatibilidad entre las empresas o por las características de sus recursos, capacidades o actividades. Finalmente, es necesario admitir que los conceptos aquí utilizados y la importancia atribuida al proceso de integración no descarta otras explicaciones tradicionalmente empleadas en la literatura para justificar las diferencias de resultados entre empresas fusionadas. Es el caso de los argumentos empleados por Marris (1964) cuando habla del comportamiento oportunista de los directivos, o por Roll (1986) al plantear su hipótesis *hubris*. En el primer caso, Marris argumenta que en ocasiones los gestores anteponen sus propios intereses a los de las empresas que gestionan, en la medida en que la remuneración o el prestigio

suelen ser superiores en las empresas de mayor dimensión. Roll, por su parte, señala que no es extraño que los directivos sean excesivamente optimistas al evaluar las consecuencias de sus decisiones y sobrevaloren su capacidad al gestionar procesos como los que se estudian en este trabajo.

Por último, es importante destacar que los resultados obtenidos en esta investigación tienen también implicaciones importantes desde el punto de vista de la gestión de los directivos implicados en estas operaciones corporativas, tanto antes de afrontar la adquisición como una vez iniciada esta. Antes de la operación es importante seleccionar bien las posibles empresas objetivo, analizando con precisión sus características y evaluando en qué medida existe compatibilidad entre la estructura organizativa o la cultura de ambas organizaciones. Es frecuente que los directivos justifiquen una fusión en términos de las posibles economías de escala o de alcance que se derivan de ella y mucho menos que se pronuncien acerca de los valores comunes o de la compatibilidad entre ambas empresas. En cuanto a la gestión de la integración propiamente dicha, es inevitable que, por bien que se haya planificado, surjan dificultades durante el proceso. Los gestores deberán ser conscientes de la necesidad de realizar un esfuerzo continuado y permanente y de que su actuación puede ser determinante en el éxito de la operación.

ANEXO

DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES

Los datos empleados en el análisis han sido obtenidos a partir de la información publicada por la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA). Las magnitudes monetarias están expresadas en miles de euros del año 1986.

- *Producción total (Q)*: se calcula como la suma de préstamos, valores y acciones.
- *Trabajo (L)*: número de empleados a tiempo completo de la caja de ahorros.
- *Activos fijos (K1)*: valor de los activos (no financieros) fijos de la caja de ahorros.
- *Activos líquidos (K2)*: Esta variable incluye los fondos recibidos en forma de depósitos del sector privado: depósitos, títulos y otras deudas.
- *Rentabilidad (Π)*: cociente entre el margen de explotación y los activos totales

- *Concentración*: índice de Herfindahl provincial ponderado por la importancia del mercado para cada entidad.
- *Eficiencia*: cociente entre los costes de explotación y el margen ordinario.
- *Riesgo*: cociente entre el crédito total y el activo total de la caja de ahorros.
- *Tamaño*: logaritmo del activo total.
- *Fusión t+n*: variable ficticia que toma valor 1 n años después de producida una fusión o adquisición ($n = 0, 1, \dots, 10$) y cero en caso contrario.
- *Fusión período final*: variable ficticia que toma valor 1 para todos los años posteriores al décimo una vez producida la fusión y cero en caso contrario.

NOTAS

1. La realización de este trabajo ha contado con la ayuda financiera del Ministerio de Educación y Ciencia, del FEDER (proyectos SEJ2005-01856 y ECO2008-04129) y de la Diputación General de Aragón (S09/PI138-08). Los autores desean agradecer los comentarios y sugerencias de Sergio Palomas y de tres evaluadores anónimos de esta revista, así como los recibidos en el *Congreso Nacional de ACEDE* (Valencia, 2006) y en la Universidad Rey Juan Carlos.
2. Aún reconociendo que se trata de dos conceptos diferentes, la literatura habla con frecuencia de fusiones y adquisiciones como ideas intercambiables, quizás debido a la necesidad de hacer referencia a estos procesos de un modo general y por la similitud estratégica de ambas formas de crecimiento. En este trabajo seguimos este criterio y no establecemos diferencias entre ellos.
3. Los primeros datos disponibles para 2008 muestran un importante descenso de esta cifra. Concretamente, durante el primer trimestre se realizan un total de 8.705 operaciones, lo que supone una disminución del 24% con respecto al primer trimestre de 2007.
4. El número de observaciones por año es el siguiente: entre 1986 y 1988, 77 cajas, que se reducen a 76, 64, 56 y 53 durante los cuatro años siguientes. En 1993 y 1994 operan 51 entidades y una menos en 1995 y 1996. Entre 1996 y 1998, 50. En 2000 hay 47 cajas y 46 a partir de 2001.
5. Realmente el número de fusiones y adquisiciones es de 24. Sin embargo, sólo consideramos que una fusión tiene lugar cuando los activos de la empresa adquirente representan al menos un 5% del total de activos de la empresa resultante (20 fusiones y adquisiciones cumplen este criterio). Además, requerimos que cada caja de ahorros esté operativa durante al menos dos años para poder ser incluida en la muestra (lo que sucede cuando una caja fusionada se ve envuelta al año siguiente en otra fusión). Por lo tanto, el número de fusiones y adquisiciones empleadas en este trabajo empírico es de 17.
6. Una definición detallada de las variables se puede encontrar en el anexo. Todas las variables monetarias se expresan en euros constantes.

BIBLIOGRAFÍA

- AMEL, D.; BARNES, C.; PANETTA, F.; SALLEO, C. (2004): "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", *Journal of Banking & Finance*, 28, pp. 2493-2519.
- BANKER, R.D.; CHANG, H.S.; MAJUKDAR, S.K. (1996): "A Framework for Analyzing Changes in Strategic Performance", *Strategic Management Journal*, 17, pp. 693-712.
- BARKEMA, H.G.; SCHIJVEN, M. (2008): "Towards Unlocking the Full Potential of Acquisitions: The Role of Organizational Restructuring", *Academy of Management Journal*, 51 (4), pp. 696-722.
- BERG, B. (1995): *Qualitative Research Methods for the Social Sciences*. 2ª ed. Boston: Allyn & Bacon.
- BERGER, A.N.; HUMPHREY, D.B. (1991): "The Dominance of Inefficiencies Over Scale and Product Mix Economies in Banking", *Journal of Monetary Economics*, 28, pp. 117-148.
- BERGER, A.N.; HUMPHREY, D.B. (1992): "Mega Fusions in Banking and the Use of Cost Efficiency as an Antitrust Defense", *Antitrust Bulletin*, 37, pp. 541-600.
- BERGER, A.N.; SAUNDERS, A.; SCALISE, J.M.; UDELL, G.F. (1998): "The Effect of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending", *Journal of Financial Economics*, 50, pp. 187-229.
- BERRY, J.W. (1980): "Social and Cultural Change", en H.C. Triandis y R.W. Brislin [ed.]: *Handbook of Cross-Cultural Psychology*, vol. 5, pp. 211-279. Boston: Allyn & Bacon.
- BERRY, J.W. (1983): "Acculturation. A Comparative Analysis of Alternative Forms", en R.J. Samuda y S.L. Woods [ed.]: *Perspectives in Immigrant and Minority Education*, pp. 66-77. Lanham, MD: Univ. Press America.
- BIGGADIKE (1979): "The Risky Business of Diversification", *Harvard Business Review*, 57 (3), pp. 103-111
- BIRKINSHAW, J.; BRESMAN, H.; HAKANSON, L. (2000): "Managing the Postacquisition Integration Process: how the Human Integration and Task Integration Processes Interact to Foster Value Crea-

- tion”, *Journal of Management Studies*, 37 (3), pp. 395-425.
- BOWER, J. (2001): “Not All M&A are Alike and that Matters”, *Harvard Business Review*, (March), pp. 93-101.
- CAPRON, L. (1999): “The Long Term Performance of Horizontal Acquisitions”, *Strategic Management Journal*, 20, pp. 987-1018.
- CAPRON, L.; DUSSAUGE, P.; MITCHELL, W. (1998): “Resource Deployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992”, *Strategic Management Journal*, 19, pp. 631-661.
- CAPRON, L.; MITCHELL, W. (1998a): “The Role of Acquisitions in Reshaping Business Capabilities in the International Telecommunications Industry”, *Industrial and Corporate Change*, vol. 7 (4), pp. 715-730.
- CAPRON, L.; MITCHELL, W. (1998b): “Bilateral Resource Redeployment and Capabilities Improvement Following Horizontal Acquisitions”, *Industrial and Corporate Change*, vol. 7 (3), pp. 453-484.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D.B. (2004): “Predicted and Actual Costs from Individual Bank Mergers”, *Journal of Economics and Business*, 56, pp. 137-157.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D.B.; RODRÍGUEZ, F. (2003): “Bank Deregulation is Better than Mergers”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 13, pp. 429-449.
- CARBÓ, S.; LÓPEZ DEL PASO, R.; RODRÍGUEZ, F. (2003): “Medición de la competencia en mercados bancarios regionales”, *Revista de Economía Aplicada*, núm. 32, pp. 5-33.
- CAVES, R.E. (1989): “Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight”, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7, pp. 151-174.
- DÍAZ, B.; SANFILIPPO, S.; LÓPEZ, C. (2008): “Influencia de la prima sobre la creación de valor en las fusiones y adquisiciones bancarias en Europa”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 34, pp. 81-106.
- DOLZ, C.; IBORRA, M. (2005): “La integración en las fusiones y adquisiciones: una perspectiva basada en los recursos”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 24, pp. 5-28.
- FIXLER, D.J.; ZIESCHANG, K.D. (1993): “An Index Number Approach to Measuring Bank Efficiency: An Application to Mergers”, *Journal of Banking and Finance*, 17 (2-3), pp. 437-450.
- FUENTES, I.; SASTRE, T. (1999): *Mergers and Acquisitions in the Spanish Banking Industry: Some Empirical Evidence*. (Working Paper, 9924). Madrid: Bank of Spain.
- GODFREY, P.C.; HILL, C.W. (1995): “The Problem of Unobservable in Strategic Management Research”, *Strategic Management Journal*, 16, pp. 519-533.
- GRAEBNER, M.E. (2004): “Momentum and Serendipity: How Acquired Leaders Create Value in the Integration of Technology Firms”, *Strategic Management Journal*, 25 (8-9), pp. 751-777.
- GRIFELL-TATJE, E.; LOVELL, C.A.K. (1996): “Deregulation and Productivity Decline: The Case of Spanish Savings Banks”, *European Economic Review*, vol. 40, 6, pp. 1281-1303.
- GRIFELL-TATJE, E.; LOVELL, C.A.K. (1999), “Profits and Productivity”, *Management Science*, 45 (9) (September), pp. 1177-1193.
- HALPERN, P. (1983): “Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions”, *Journal of Finance*, 38, pp. 297-317.
- HALEBLIAN, J.; DEVERS, E.C.; MCNAMARA, G.; CARPENTER, M.A.; DAVISON, R.B. (2009): “Taking Stock of what we Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda”, *Journal of Management* (Forthcoming).
- HASPESLAGH, P.; JEMISON, D. (1991): *Managing Acquisitions. Creating Value Through Corporate Renewal*. New York: The Free Press.
- HAYNES, M.; THOMPSON, S. (1999): “The Productivity Effects of bank Mergers: Evidence from the UK Building Societies”, *Journal of Banking & Finance* 23, pp. 825-846.
- HENDRICKS, K.B.; SINGHAL, V.R. (2001): “The Long-Run Stock Price Performance of Firms with Effective TQM Programs”, *Management Science*, vol. 47, núm. 3 (March), pp. 359-368.
- HUMPHREY, D.B.; VALE, B. (2002): *Scale Economies, Bank Mergers, and Electronic Payments: A Spline Function Approach*. (Working Paper). Oslo: Norges Bank (Central Bank of Norway).
- IBORRA, M.; DOLZ, C. (2006): “Consequences of Integration Heterogeneity in Mergers and Acquisitions”, *Management Research*, 4 (2), pp. 127-138.
- JEMISON, D.B.; SITKIN, S.B. (1986): “Corporate Acquisitions: A Process Perspectives”, *Academy of Management Review*, 11, pp. 145-163.
- KARIM, S.; MITCHELL, W. (2000): “Path Dependent and Path Breaking Change: Reconfiguring Business Resources Following Acquisitions in the US Medical Sector, 1978-1995”, *Strategic Management Journal*, 21, pp. 1061-1081.
- KING, D.R.; DALTON, D.R.; DAILY, C.M.; COVIN, J.G. (2003): “Metaanalyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators”, *Strategic Management Journal*, 25, 2, pp. 187-200.
- LINDER, J.C.; CRANE, D.B. (1992): “Bank Mergers: Integration and Profitability”, *Journal of Financial Services Research*, 7, pp. 35-55.

- MARKIDES, C. (1995): "Diversification, Restructuring and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 16, pp. 101-118.
- MARRIS, R. (1964): *The Economic Theory of Managerial Capitalism*. London: Macmillan.
- OLER, D.K.; HARRISON, J.S.; ALLEN, M.R. (2008): "The Danger of Misinterpreting Short-Window Event Study Findings in Strategic Management Research: An Empirical Illustration Using Horizontal Acquisitions", *Strategic Organization*, vol. 6, núm. 2 (May), pp. 151-184.
- PABLO, A. (1994): "Determinants of Acquisitions Integration Level: A Decision Making Perspective", *Academy of Management Journal*, 37 (4), pp. 803-836.
- RAYMOND, J.L. (1994): "Economías de escala y fusiones en el sector de cajas de ahorros", *Papeles de Economía Española*, 58, pp. 113-125.
- RESTI, A. (1998): "Regulation can Foster Mergers, can Mergers Foster Efficiency? The Italian Case", *Journal of Economics and Business*, 50, pp. 157-169.
- RHOADES, S.A. (1990): *Billion Dollar Bank Acquisitions: A Note on the Performance Effects*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- RHOADES, S.A. (1993): "Efficiency Effects of Horizontal (in Market) Bank Mergers", *Journal of Banking and Finance*, 17, pp. 411-422.
- RHOADES, S.A. (1998): "The Efficiency Effects of Bank Mergers: An Overview of Case Studies of Nine Mergers", *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 273-291.
- ROLL, R. (1986): "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, 69, pp. 197-216.
- SCHWEIZER, L. (2005): "Organizational Integration of Acquired Biotechnology Companies Into Pharmaceutical Companies: The Need for a Hybrid Approach", *Academy of Management Journal*, 48 (6), pp. 1051-1074.
- SEALEY, C.W.; LINDLEY, J.T. (1977): "Inputs, Outputs and a Theory of Production and Cost at Depository Financial Institutions", *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 1251-1266.
- SHAFFER, S. (1993): "Can Megamergers Improve Bank Efficiency?", *Journal of Banking and Finance*, 17, pp. 423-436.
- SIEMS, T.F. (1996): *Bank Mergers and Shareholder Wealth: Evidence from 1995's Megamerger Deals*. Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department Financial Industry Studies.
- SRINIVASIN, A. (1992): *Are there Cost Savings from Bank Mergers?* (Working Paper). (*Economic Review*, (March-April), pp. 17-28. Federal Reserve Bank of Atlanta.
- SRINIVASIN, A.; WALL, L.D. (1992): *Cost Savings Associated with Bank Mergers*. (Working Paper). Federal Reserve Bank of Atlanta.
- THOMSON FINANCIAL (2008): *Thomson Financial Worldwide M&A Financial Advisory*. News Release.
- VANDER VENNET (1996): "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institution", *Journal of Banking and Finance*, 20, pp. 1531-1558.
- WHITE, H. (1980). "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, 48, pp. 817-838.