

LA VALORACIÓN ECONÓMICA DE LAS CAJAS DE AHORROS

Rafael CRESPI
Eva JANSSON
Vicente SALAS

I. INTRODUCCIÓN

EN este trabajo se presentan los resultados de un ejercicio de valoración económica de las cajas de ahorros confederadas españolas a finales del año 1996. Como siempre ocurre cuando se lleva a cabo un ejercicio de esta naturaleza, los resultados de la valoración son sensibles a las hipótesis que se realizan, ante lo cual lo único que se puede hacer es procurar que tales hipótesis aparezcan lo más claramente posible y que el lector dictamine qué resultado final resulta más convincente.

Bancos y cajas de ahorros son entidades de naturaleza jurídica distinta, lucrativas las primeras y no lucrativas las segundas, pero ambas realizan actividades económicas de consumo de recursos para la producción y venta de servicios a consumidores y empresas. Es por ello pertinente preguntarse cuál es la valoración en pesetas de las cajas de ahorros que éstas obtienen mediante la realización de funciones similares a las de los bancos. Además, bancos y cajas de ahorros participan con cierta frecuencia en operaciones de compraventa de negocio bancario entre sí, lo cual exige que dicho negocio tenga un precio, al margen del objeto social, lucrativo o no lucrativo, de las entidades que intervienen en la transacción. El contenido del trabajo pretende ser también una propuesta metodológica para la valoración de todo el negocio bancario o partes del mismo.

En la exposición que sigue, se presentan los resultados de la valoración económica de las cajas de ahorros bajo tres metodologías que difieren en cuanto a la información primaria a partir de la cual se realiza dicha valoración. La primera utiliza exclusivamente información contable, y el valor de las cajas de ahorros se aproxima a través del valor contable de sus recursos propios. La segunda utiliza información contable, pero ajusta los activos materiales por un índice que tiene en cuenta posibles desfases entre precios históricos y precios corrientes de estos activos. La tercera se basa, sobre todo, en información bursátil obtenida de los ban-

cos que actualmente cotizan en las bolsas españolas. Así, por ejemplo, en una de las opciones contempladas, el valor económico de las cajas se calcula como el resultado de multiplicar el total de sus recursos propios por un factor que expresa el valor de mercado de una peseta de recursos propios de los bancos que cotizan.

Un aspecto diferencial de las cajas de ahorros, que debe tenerse en cuenta cuando se realiza su valoración económica, es la presencia de la Obra Social. Lo más razonable sería, en un principio, considerar a la Obra Social como una actividad distinta del negocio bancario y valorarla separadamente. Pero la información pública disponible, principalmente la contenida en los estados financieros, es claramente insuficiente para llevar a cabo esta valoración. Además, en unos casos la Obra Social está materializada en inmuebles de valor artístico y cultural a los que incluso podría dárseles un «valor de mercado», pero en otros la Obra Social constituye un conjunto de obligaciones en forma de servicios sociales y/o culturales cuyo mantenimiento está supeditado a que se destinen a la Obra Social una parte de los beneficios que genera el negocio bancario. Cuando una caja se desprende de negocio bancario debe tenerse en cuenta que se distraen recursos para financiar las actividades propias de la Obra Social, por lo que para asegurar su futuro deben buscarse fuentes de fondos alternativos. El trabajo tiene en cuenta las obligaciones de las cajas de ahorros con la Obra Social, y propone un procedimiento para asegurar la viabilidad de dicha Obra cuando se produce una venta de todo o parte de su negocio bancario.

La exposición se estructura del siguiente modo. El primer apartado contiene la presentación de los resultados de la valoración económica de las cajas de ahorros a partir de los diferentes criterios utilizados. El apartado segundo se centra en aspectos particulares de la Obra Social. Las conclusiones resumen los principales resultados. Se acompaña también un apéndice metodológico con explicaciones sobre criterios de definición de variables, y un apéndice numérico donde se detallan los valores individualizados para bancos y cajas de ahorros.

II. LA VALORACIÓN ECONÓMICA DE LAS CAJAS DE AHORROS

La valoración de las cajas de ahorros como unidades económicas se realiza con tres métodos diferentes: el que se basa en el valor contable de los fondos propios, el que corrige el valor contable de

los fondos propios para tener en cuenta el precio de reposición de los activos materiales, y el que utiliza la información sobre el valor bursátil de los bancos para estimar el valor económico de las cajas de ahorros; en este último caso, se proponen diversas variantes.

Junto a las valoraciones correspondientes a las cajas de ahorros, se incluirá también la valoración de los bancos, a efectos de comparación. Un número importante de bancos son filiales de los más grandes y otros no cotizan en Bolsa. Si deseamos obtener una valoración total del conjunto de bancos, deberá tenerse en cuenta la primera circunstancia, pues de otro modo se incurrirá en dobles contabilizaciones. Finalmente, se ha optado por presentar la valoración económica del total de cajas con la suma del valor total de un conjunto de bancos independientes con suficiente cobertura nacional que cotizan en Bolsa, pues de este modo se dispone de información bursátil individualizada para ellos. El grupo de bancos independientes está formado por Banesto, BBV, Santander, Central-Hispano, Popular y Zaragozano; para 1993 (año de la crisis del banco), y años sucesivos se excluye a Banesto, pues una parte muy significativa de sus acciones las posee el Banco Santander.

El período cubierto comprende los años 1990-1996, y las cifras que aparecen en los cuadros corresponden a valores de 31 de diciembre de cada año, si bien la metodología propuesta es aplicable a cualquier período de tiempo posterior.

1. Valoración según fondos propios contables

De acuerdo con este procedimiento de cálculo, el valor económico de una caja de ahorros será igual a la diferencia entre el valor monetario de los activos contabilizados en el balance de situación, y

el valor monetario de los pasivos ajenos, igualmente contabilizados en el balance.

Este método de valoración presupone que la transferencia de negocio bancario significa asumir derechos sobre los activos patrimoniales, materializados en tesorería, préstamos, inmuebles..., pero también obligaciones frente a terceros en forma de depósitos, obligaciones, deuda subordinada, fondos de pensiones... El valor monetario de activos y pasivos ajenos en el balance de situación corresponde a precios de adquisición y a valores nominales cuando se trata de préstamos y depósitos. Cuando la normativa contable-fiscal-regulatoria así lo establezca, estos valores históricos se ajustan y actualizan, pero es de esperar que, en general, los valores monetarios que se reflejan en los documentos contables difieran de los valores en caso de enajenación, cuando se trata de inmuebles, o, en caso de cancelación, cuando se trata de los préstamos. Como contrapartida, el método de valoración basado en los fondos propios contables constituye un procedimiento que utiliza sólo datos e informaciones «objetivas», sin necesidad de consideraciones subjetivas o estimativas, más allá de respetar unas normas y principios de contabilización.

La diferencia entre activos y pasivos ajenos equivale, a efectos de cálculo, a la suma de capital social y/o fundacional, reservas (incluidas las de revalorización), beneficios del ejercicio (en valor negativo si se trata de pérdidas) y resultados de otros ejercicios. Por los dos caminos llegamos a la cifra de fondos propios contables. (Ver apéndice). El cuadro número 1 muestra los resultados de sumar los fondos propios contables de cada uno de los bancos seleccionados, y de sumar los fondos propios de cada una de las cajas de ahorros confederadas (1).

Según las cifras del cuadro n.º 1, el valor contable de los fondos propios para el conjunto de

CUADRO N.º 1

**VALOR CONTABLE DE FONDOS PROPIOS:
BANCOS INDEPENDIENTES COTIZADOS Y CAJAS DE AHORROS (*)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bancos (a)	2.074,17	2.237,90	1.868,67	1.656,26	1.792,32	1.683,16	1.750,69
Cajas de ahorros (b)	1.690,97	1.764,46	1.710,07	1.888,17	2.068,13	2.280,37	2.602,26

(*) Cifras en miles de millones de pesetas. Balance a 31 de diciembre de cada año.

(a) Incluye a Banesto (1990-1992), BBV, Santander, Central-Hispano, Popular y Zaragozano.

(b) Conjunto de Cajas de Ahorros Confederadas excluida la CECA.

las cajas de ahorros confederadas ascendía en 1990 a 1,7 billones de pesetas, mientras que en 1996 esa cifra se eleva ya a 2,6 billones de pesetas. El valor contable de los fondos propios de los bancos seleccionados era de 2 billones en 1990 y de 1,75 billones en 1996 (Banesto excluido). El dinamismo y expansión de las cajas de ahorros contrasta así con el estancamiento en que se han movido los bancos en su conjunto durante el período considerado (2).

2. Valor de los fondos propios con activos materiales revalorizados

La inflación produce un desfase entre precios de adquisición y precios de reposición de los activos productivos, desfase que los procedimientos contables a precios históricos trasladan a los fondos propios de las empresas. La inflación da lugar a que los precios de adquisición se sitúen por debajo de los precios de reposición, pero el ajuste de los activos materiales a su valor de reposición no puede hacerse teniendo en cuenta sólo la evolución de los precios, pues es preciso tener en cuenta también los avances técnicos que producen un desfase en las valoraciones de signo contrario. En efecto, el progreso técnico implica que para mantener la capacidad productiva de que se dispone con los activos viejos, es necesario comprar un menor número de unidades de servicios de capital. Por lo tanto, si los precios del capital permanecen estables en el tiempo, el progreso técnico implica unos valores de reposición inferiores a los valores históricos de adquisición.

En Jansson y Salas (3) se expone y aplica una metodología de ajuste en los valores contables del inmovilizado material de las cajas de ahorros, donde se tiene en cuenta la evolución de los precios y una estimación exógena del progreso técnico incorporado. El cuadro n.º 2 muestra el nuevo valor de

los fondos propios de bancos y cajas de ahorros cuando en dichos fondos propios se incluye la reserva correspondiente a la revalorización del inmovilizado material de los dos grupos de entidades (4). Como puede comprobarse, el ajuste implica que, en los años de 1993 a 1996, el valor de los fondos propios contables con activos materiales a su precio estimado de reposición, sería alrededor de un 14 por 100 superior al valor que se obtienen con el inmovilizado material en valor de libros, para las cajas de ahorros, y próximo a un 10 por 100 mayor para los bancos (5). Esto significa que, al final de 1996, el valor económico estimado para el colectivo de cajas confederadas asciende a 2,96 billones de pesetas.

3. Valoración según precio de mercado de las acciones bancarias

El criterio de valoración contempla ahora a las entidades de crédito como negocios en marcha, de manera que en una hipotética operación de compra-venta lo que se intercambia es el derecho a percibir un flujo de rentas en forma de dividendos y plusvalías.

La aplicación de este método de valoración se simplifica al disponer de información sobre el precio al que el mercado bursátil valora las acciones de los bancos que cotizan en él. De no ser así, el cálculo requeriría proyectar hacia el futuro los flujos de dividendos esperados para el conjunto de cajas, disponer de un factor de descuento que incorporase el coste de oportunidad intertemporal del dinero y la prima por riesgo, y llevar a cabo un cálculo de actualización financiera.

Dentro del principio general de basar la valoración en datos bursátiles, se contemplan, a su vez, tres variantes. En la primera se supone que la estructura del activo en el balance de bancos que cotizan y cajas de ahorros es similar, de manera que

CUADRO N.º 2

VALOR CONTABLE DE FONDOS PROPIOS DESPUÉS DE AJUSTAR EL INMOVILIZADO MATERIAL A PRECIOS DE REPOSICIÓN (*)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bancos seleccionados	2.286,3	2.469,4	2.060,7	1.810,7	1.946,7	1.866,5	1.929,8
Cajas de ahorros	1.976,3	2.070,0	1.983,3	2.159,4	2.356,2	2.600,1	2.967,1

(*) Miles de millones de pesetas.

si se conoce el precio a que el mercado valora una peseta de recursos propios contables de los bancos, ese precio puede utilizarse para valorar una peseta de fondos propios en las cajas de ahorros. La segunda variante descompone el valor de mercado de las acciones de los bancos que cotizan en un valor correspondiente a las inversiones en títulos de renta variable y otro valor correspondiente al negocio bancario propiamente dicho; a continuación, se valora por separado el negocio bancario de las cajas de ahorros y la cartera de títulos de renta variable. La tercera variante ajusta el valor de mercado del negocio bancario por diferencias en los beneficios atribuibles al mismo entre bancos y cajas.

3.1. Valor económico de las cajas de ahorros a partir de la *ratio* de valoración total de los bancos

El método de valoración de las cajas de ahorros supone que una peseta de fondos propios a precios de reposición tendrá el mismo precio de mercado en los bancos que en las cajas de ahorros. Por lo tanto, para valorar las cajas debemos calcular primero el precio que el mercado asigne a una peseta de fondos propios, a valor de reposición, en los bancos que cotizan. A este precio le llamaremos *ratio* de valoración.

El cuadro n.º 3 muestra la evolución de la capitalización bursátil de los bancos independientes cotizados que se han seleccionado para comparar su evolución con la de las cajas de ahorros. El valor de capitalización bursátil (precio por acción multiplicado por el número de acciones) corresponde a 31 de diciembre. Junto a la cotización bursátil, se muestra también el valor estimado a precios de reposición de los fondos propios contables, calculados siguiendo el mismo método que en el apartado anterior. El cociente entre capitalización bursátil y valor de reposición de los fondos propios, incluido también en el cuadro, corresponde a la *ratio* de valoración buscado. Como se sabe, la *ratio* de valoración nos dice cuánto está dispuesto a pagar el mercado por una peseta de inversión, en función del flujo descontado de beneficios que se espera genere esa inversión en el futuro. Cuando un banco cotiza en Bolsa, el valor descontado de beneficios futuros esperados se conoce a partir del precio a que cotizan las acciones. Si un banco (o caja) no cotiza, entonces el cálculo de la *ratio* de valoración requeriría proyectar hacia el futuro el flujo de beneficios, elegir el factor de descuento y aplicar la conocida fórmula de actualización para hallar el va-

lor presente referido a un determinado momento en el tiempo.

Una *ratio* de valoración superior a la unidad quiere decir que el valor actualizado del flujo de beneficios esperados, reflejado en la cotización bursátil, supera el valor de oportunidad (reposición) de la inversión, y por lo tanto la empresa está generando beneficios económicos (extraordinarios) positivos. Por el contrario, una *ratio* de valoración inferior a la unidad nos dice que la rentabilidad de la inversión es superior al coste financiero de oportunidad, y por ello la empresa incurre en pérdidas económicas (aunque no necesariamente contables, pues no se imputa un coste de oportunidad a los recursos propios). Una *ratio* de valoración igual a uno nos dice que el beneficio económico es nulo.

La *ratio* de valoración muestra notables oscilaciones, tanto en el tiempo como entre bancos, en un momento en el tiempo dado. Los años 1990, 1991 y 1992 muestran, en general, los valores más bajos, de manera que para el conjunto de bancos considerado la *ratio* de valoración se sitúa muy próxima a la unidad (1,06 y 0,97, 1,0). Posteriormente, la *ratio* aumenta de forma significativa en la mayoría de los bancos, y en 1995 alcanza la cifra de 1,61 para el conjunto de bancos, mientras que en 1996 se sitúa en 2,2. El Banco Popular, especialmente durante los últimos años, muestra, de manera estable, la *ratio* de valoración más alta, 2,65 en 1996, mientras que Banesto, Central-Hispano y Zaragozano son los de *ratio* de valoración más baja, por debajo de la unidad desde 1991. En el año 1996, al igual que el conjunto del sector, Central Hispano y Zaragozano se benefician de una subida importante del precio de sus acciones, y esta *ratio* de valoración supera la unidad.

Para calcular el valor económico de las cajas, se multiplica la *ratio* de valoración correspondiente al conjunto de bancos seleccionados por el valor de reposición de los fondos propios agregado de todas ellas. De esta forma, los 2,28 billones de pesetas de fondos propios en 1995, a un «precio» por peseta de 1,64, arrojan una cifra total de más de 4,2 billones de pesetas, cifras que incrementan sensiblemente su valor en 1996, donde el factor de multiplicación es 2,20, lo cual significa que los 2,6 billones de fondos propios para el conjunto de las cajas presenta un valor de 6,5 billones de pesetas. Al igual que les ocurre a los bancos, a partir de 1993 el valor de mercado, estimado o real, de los fondos propios difiere muy notablemente del valor contable y del valor de reposición.

CUADRO N.º 3

**VALOR DE MERCADO DE LAS CAJAS DE AHORROS A PARTIR DE LA *RATIO* DE VALORACIÓN:
COCIENTE ENTRE VALOR DE MERCADO DE LAS ACCIONES Y RECURSOS PROPIOS A VALOR DE REPOSICIÓN**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
BANESTO							
(a) Valor de mercado acciones.....	296,21	285,84	201,42	—	—	—	—
(b) V. de repos. de re. propios	393,50	412,82	297,51	—	—	—	—
Cociente (a)/(b)	0,75	0,69	0,68	—	—	—	—
BANCO BILBAO VIZCAYA							
(a) Valor de mercado acciones	588,47	623,70	540,54	731,11	754,21	992,00	1.575,36
(b) V. de repos. de re. propios	569,49	550,79	501,13	519,96	541,08	553,13	603,35
Cociente (a)/(b)	1,03	1,13	1,08	1,41	1,39	1,79	2,61
BANCO CENTRAL-HISPANO							
(a) Valor de mercado acciones.....	712,40	711,53	491,55	593,66	515,89	403,00	546,34
(b) V. de repos. de re. propios	678,73	839,23	702,49	678,55	599,71	448,21	427,46
Cociente (a)/(b)	1,05	0,85	0,70	0,87	0,86	0,90	1,28
BANCO SANTANDER							
(a) Valor de mercado acciones.....	508,41	444,42	480,14	745,72	804,96	972,70	1.327,23
(b) V. de repos. de re. propios	441,79	459,22	328,74	362,81	532,30	554,06	573,94
Cociente (a)/(b)	1,23	1,03	1,56	2,16	1,58	1,77	1,77
BANCO POPULAR							
(a) Valor de mercado acciones.....	262,12	300,56	311,54	462,69	452,28	646,50	736,95
(b) V. de repos. de re. propios	160,33	162,62	181,75	200,48	228,60	265,00	278,03
Cociente (a)/(b)	1,63	1,85	1,71	2,31	1,98	2,44	2,65
BANCO ZARAGOZANO							
(a) Valor de mercado acciones.....	52,47	35,86	36,20	42,10	42,60	42,40	56,10
(b) V. de repos. de re. propios	42,48	44,79	49,07	48,92	45,04	46,13	46,97
Cociente (a)/(b)	1,24	0,80	0,74	0,86	0,95	0,92	1,19
BANCOS SELECCIONADOS							
(a) Valor de mercado acciones.....	2.420,08	2.401,91	2.061,39	2.575,28	2.569,94	3.056,60	4.241,98
(b) V. de repos. de re. propios	2.286,32	2.469,47	2.060,70	1.810,73	1.946,74	1.866,53	1.929,76
Cociente (a)/(b)	1,06	0,97	1,00	1,42	1,32	1,64	2,20
CAJAS DE AHORROS							
(1) V. de repos. de re. propios	1.976,30	2.070,00	1.983,30	2.159,40	2.356,20	2.600,10	2.967,12
(2) <i>Ratio</i> reposición bancos grandes	1,06	0,97	1,00	1,42	1,32	1,64	2,20
Valor económico (1) × (2)	2.091,92	2.013,37	1.983,96	3.071,17	3.110,48	4.257,88	6.522,30

3.2. Valoración separada del negocio bancario y de la cartera de valores

El uso de la *ratio* de valoración de los bancos para estimar el valor económico de las cajas de ahorros presupone que los dos tipos de entidades realizan inversiones similares con los recursos que captan de los clientes y con los fondos propios. Ahora tendremos en cuenta que esto no es así, y valoraremos por separado las inversiones de la cartera de valores y el negocio bancario propiamente dicho.

El balance de situación de bancos y cajas distingue entre inversiones crediticias e inversiones de

cartera. Una característica importante en el presente apartado es que el valor contable de las inversiones de cartera es igual al valor de mercado, y como tal está incluido en la capitalización bursátil del banco cuando éste cotiza en Bolsa. Esto implica, a su vez, que si sustraemos de la capitalización bursátil el valor en balance de las inversiones en cartera, la diferencia nos está indicando el valor económico de las inversiones crediticias, consideradas como negocio bancario propiamente dicho.

Los pasos a seguir se resumen del siguiente modo. El valor según balance de la cartera de valores se sustrae de la capitalización bursátil de cada banco, y al valor resultante de la sustracción se le con-

sidera como la valoración que el mercado asigna a la actividad bancaria propiamente dicha de cada entidad. Posteriormente, este valor residual se normaliza por los fondos prestables, calculados como la suma de los depósitos y el saldo neto de cada entidad bancaria en el sistema crediticio. Ello nos dice cuál es la valoración que el mercado atribuye a cada peseta de fondos prestables de la entidad para la que se realiza el cálculo (6). Diferencias en el valor económico de una peseta de fondos prestables entre unos bancos y otros debe reflejar diferencias en la eficiencia con que se lleva a cabo la actividad de transformación, en el grado de competencia de los mercados locales, en la calidad de los préstamos y créditos, etcétera (7).

Para el conjunto de bancos, excluido Banesto, una peseta de fondos prestables tiene un valor de mercado, a finales de 1996, de 0,12 pesetas, resultado del cociente entre 2.480,79 miles de millones de valor económico del negocio bancario y 20.136,13 miles de millones de fondos prestables (cuadro n.º 4). Puesto que la capitalización total de estos bancos es de algo más de 4,2 billones de pesetas, el negocio bancario, según la definición aquí utilizada, representa más del 58 por 100 del valor económico total de las entidades evaluadas.

En lo que se refiere a las Cajas de Ahorros, la aplicación de la metodología descrita arroja una valoración económica total cercana a los 4,8 billones de pesetas, de los cuales el 74 por 100 corresponde al negocio bancario y el resto a la cartera de valores.

3.3. Valoración de la actividad bancaria ajustando por diferencias en la eficiencia entre bancos y cajas

El método de valoración aplicado en el epígrafe anterior asume una eficiencia similar en la actividad bancaria propiamente dicha de bancos y cajas. Esta hipótesis se modifica ahora, y el nuevo procedimiento de valoración tendrá en cuenta la eficiencia productiva particular de cada una de las entidades.

Para justificar el necesario ajuste en la valoración de las cajas atendiendo a sus diferencias de eficiencia con respecto a los bancos, elaboramos el cuadro n.º 5, donde se calcula una medida agregada de rentabilidad para bancos y cajas, dividiendo el resultado de las operaciones bancarias (beneficios, excluidos resultados de la cartera de valores y resultados extraordinarios) por los fondos prestables respectivos (8). Como puede comprobarse, la «rentabilidad» es similar entre bancos y

cajas hasta 1991, pero a partir de este año las cajas superan ampliamente a los bancos. Además, la rentabilidad de las cajas de ahorros es muy estable en el tiempo, en contraste con la volatilidad de las cifras para los bancos, los cuales muestran rentabilidades próximas a cero en 1993 y 1995.

Reconocidas las diferencias entre bancos y cajas, el paso siguiente es tenerlas en cuenta en el método de valoración utilizado. Para ello, se postula un modelo que relaciona el valor de mercado atribuible al negocio bancario por peseta de fondos prestables y la «rentabilidad» definida en el cuadro número 5.

$$\frac{\text{Valor de mercado}_{it}}{\text{Fondos prestables}_{it}} = a + b \frac{\text{Rdo. operaciones bancarias}_{it}}{\text{Fondos prestables}_{it}} + \sum C_i D_i$$

$t = 1990, \dots, 1996$

donde el subíndice i se refiere a banco y el t a tiempo; la variable D_i es una variable dicotómica que toma valor 1 en el período t y 0 en los demás casos; a , b y c_i son parámetros a estimar, de manera que una vez conocidos será posible calcular el valor de mercado por peseta de fondos prestables en función de la «rentabilidad».

La ecuación se ha estimado para el período 1990-1995 utilizando valores observados de las variables dependiente y explicativa correspondientes a los bancos BBV, BCH, Santander, Popular, Zaragoza y Banesto (1990-1992). Los resultados de la estimación son los siguientes,

$$\begin{aligned} \frac{\text{Valor de mercado}_{it}}{\text{Fondos prestables}_{it}} = & -0,00108 + \\ & + 7,39069 \frac{\text{Rdo. operaciones bancarias}_{it}}{\text{Fondos prestables}_{it}} \\ & -0,00666 D_{91} - 0,00279 D_{92} + 0,07373 D_{93} + \\ & + 0,04479 D_{94} + 0,07940 D_{95} + 0,13330 D_{96} \end{aligned}$$

(0,03191) (0,03219) (0,03388)** (0,03402) (0,03433)** (0,03402)***

El ajuste de la función de valoración puede considerarse satisfactorio, con un $R^2 = 0,8264$ y un estadístico $F = 20,40$ significativamente distinto de cero al 1 por 100. El coeficiente de la «rentabilidad» es 7,39, con un error estándar de 0,65, mientras que las variables dicotómicas de los años 1993 y 1995 son positivas y significativas al 5 por 100 de grado de significación, y para 1996 al 1 por 100. Esto significa que en los años donde la dicotómica es significativa el mercado valoró la «rentabilidad» de los fondos prestables por encima de la valora-

CUADRO N.º 4

**VALOR DE MERCADO DE LAS CAJAS DE AHORROS SEPARANDO VALOR DEL NEGOCIO BANCARIO
Y VALOR DE LA CARTERA DE TÍTULOS DE RENTA VARIABLE**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
BANCOS SELECCIONADOS							
(a) Valor cartera renta variable	1.027,13	1.302,49	1.354,49	1.227,17	1.512,26	1.718,49	1.761,19
(b) Valor negocio bancario.....	1.392,95	1.099,42	706,91	1.348,10	1.057,69	1.338,04	2.480,79
(c) Fondos prestables	13.689,72	14.616,57	16.918,61	15.157,78	16.776,88	18.232,65	20.136,13
(d) Valor pta. fondos prestables (b)/(c)	0,1018	0,0752	0,0418	0,0889	0,0630	0,0734	0,1232
VALORACIÓN DE LAS CAJAS							
(1) Valor cartera renta variable	410,66	477,47	573,74	703,52	769,56	943,2	1.202,56
(2) Fondos prestables	15.180,63	16.700,07	20.057,67	19.906,55	24.654,64	26.545,32	29.135,22
(3) Valor pta. fondos prestables.....	0,1018	0,0752	0,0418	0,0889	0,0630	0,0734	0,1232
(4) Valor total fondos prestables: (2) × (3)	1.544,65	1.256,13	838,07	1.770,45	1.554,33	1.948,08	3.589,49
(5) Valor económico total: (1)+(4)	1.955,31	1.733,60	1.411,81	2.473,97	2.323,89	2.891,28	4.792,05

CUADRO N.º 5

**RENTABILIDAD DE LOS FONDOS PRESTABLES
(En miles de millones de pesetas)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
GRANDES BANCOS							
(a) Rdo. operaciones clientes (*)	181,47	147,57	103,13	18,20	68,54	23,63	77,79
(b) Fondos prestables	13.689,71	14.616,56	16.918,61	15.157,77	16.776,88	18.232,65	20.136,13
(c) Rentabilidad (porcentaje) = (a)/(b)	1,326	1,010	0,610	0,120	0,409	0,130	0,386
VALORACIÓN DE LAS CAJAS							
(1) Rdo. operaciones clientes (*)	144,98	186,25	234,54	160,46	257,05	294,01	340,50
(2) Fondos prestables	15.180,63	16.700,07	20.057,67	19.906,55	24.654,63	26.545,32	29.135,22
(3) Rentabilidad (porcentaje) = (1)/(2)	0,955	1,115	1,169	0,806	1,043	1,108	1,169

(*) Beneficios excluidos resultados de la cartera de valores y resultados extraordinarios.

ción promedio durante todo el período para el que se lleva a cabo el ajuste. En cualquier caso, a partir de 1993 se produce un desplazamiento positivo en la función de valoración, con respecto a los años precedentes, reflejando el cambio en la política económica y el progresivo descenso en los tipos de interés que sigue a las devaluaciones de la peseta consecuencia de los ajustes en el Sistema Monetario Europeo (9).

El cuadro n.º 6 muestra los resultados de aplicar la función de valoración a los bancos seleccionados y al conjunto de las cajas de ahorros. Para estas últimas, se presentan dos valoraciones. La primera, manteniendo los valores estimados para cada uno de los coeficientes de las variables dico-

tómicas, y la segunda, «suavizando» los valores de las perturbaciones intertemporales. Para ello, se supone que el coeficiente de las dicotómicas temporales es 0 hasta 1992 y 0,0828 (promedio de los coeficientes de 1993 a 1996) a partir de 1993.

Como puede comprobarse, los valores observados y los estimados correspondientes a bancos se aproximan mucho, excepto los años 1995 y 1996, en los que el modelo sobrestima el valor con respecto al observado. En cuanto a las cajas, su valor económico estimado es de 7,5 billones en 1996, cuando en la función de valoración se utilizan los coeficientes de las dicotómicas estimadas para cada año, y de 6,1 billones cuando se utiliza un coeficiente de las dicotómicas temporales igual a 0,0828

para el subperíodo 1993-1996. En el año 1992, el valor económico estimado para las cajas de ahorros alcanza ya el valor económico de los bancos seleccionados (10), mientras que en 1996 el valor económico de las cajas es superior en más de un 50 por 100. Otro dato destacado del cuadro n.º 6 es que, para los bancos, el valor económico total se reparte a partes iguales entre el valor del negocio bancario y la cartera de valores, mientras que en el caso de las cajas la cartera de valores sólo representa el 20 por 100 del valor estimado total.

III. LA CONSIDERACIÓN DE LA OBRA SOCIAL

Las cajas de ahorros destinan una parte significativa de sus beneficios a la realización de obras sociales y culturales a favor del conjunto de la sociedad española. Como consecuencia de las dotaciones que recibe de las cajas y de los recursos, limitados, que ella genera, la Obra Social del conjunto de cajas de ahorros acumula un patrimonio que, en 1994, supone un valor aproximado de 228.000 millones de pesetas, y del cual casi la mitad, 104.000 millones, está materializado en inmuebles.

El valor en libros de los inmuebles de la Obra Social de las cajas está probablemente lejos de su valor de mercado, pero también es cierto que algunos

de estos inmuebles poseen el carácter de patrimonio cultural de una ciudad o región, lo cual hace muy difícil pensar en su hipotética venta a un titular privado. En cualquier caso, valorar, en términos privados y sociales, el patrimonio de la Obra Social de las cajas de ahorros requeriría de una información y unas consideraciones de las que no disponemos (la situación particular de cada inmueble), o que nos alejarían del tema principal del trabajo.

Otra cuestión distinta es reflexionar sobre las consecuencias, para la valoración económica de las cajas de ahorros, de los compromisos que estas entidades mantienen con la Obra Social. Si una caja de ahorros vende todo o parte de su negocio bancario, es necesario prever cómo se mantiene la obligación de contribuir a la financiación de las obras sociales y culturales. En este epígrafe reflexionaremos brevemente sobre esta cuestión.

Existen dos piezas de información que permiten aproximarnos a las obligaciones de las cajas de ahorros con su Obra Social, el volumen del saldo de la Obra Social en el pasivo de las cajas de ahorros, y la dotación a la Obra Social en la distribución del beneficio neto de las cajas. El cuadro n.º 7 muestra el valor de estas partidas en términos absolutos y relativos.

El pasivo de la Obra Social, a finales de 1996, asciende a 263.000 millones de pesetas, lo que representa el 4,3 por 100 del valor económico total

CUADRO N.º 6

VALORACIÓN ECONÓMICA DE LAS CAJAS AJUSTANDO POR DIFERENCIAS DE EFICIENCIA CON BANCOS (Miles de millones de pesetas) (*)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
GRANDES BANCOS							
Observada.....	2.420,08	2.401,90	2.061,39	2.575,27	2.569,95	3.056,53	4.241,98
Estimada (1)	2.353,57	2.377,36	2.098,45	2.462,96	2.752,31	3.321,22	4.900,15
Cartera valores	1.027,13	1.302,49	1.354,49	1.227,17	1.512,26	1.718,49	1.761,19
Negocio bancario	1.326,44	1.074,87	743,97	1.235,79	1.240,05	1.602,73	3.138,96
Estimada (2)	2.353,57	2.377,36	2.098,45	2.600,51	3.390,03	3.383,32	3.883,44
Negocio bancario	1.326,44	1.074,87	743,97	1.373,34	1.877,76	1.664,82	2.122,25
CAJAS DE AHORROS							
Estimada (1)	1.465,73	1.836,00	2.285,50	3.335,79	3.747,22	5.195,27	7.571,44
Cartera valores	410,66	477,47	573,74	703,52	769,56	943,20	1.202,57
Negocio bancario	1.055,07	1.358,53	1.711,76	2.632,27	2.977,66	4.252,07	6.368,87
Estimada (2)	1.465,73	1.836,00	2.285,50	3.516,43	4.684,38	5.285,68	6.100,34
Negocio bancario	1.055,07	1.358,53	1.711,76	2.812,91	3.914,82	4.342,48	4.897,78

(*) Los valores correspondientes a bancos se obtienen sumando valores observados o estimados para cada uno de ellos. Los valores estimados de cajas se obtienen de la suma del valor estimado para el total de fondos prestables (aplicando el modelo de valoración relevante) y el valor total de la cartera de valores.

estimado para las cajas de ahorros, de 6,1 billones de pesetas. Este porcentaje muestra una trayectoria descendente, pues en 1990 era del 12,5 por 100. Por otra parte, las cajas han destinado a la Obra Social el 23,35 por 100 de sus beneficios después de impuestos en 1990 y el 25,8 por 100 de esos beneficios en 1996. En la medida en que el valor económico de las cajas de ahorros tiene su justificación en la capacidad para generar rentas de estas entidades, si un 25 por 100 de estas rentas (beneficios) han de destinarse a atender obligaciones contraídas con la Obra Social, la consecuencia última es que las obligaciones con la Obra Social representarán una magnitud similar, con relación al valor económico total, a la que representa la dotación anual en relación a los beneficios.

A nuestro juicio, de las dos cifras manejadas, pasivo de la Obra Social y dotación de los beneficios netos, esta última nos parece más adecuada para aproximar la obligación de las cajas con su Obra Social. Ello es así porque, como se ha dicho, el valor económico para una actividad empresarial en marcha se determina a partir de los beneficios que genera. Si el 25 por 100 de los beneficios se destinan a la atención de los servicios de la Obra Social, es como si el 25 por 100 de la inversión que generan tales beneficios estuvieran en manos de la Obra Social.

En consecuencia, ante una hipotética venta de negocio bancario por parte de las Cajas de Ahorros, debería preverse el mantenimiento del flujo de ingresos necesarios para la cobertura de la financiación de las actividades socioculturales. Una solución consistiría en crear un organismo autónomo (¿Fundación?) al que se encargaría la gestión de

la Obra Social correspondiente, y al que se le dotaría de un capital igual a la cantidad que resulta de multiplicar la proporción de beneficios destinados a la Obra Social hasta esa fecha por el valor económico del negocio bancario que se vende. El comprador de este negocio bancario quedaría liberado de los pasivos de la Obra Social en el balance de la caja correspondiente. En esta solución se propone que el patrimonio de la Obra Social que asume el organismo autónomo no genera rentas de valor privado. De no ser así, de la aportación de capital que le corresponde por la venta del negocio bancario habría que descontar el valor económico de las rentas privadas que generan los activos de la Obra Social. Por supuesto, si quien compra el negocio bancario de una caja es otra caja, esta última podría asumir la Obra Social de la primera sin necesidad de crear un nuevo organismo autónomo.

IV. CONCLUSIÓN

La respuesta a la pregunta sobre cuál es el valor económico de las cajas de ahorros españolas es distinta según el criterio seguido para calcularlo. En 1996, el valor contable de los fondos propios es de 2,6 billones de pesetas, mientras que la valoración de las rentas del negocio bancario de las cajas, al precio que el mercado otorga a las rentas de los bancos, da un valor para el conjunto de las cajas, en 1996, de 7,5 billones de pesetas. En términos relativos a la valoración bursátil de los grandes bancos, el valor económico estimado de las cajas en 1990 representaba el 60,6 por 100 del valor de mercado de los bancos, en 1993 representaba el 125,9 por 100, y en 1996 el 176,9 por 100. De

CUADRO N.º 7

OBLIGACIONES DE LAS CAJAS DE AHORROS CON LA OBRA SOCIAL
(Miles de millones de pesetas) (*)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Pasivo de la Obra Benéfico Social (a) ..	183,1	204,1	217,5	218,3	231,8	243	263
Pasivo de la Obra Benéfico Social en proporción al valor económico de las cajas (porcentaje) (b)	12,53	11,25	9,66	6,98	5,56	5,15	4,3
Dotación a la Obra Social (c)	46,91	49,84	51,01	62,33	59,16	68,83	85,7
Dotación en proporción a los beneficios después impuestos (porcentaje) (c) ..	23,35	24,15	23,32	27,14	24,1	24,45	25,8

(a) *Boletín Estadístico*, Banco de España. Incluye Fondo de Educación y Promoción.

(b) Valor económico según cuadro n.º 6, Estimación (2).

(c) *Anuario Estadístico*, Cajas de Ahorros Confederadas.

acuerdo con estas estimaciones, una peseta de fondos propios de bancos tiene un valor bursátil de 2,47 pesetas en diciembre de 1996, mientras que, en ese mismo momento del tiempo, una peseta de fondos propios de cajas de ahorros tiene un valor económico estimado de 2,88 pesetas.

El trabajo incluye también una referencia a cómo asegurar el mantenimiento de las obras sociales y culturales de las cajas de ahorros en el caso hipotético de la venta de un negocio bancario, pues las rentas que éste genera son las que nutren la financiación de dichas obras. En nuestra opinión, el compromiso de las cajas con la Obra Social se aproxima más correctamente a través de la proporción de beneficios que destinan a la misma. Por lo tanto, sobre la base de esa proporción debería establecerse qué parte del valor monetario generado por la transacción de venta se destina a la creación del patrimonio productivo que asegure el sustento financiero de las obras sociales y culturales.

NOTAS

(1) Los datos utilizados en este estudio provienen del *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros Confederadas*, de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, y para la información de bancos del *Anuario Estadístico de la Banca Privada en España*, del Consejo Superior Bancario

(2) Este estancamiento se pone de manifiesto también cuando se analizan los fondos propios del total de bancos que aparecen en el anuario de la Asociación de la Banca Española. En 1990, la suma de fondos propios contables da una cifra de 3,43 billones de pesetas, y en 1995, de 3,47 billones.

(3) JANSSON, E., y SALAS, V. (1991), «Valor de reposición de activos reales y niveles de fondos propios», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 47.

(4) No se distingue entre inmovilizado de las cajas e inmovilizado de la Obra Social, aunque este último representa una baja proporción del total (inferior al 10 por 100).

(5) Estas diferencias son consecuencia del mayor ritmo inversor de las cajas frente a los bancos.

(6) Suponemos implícitamente que los fondos propios financian el inmovilizado más la cartera de valores.

(7) Los valores individualizados para cada entidad pueden solicitarse a los autores.

(8) Estamos imputando todos los costes de gestión (operativos) a las operaciones de inversión crediticia y captación de pasivo, pues no es posible identificar los costes atribuibles a la gestión de la cartera de valores. Por ello, la «rentabilidad» de los bancos queda infravalorada, aunque pensamos que los costes *incrementables* por gestión de cartera de los bancos con respecto a las cajas no son importantes.

(9) El modelo se ha estimado incluyendo una variable explicativa adicional, inversión en la cartera de valores sobre fondos prestables, para controlar por posibles diferencias en costes atribuibles a diferencias en la importancia de la cartera de valores (ver nota 6). El coeficiente de la variable resulta no significativo, por lo que se optó por eliminar dicha variable.

(10) Es importante recordar que en este punto todavía computa el valor de Banesto.

APÉNDICE METODOLÓGICO

MODELO BALANCE CAJAS DE AHORROS Y BANCOS. PERÍODO 1990-1991

<i>ACTIVO</i>	<i>PASIVO</i>
1. CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	1. CAPITAL O FONDO DE DOTACIÓN
2. ACTIVOS MONETARIOS	2. RESERVAS
3. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	2.1. Prima de emisión de acciones
3.1. En pesetas	2.2. Regularización y actualización
3.2. En moneda extranjera	2.3. Otras
4. INVERSIONES CREDITICIAS (neto)	3. FONDO DE LA O.B.S. (sólo Cajas)
4.1. Crédito al sector público	4. FINANCIACIONES SUBORDINADAS
4.2. Crédito al sector privado	5. BANCO DE ESPAÑA Y FONDO GARANTÍA DEPÓSITOS
4.2.1. Crédito comercial	6. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS
4.2.2. Crédito con garantía real	6.1. En pesetas
4.2.3. Otros créditos	6.2. En moneda extranjera
4.3. Crédito al sector no residente	7. ACREEDORES
4.4. Menos: Fondos de provisión de insolvencias	7.1. Sector público
5. CARTERA DE VALORES	7.2. Sector privado
5.1. Fondos públicos	7.2.1. Cuentas corrientes
5.2. Otros valores de renta fija	7.2.2. Cuentas de ahorro
5.3. Acciones o participaciones	7.2.3. Depósitos a plazo
6. (bis) APLICACIÓN FONDO O.B.S. (sólo cajas)	7.2.4. Pagarés y efectos
7. INMOVILIZADO	7.2.5. Otras cuentas
7.1. Mobiliario e instalaciones	7.3. Sector no residente
7.2. Inmuebles	7.4. Provisiones técnicas operaciones de seguro
8. CUENTAS DIVERSAS	8. EMPRÉSTITOS
8.1. Pérdidas de ejercicios anteriores	8.1. Títulos hipotecarios
8.2. Pérdidas del ejercicio	8.2. Otros
8.3. Cuentas de periodificación	9. OTRAS OBLIGACIONES A PAGAR
8.4. Otras cuentas	10. CUENTAS DIVERSAS
TOTAL ACTIVO	10.1. Fondos especiales
	10.2. Beneficios ejercicios anteriores pendiente aplicación
	10.3. Beneficios ejercicio corriente (sólo diciembre)
	10.4. Cuentas de periodificación
	10.5. Otras cuentas
	TOTAL PASIVO

MODELO BALANCE CAJAS DE AHORROS Y BANCOS. PERÍODO 1992-1996

<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	1. ENTIDADES DE CRÉDITO
1.1. Caja	1.1. A la vista
1.2. Banco de España	1.2. A plazo o con preaviso
1.3. Otros bancos centrales	2. DÉBITOS A CLIENTES
2. DEUDAS DEL ESTADO	2.1. Depósitos de ahorro
3. ENTIDADES DE CRÉDITO	2.1.1. A la vista
3.1. A la vista	2.1.2. A plazo
3.2. Otros créditos	2.2. Otros débitos
4. CRÉDITOS SOBRE CLIENTES	2.2.1. A la vista
5. OBLIGACIONES Y OTROS VALORES DE RENTA FIJA	2.2.2. A plazo
5.1. De emisión pública	2.3. Provisiones técnicas operaciones seguros
5.2. Otras emisiones	3. DÉBITOS REP. POR VALORES NEGOCIABLES
Pro-memoria: títulos propios	3.1. Bonos y obligaciones en circulación
6. ACCIONES Y OTROS TÍTULOS DE RENTA VARIABLE	3.2. Pagarés y otros valores
7. PARTICIPACIONES	4. OTROS PASIVOS
7.1. En entidades de crédito	5. CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN
7.2. Otras participaciones	6. PROVISIONES PARA RIESGOS Y CARGAS
8. PARTICIPACIONES EN EMPRESAS DEL GRUPO	6.1. Fondo de pensionistas
8.1. En entidades de crédito	6.2. Provisión para impuestos
8.2. Otras	6.3. Otras provisiones
9. ACTIVOS INMATERIALES	6 (bis). FONDO PARA RIESGOS GENERALES
9.1. Gastos de constitución	7. BENEFICIOS DEL EJERCICIO
9.2. Otros gastos amortizables	8. PASIVOS SUBORDINADOS
10. ACTIVOS MATERIALES	9. CAPITAL SUSCRITO
10.1. Terrenos y edificios de uso propio	10. PRIMAS DE EMISIÓN
10.2. Otros inmuebles	11. RESERVAS
10.3. Mobiliario, instalaciones y otros	12. RESERVAS DE REVALORIZACIÓN
11. CAPITAL SUSCRITO NO DESEMBOLSADO	13. RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES
11.1. Dividendos pasivos recibidos no desembolsados	TOTAL PASIVO
11.2. Resto	
12. ACCIONES PROPIAS	
Pro-memoria: nominal	
13. OTROS ACTIVOS	
14. CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN	
15. PÉRDIDAS DEL EJERCICIO	
TOTAL ACTIVO	

MODELO CUENTA DE RESULTADOS CAJAS DE AHORROS Y BANCOS. PERÍODO 1990-1991

<i>Debe</i>	<i>Haber</i>
1. COSTES FINANCIEROS	1. PRODUCTOS DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA
1.1. De intermediarios financieros	1.1. De Banco de España y activos monetarios
1.2. De acreedores	1.2. De intermediarios financieros
1.3. De empréstitos	1.3. De inversiones crediticias
1.4. Otros intereses y comisiones	1.4. De cartera de títulos y participaciones
2. PÉRDIDAS NETAS POR DIFERENCIAS DE CAMBIO	1.4.1. De fondos públicos
3. INSOLVENCIAS	1.4.2. De títulos de renta fija
3.1. Amortizaciones de insolvencias	1.4.2. De acciones y participaciones
3.2. Dotaciones a los fondos para insolvencias	2. COMISIONES
4. SANEAMIENTO DE LA CARTERA DE VALORES	2.1. De avales y otras cauciones
5. DOTACIONES A OTROS FONDOS ESPECIALES	2.2. De otros servicios bancarios y financieros
6. PÉRDIDAS POR ENAJENACIONES	3. BENEFICIOS NETOS POR DIFERENCIAS DE CAMBIO
6.1. De la cartera de valores	4. BENEFICIOS EN ENAJENACIONES
6.2. De inmovilizado	4.1. De la cartera de valores
7. GASTOS DE EXPLOTACIÓN	4.2. De inmovilizado
7.1. De personal	5. FONDOS ESPECIALES QUE HAN QUEDADO DISPONIBLES
7.2. Generales	5.1. De insolvencia
7.3. De inmuebles	5.2. Otros
7.4. Amortizaciones	6. OTROS PRODUCTOS
7.4.1. De activos materiales	6.1. De inmuebles en explotación
7.4.2. Otras	6.2. Recuperación de activos en suspenso
8. CONTRIBUCIÓN AL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS	6.3. Otros conceptos
9. OTROS CONCEPTOS	7. PRODUCTOS DE EJERCICIOS ANTERIORES
9 (bis). IMPUESTO DE SOCIEDADES	8. SALDO DEUDOR O QUEBRANTO NETO
10. SALDO ACREEDOR O EXCEDENTE NETO	TOTAL HABER
TOTAL DEBE	

MODELO CUENTA DE RESULTADOS CAJAS DE AHORROS Y BANCOS. PERÍODO 1992-1995

<i>Debe</i>	<i>Haber</i>
1 INTERESES Y CARGAS ASIMILADAS	1. INTERESES Y RÉDITOS ASIMILADOS DE LA CARTERA DE RENTA FIJA
2 COMISIONES PAGADAS	2. RÉDITO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE
3 PÉRDIDAS POR OPERACIONES FINANCIERAS	2.1. De acciones y otros títulos de renta variable
4 GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN	2.2. De participaciones
4.1. Gastos de personal	2.3. De participaciones en el grupo
Sueldos y salarios	3. COMISIONES PERCIBIDAS
Cargas sociales	4. BENEFICIOS POR OPERACIONES FINANCIERAS
Pensiones	4 (bis). FONDOS DE INSOLVENCIAS DISPONIBLES
4.2. Otros gastos administrativos	4 (ter.). FONDOS DE SANEAMIENTO DE INMOVILIZADO FINANCIERO DISPONIBLE
5. AMORTIZACIÓN Y SANEAMIENTO DE ACTIVOS MATERIALES E INMATERIALES	5. OTROS PRODUCTOS DE EXPLOTACIÓN
6. OTRAS CARGAS DE EXPLOTACIÓN	6. BENEFICIOS EXTRAORDINARIOS
7. AMORTIZACIÓN Y PROVISIÓN PARA INSOLVENCIAS	7. PÉRDIDAS ANTES DE IMPUESTOS
8. SANEAMIENTO DE INMOVILIZADO FINANCIERAS	8. PÉRDIDAS DEL EJERCICIO
9. QUEBRANTOS EXTRAORDINARIOS	TOTAL HABER
9 (bis) DOTACIONES AL FONDO PARA RIESGOS GENERALES	
10. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS	
11. IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES	
12. BENEFICIO DEL EJERCICIO	
TOTAL DEBE	

MODELO CUENTA DE RESULTADOS CAJAS DE AHORROS Y BANCOS. PERÍODO 1996

1. INTERESES Y RENDIMIENTOS ASIMILADOS
De los que: De la cartera de renta fija
 2. INTERESES Y CARGAS ASIMILADAS
 3. RENDIMIENTO DE LA CARTERA DE RENTA VARIABLE
 - 3.1. De acciones y otros títulos de renta variable
 - 3.2. De participaciones
 - 3.3. De participaciones en el grupo
 - A) MARGEN DE INTERMEDIACIÓN
 4. COMISIONES PERCIBIDAS
 5. COMISIONES PAGADAS
 6. RESULTADOS DE OPERACIONES FINANCIERAS
 - B) MARGEN ORDINARIO
 7. OTROS PRODUCTOS DE EXPLOTACIÓN
 8. GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN
 - 8.1. De personal
sueldos y salarios
cargas sociales
De las que: Pensiones
 - 8.2. Otros gastos administrativos
 9. AMORTIZACIÓN Y SANEAMIENTO DE ACTIVOS MATERIALES O INMATERIALES
 10. OTRAS CARGAS DE EXPLOTACIÓN
 - C) MARGEN DE EXPLOTACIÓN
 15. AMORTIZACIÓN Y PROVISIONES PARA INSOLVENCIAS (NETO)
 16. SANEAMIENTO DE INMOVILIZACIONES FINANCIERAS (NETO)
 17. DOTACIÓN AL FONDO PARA RIESGOS BANCARIOS GENERALES
 18. BENEFICIOS EXTRAORDINARIOS
 19. QUEBRANTOS EXTRAORDINARIOS
 - D) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS
 20. IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS
 - E) RESULTADO DEL EJERCICIO
-

**DEFINICIÓN CONCEPTO FONDOS PROPIOS CONTABLES
MODELO 1990-1991**

Signo positivo

Signo negativo

- | | |
|---|---|
| 1. CAPITAL O FONDO DE DOTACIÓN | 6 (bis). APLICACIÓN FONDO O.B.S. (sólo cajas) |
| 2. RESERVAS | 8.1. Pérdidas de ejercicios anteriores |
| 3. FONDO DE LA O.B.S. (sólo cajas) | 8.2. Pérdidas del ejercicio |
| 5. BANCO DE ESPAÑA Y FONDO GARANTÍA DEPÓSITOS | |
-

**DEFINICIÓN CONCEPTO FONDOS PROPIOS CONTABLES
MODELO 1992-1996**

Signo positivo

Signo negativo

- | | |
|-----------------------------|--------------------------------------|
| 7. BENEFICIOS DEL EJERCICIO | 11. CAPITAL SUSCRITO NO DESEMBOLSADO |
| 9. CAPITAL SUSCRITO | 12. ACCIONES PROPIAS |
| 10. PRIMAS DE EMISIÓN | 13. OTROS ACTIVOS |
| 11. RESERVAS | |
-

**DEFINICIÓN CONCEPTO FONDOS PRESTABLES
MODELO 1990-1991**

Signo positivo

Signo negativo

- | | |
|--|--|
| ACREEDORES | 3. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (Activo) |
| 7.1. Sector público | |
| 7.2. Sector privado | |
| 7.3. Sector no residente | |
| 6. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (Pasivo) | |
-

**DEFINICIÓN CONCEPTO FONDOS PRESTABLES
MODELO 1992-1996**

Signo positivo

Signo negativo

- | | |
|--------------------------|----------------------------------|
| 1. ENTIDADES DE CREDITO | 3. ENTIDADES DE CRÉDITO (Activo) |
| 2.1. Depósitos de ahorro | |
| 2.2. Otros débitos | |
-

**DEFINICIÓN CONCEPTO CARTERA VALORES
MODELO 1990-1991**

Signo positivo

- 5.3. Acciones o participaciones
-

**DEFINICIÓN CONCEPTO CARTERA VALORES
MODELO 1992-1996**

Signo positivo

6. ACCIONES Y OTROS TÍTULOS DE RENTA VARIABLE
7. PARTICIPACIONES
8. PARTICIPACIONES EN EMPRESAS DEL GRUPO
-

**DEFINICIÓN CONCEPTO RESULTADO OPERACIONES CON CLIENTES
MODELO 1990-1991**

Signo positivo

Signo negativo

PRODUCTOS DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA
1.1. De Banco de España y activos monetarios
1.2. De intermediarios financieros
1.3. De inversiones crediticias
1.4.1. De fondos públicos
1.4.2. De títulos de renta fija

2. COMISIONES

5.1. De insolvencia

6. OTROS PRODUCTOS

1. COSTES FINANCIEROS

3.1. Amortizaciones de insolvencias

5. DOTACIONES A OTROS FONDOS ESPECIALES

7. GASTOS DE EXPLOTACIÓN

8. CONTRIBUCIÓN AL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

**DEFINICIÓN CONCEPTO RESULTADO OPERACIONES CON CLIENTES
MODELO 1992-1995**

Signo positivo

Signo negativo

1. INTERESES Y RENDIMIENTOS ASIMILADOS

3. COMISIONES PERCIBIDAS

4 (bis). FONDOS DE INSOLVENCIAS DISPONIBLES

5. OTROS PRODUCTOS DE EXPLOTACIÓN

1. INTERESES Y CARGAS ASIMILADAS

2. COMISIONES PAGADAS

4. GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN

5. AMORTIZACIÓN Y SANEAMIENTO DE ACTIVOS MATERIALES
E INMATERIALES

6. OTRAS CARGAS DE EXPLOTACIÓN

7. AMORTIZACIÓN Y PROVISIÓN PARA INSOLVENCIAS

**DEFINICIÓN CONCEPTO RESULTADO OPERACIONES CON CLIENTES
MODELO 1996**

Signo positivo

Signo negativo

1. INTERESES Y RENDIMIENTOS ASIMILADOS

4. COMISIONES PERCIBIDAS

7. OTROS PRODUCTOS DE EXPLOTACIÓN

2. INTERESES Y CARGAS ASIMILADAS

5. COMISIONES PAGADAS

8. GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN

9. AMORTIZACIÓN Y SANEAMIENTO DE ACTIVOS MATERIALES O
INMATERIALES

10. OTRAS CARGAS DE EXPLOTACIÓN

15. AMORTIZACIÓN Y PROVISIONES PARA INSOLVENCIAS (NETO)

Resumen

En este trabajo los autores presentan los resultados de un ejercicio de valoración económica de las cajas de ahorros españolas, de 1990 a 1996. La valoración se realiza con tres métodos diferentes. El primero se basa en el valor contable de los fondos propios, el segundo corrige este valor por un índice que recoge posibles desfases entre precios históricos y corrientes. Finalmente, se toma como referencia la información sobre el valor bursátil de los bancos. Un punto adicional de reflexión son las consecuencias para la valoración de los compromisos contraídos con la Obra Social.

Palabras clave: instituciones financieras, valoración de empresas.

Abstract

In this paper the authors present the result of the valuation of the Spanish Savings Banks, from 1990 to 1996. The valuation is carried out with three different methods. The first one is based on the book value, the second one corrects this book value according to an index that reflects the differences of historic and current prices. The third method is based on the information of bank stock prices. These institutions are legally obliged to fund the «Obra Social». The effect on the valuations of this obligation is also discussed.

Key words: financial institution, firm valuation.

JEL classification: G21.