

EFFECTOS DE LA CONSOLIDACIÓN SOBRE LA EFICIENCIA DE LA INDUSTRIA DE SERVICIOS FINANCIEROS

Allen N. BERGER (*)

I. INTRODUCCIÓN

LAS fusiones y adquisiciones (F&A) entre las grandes instituciones financieras, están creando una industria financiera dominada por los mayores gigantes financieros jamás conocidos. En Japón, las F&A Fuji Bank-Dai-Ichi Kangyo Bank-Industrial Bank of Japan y la F&A Sanwa Bank-Tokai Bank-Asahi Bank han creado dos de los mayores bancos del mundo, con un activo en torno a 1,4 billones de dólares y un 1 billón de dólares, respectivamente. Las F&A UBS-Swiss Bank Corp., BNP-Paribas y Royal Bank of Scotland-National Westminster dieron lugar a instituciones de gran tamaño a escala nacional en Europa. En EE.UU., la F&A BankAmerica-Nations Bank creó el mayor banco comercial nacional de este país, si bien el activo total de Citigroup es superior.

La tendencia hacia la concentración afecta asimismo a las instituciones financieras en distintas líneas de negocio y en diferentes países. La F&A Citicorp-Travelers dio lugar a una entidad de tipo universal que presta conjuntamente servicios de banca comercial, valores, seguros y otros servicios financieros. La F&A Deutsche Bank-Bankers Trust combinó un gran banco universal europeo con una gran organización estadounidense, que presta servicios mayoristas de banca comercial y de inversión. Se ha producido asimismo una repentina actividad de consolidación en la Unión Europea (UE), que combina a menudo

instituciones financieras de distintos campos y diferentes países.

La consolidación es un fiel reflejo de los esfuerzos de los gestores de las instituciones financieras por mejorar la eficiencia o incrementar el poder de mercado con el objetivo de maximizar el valor de sus accionistas o —cuando los mecanismos de control son muy débiles— para alcanzar sus propios objetivos de construir un imperio, mejorar su retribución o gozar de preferencia en el gasto. Uno de los factores más destacados de la reciente aceleración de la consolidación de los servicios financieros ha sido el proceso de liberalización a escala mundial, que ha creado oportunidades para la consolidación de las instituciones financieras. Entre sus ejemplos cabe citar la ley estadounidense Riegle-Neal, que permite la existencia de una banca de alcance casi nacional, y el Programa del Mercado Único de la Unión Europea (UE), que facilita la operación transnacional dentro de las fronteras de la UE. Habrá que esperar aún para constatar los efectos plenos de los cambios regulatorios más recientes, como la Ley Gramm-Leach-Bliley, que permite que las organizaciones de carácter universal ofrezcan servicios de banca comercial, banca de inversiones y seguros en EE.UU., y la implantación de la Unión Monetaria Europea, que facilita la actividad transnacional dentro de la UE. Es probable que estos cambios contribuyan a prolongar la oleada de fusiones y adquisiciones.

En el presente trabajo, se repasa la evidencia empírica aportada en las investigaciones relativas a los efectos sobre la eficiencia potencial y actual de la consolidación del sector de servicios financieros y se sugieren líneas de investigación futuras. Tras el repaso de algunos antecedentes, se organiza la investigación siguiendo las directrices de tres tipos de consolidación: 1) consolidación simple, en la que las instituciones financieras de una misma línea de negocio se embarcan en una F&A (por ejemplo: dos bancos comerciales, dos gestoras de valores o dos compañías de seguros), 2) consolidación de tipo universal entre instituciones financieras con diferentes líneas principales de servicios financieros (p. ej.: F&A que unen bancos comerciales con bancos de inversiones o con compañías de seguros) y 3) consolidación internacional, en la que las instituciones realizan F&A transnacionales (p. ej.: instituciones estadounidenses y europeas o instituciones de distintas naciones europeas). Es evidente que estos tipos de consolidación se superponen, ya que la consolidación internacional también implica una consolidación simple o de tipo universal, sin embargo se incluye dicho grupo adicional puesto que se encuentran ciertas diferencias con la consolidación internacional.

Nuestro análisis sugiere que existe un gran potencial de mejora en eficiencia por medio de la concentración, pero que sólo una pequeña parte del mismo parece materializarse. Los datos sugieren que una gran parte de los beneficios de la consolidación se producen en los ingresos, más que en los costes, y ello se debe a la diversificación de riesgos, que mejora la transferencia esperada por la institución entre rentabilidad y riesgo. No obstan-

te, nuestro análisis sugiere asimismo que todavía hay mucho que investigar, y se aportan algunas directrices para responder a preguntas que hasta ahora carecen de respuesta. Una advertencia importante antes de extraer conclusiones es la disponibilidad limitada de investigaciones relevantes, por lo que a veces es preciso realizar grandes extrapolaciones para llegar a conclusiones válidas. Los bancos comerciales estadounidenses disponen de un conjunto significativo de estudios, si bien es más escasa la investigación sobre las instituciones financieras fuera de EE.UU., las industrias de inversión en valores y seguros, la consolidación de tipo universal y la consolidación internacional.

En el apartado II se muestran los principales antecedentes respecto a la consolidación y en el

III se introduce una definición de los cambios de eficiencia. En los apartados IV, V y VI se repasan las investigaciones acerca de los efectos sobre la eficiencia de la consolidación simple, la consolidación de tipo universal y la consolidación internacional, respectivamente. En el VII, finalmente, se extraen las conclusiones y se proponen líneas de trabajo para futuras investigaciones.

II. ANTECEDENTES EN TORNO A LA CONSOLIDACIÓN

En el cuadro n.º 1 se resumen algunos datos sobre la consolidación simple, de tipo universal e internacional en EE.UU. y Europa. Los datos existentes se refieren a F&A de grandes empresas que cotizan en Bolsa, y por

ello no figuran los que afectan a las pequeñas instituciones. En el panel A se recoge el flujo de la actividad de F&A nacionales en EE.UU. (columnas 1 a 3) y en cada uno de los países europeos (columnas 4 a 6). En el panel B se recoge la información correspondiente a F&A transnacionales e internacionales. Los valores que aparecen representan la suma de los valores de mercado de todas las instituciones «objetivo» entre 1985 y 1997 y los porcentajes de la actividad nacional estadounidense o europea que representan.

Tanto en EE.UU. como en Europa, la mayoría de la actividad nacional de F&A es de consolidación simple entre instituciones del mismo tipo de servicios financieros, y está representada en las dos matrices 3 x 3 del panel A. En ambos casos, el mayor

CUADRO N.º 1

VALORES DE LAS INSTITUCIONES «OBJETIVO» EN LOS PROCESOS DE F&A DE LA INDUSTRIA DE SERVICIOS FINANCIEROS (1985-1997)

INSTITUCIÓN COMPRADORA	INSTITUCIÓN «OBJETIVO»					
	ESTADOS UNIDOS			EUROPA		
	Bancos	Gestoras de valores	Compañías de seguros	Bancos	Gestoras de valores	Compañías de seguros
Panel A: F&A nacionales						
Bancos	241 (51,8 por 100)	15 (3,2 por 100)	0,2 (0,1 por 100)	89 (36,9 por 100)	9 (3,6 por 100)	20 (8,1 por 100)
Gestoras de valores	6 (1,2 por 100)	74 (15,9 por 100)	27 (5,8 por 100)	23 (9,3 por 100)	19 (7,7 por 100)	24 (9,7 por 100)
Compañías de seguros	0,3 (0,1 por 100)	14 (3,0 por 100)	88 (18,9 por 100)	11 (4,4 por 100)	6 (2,4 por 100)	46 (18,6 por 100)
Panel B: F&A internacionales						
Bancos	9,5 (13,6 por 100)	4,4 (6,3 por 100)	0,2 (0,3 por 100)	29,5 (16,0 por 100)	13,0 (7,1 por 100)	0,7 (0,4 por 100)
Gestoras de valores	3,0 (4,3 por 100)	14,7 (21,0 por 100)	7,7 (11,0 por 100)	19,9 (10,8 por 100)	21,7 (11,8 por 100)	14,0 (7,6 por 100)
Compañías de seguros	0,6 (0,8 por 100)	3,9 (5,6 por 100)	25,9 (37,1 por 100)	12,2 (6,6 por 100)	3,4 (1,85 por 100)	69,7 (37,9 por 100)

El número principal que aparece en cada entrada corresponde a la suma de valores de capital (en miles de millones) de las instituciones «objetivo». El número entre paréntesis corresponde al porcentaje del total (suma 100 para cada matriz de 3 x 3).

Fuente: DELONG, SMITH, y WALTER (1998), BERGER, DEMSETZ, y STRAHAN (1999), y Securities Data Company.

volumen de actividad de F&A de ámbito nacional, en términos de valor de mercado, es por consolidación de bancos con bancos. No resulta sorprendente que la actividad de F&A nacional de ese tipo sea muy superior en EE.UU., sobre todo en el sector bancario. Esta situación obedece en parte a la desaparición gradual de las restricciones impuestas a la banca interestatal, que culmina con la promulgación de la Ley Riegle-Neal, que suprimió, a partir del 1 de junio de 1997, la mayoría de las barreras interestatales que aún existían. En los países europeos se permitía, por lo general, la existencia de una banca de ámbito nacional antes de iniciarse el período considerado en el año 1985.

Los elementos situados fuera de la diagonal de las matrices 3 x 3 de los paneles A y B del cuadro n.º 1 corresponden a consolidaciones de tipo universal entre instituciones que actúan en campos diferentes de servicios financieros. No resulta sorprendente que el mayor porcentaje de la actividad de F&A a escala nacional en Europa, que se presenta en el panel A, sea de tipo universal si se tiene en cuenta que las restricciones para estas acciones son menores en Europa que en EE.UU. a lo largo de este período. En Europa, la consolidación intersectorial constituyó el 37,5 por 100 de la actividad nacional de F&A, mientras que en EE.UU. sólo representó un 13,4 por 100. La consolidación nacional entre bancos comerciales y los otros dos grupos considerados fue especialmente escasa en EE.UU. Los elementos situados fuera de la diagonal del panel B representan la consolidación internacional, que también es de tipo universal. Asimismo, la consolidación en organizaciones de tipo universal que muestran los elementos situados fuera de la diagonal de la

matriz es menor que la que aparece en la diagonal del grupo de una sola línea de producto. Se comprueba de nuevo que existe una mayor actividad de tipo universal en Europa que en EE.UU. Se debe subrayar que, mientras que en Europa muchas instituciones eran y siguen siendo instituciones universales que ofrecen muchos tipos de servicios, no parece que esté produciéndose un movimiento sustancial hacia la consolidación entre distintos tipos de instituciones.

En el panel B del cuadro n.º 1 se recoge la totalidad de la consolidación internacional. Como ya hemos indicado, en EE.UU. y Europa la mayoría de la actividad internacional de F&A es de tipo simple. Sin embargo, existe una diferencia con respecto a los datos nacionales, y es que la consolidación entre compañías de seguros constituye el mayor grupo de F&A transnacionales y no la consolidación entre bancos, que domina las F&A nacionales. En EE.UU., las F&A nacionales superan a las transnacionales de bancos, gestoras de valores y compañías de seguros, pero en Europa las F&A transnacionales superan a las nacionales en los sectores de valores y seguros. Este énfasis relativamente mayor en Europa por las F&A internacionales no debe sorprender, puesto que: 1) las naciones son de tamaño considerablemente menor, y 2) la implantación del Programa del Mercado Único ha facilitado que las instituciones financieras operen de forma transnacional dentro de los estados europeos que participan en el mismo.

En el futuro, cabe esperar una mayor actividad en la mayoría de los tipos de consolidación considerados. Es probable que se produzca una mayor consolidación nacional en el sector bancario estadounidense y más conso-

lidación internacional (del tipo simple o del universal) en Europa a medida que se manifiesten los efectos de la Ley Riegle-Neal y del Programa del Mercado Único. Es posible igualmente que se produzca una mayor consolidación como consecuencia de otros cambios recientes en la regulación. Puede darse que en EE.UU. se produzca mayor consolidación del tipo universal, precipitada por la reciente promulgación de la Ley Gramm-Leach-Bliley, que amplía considerablemente los poderes de la banca. En Europa, es probable que la reciente adopción de la Unión Monetaria, que podría reducir los costes o incrementar los ingresos de las operaciones transnacionales en otras naciones que adopten el euro, estimule la consolidación internacional de todos los tipos.

III. DEFINICIÓN DE CAMBIOS EN LA EFICIENCIA

En la revisión previa, se ha adoptado una definición muy amplia de los posibles cambios en la eficiencia procedentes de la consolidación. Incluimos en ella las consecuencias de la consolidación que puedan afectar la creación del valor para los accionistas y que no puedan considerarse como meros cambios del ejercicio del poder de mercado para fijar los precios. Dicha definición cubre los efectos de la consolidación sobre la eficiencia debido a economías de escala y gama, así como sobre la eficiencia X, o la distancia desde el punto óptimo en la frontera eficiente de la mejor práctica. Incluye también las consecuencias del propio proceso de F&A, las de la expansión geográfica y las de la consolidación internacional. La definición amplia incluye los efectos en la eficiencia derivados

del coste, los ingresos y la diversificación del riesgo. No obstante, nuestro tratamiento *no* incluye los beneficios externos ni los costes de la consolidación para la sociedad en su conjunto, que son difíciles de cuantificar, tales como los beneficios que se obtienen por el hecho de que la competencia obligue a absorber los mayores precios pagados por los insumos o las menores remuneraciones percibidas por los resultados, los cambios del riesgo sistémico, los costes de mantenimiento de la red de seguridad, la contribución a la política monetaria y otras consecuencias sociales análogas de la consolidación.

La mayor parte de esta definición de los cambios en la eficiencia no requiere explicación ni justificación. La eficiencia en coste es un concepto bien definido y los conceptos de eficiencia en ingresos o eficiencia en beneficios (que incluyen tanto la eficiencia en costes como en ingresos) se han empleado y valorado en numerosos estudios de instituciones financieras desde principios de la década de los noventa. En lo que resta de este apartado se justifica la consideración de la diversificación del riesgo como una fuente potencial de ganancias de eficiencia derivadas de la consolidación.

Si los mercados de capitales fueran perfectos, las consideraciones relativas al riesgo no afectarían al valor de los accionistas y, por consiguiente, no se incluirían en nuestra definición de eficiencia. Los inversores diversificarían sus riesgos geográficamente, adquiriendo tal vez activos de instituciones de diferentes regiones o países. Sin embargo, existen al menos cuatro tipos de imperfecciones de mercado que animan a las instituciones eficientes a diversificar sus riesgos.

La primera es la opacidad informativa. Según la teoría moderna de la intermediación financiera (Diamond, 1984), las instituciones financieras realizan una supervisión delegada que produce información sobre activos informativamente opacos, y la diversificación de grandes cantidades de tales activos es parte de la solución a los problemas de información. Esto es, las instituciones diversifican para mejorar su credibilidad como evaluadoras o supervisoras de los activos financieros. Las instituciones mejor diversificadas podrían tener menores costes de capital —es decir, reducir los tipos de interés que paguen por su deuda y las remuneraciones sobre el capital— al mejorar su credibilidad y reducirse los riesgos de los inversores.

En segundo lugar, e incluso sin problemas de asimetrías de información, la diversificación del riesgo por parte de las instituciones financieras podría mejorar la eficiencia en ingresos al permitirles distribuir mejor los resultados de la concentración y la asunción de riesgos. Todas las instituciones financieras proporcionan garantías financieras, como los compromisos de crédito de los bancos comerciales, el asegurar u ofrecer mercados secundarios para dar salida a los valores en los bancos de inversión, o el compromiso de compensar a los titulares de las pólizas en caso de daños a la propiedad, responsabilidad civil, gastos médicos o fallecimiento de las compañías de seguros. El valor de estas garantías y la posibilidad de ofrecerlas depende de que se controlen los riesgos y de que se asegure al cliente que se respetarán las mismas y se efectuarán los pagos futuros (Borch, 1962; Cummins, Doherty y Lo, 1999).

La tercera imperfección de mercado son los costes relacio-

nados con la posibilidad de problemas financieros, quiebras o pérdidas de valor si las entidades financieras fracasan o se liquidan. La reducción del riesgo mediante la diversificación geográfica, por línea de productos o internacional, u otros medios, puede reducir el impacto de los costes previstos de esas contingencias sobre el patrimonio de los accionistas.

La cuarta imperfección es la regulación y la supervisión gubernamental. Una regulación prudencial y supervisión (p. ej., los requisitos de capital basados en el riesgo, las normas sobre acciones o intervenciones correctoras inmediatas, las amenazas de inicio de acciones formales o de cierre) impone costes a la asunción de riesgos y ofrece incentivos con objetivo de que las instituciones que maximizan el valor reduzcan sus riesgos para evitar sanciones. Sin embargo, la existencia de una red de seguridad regulatoria puede actuar en sentido contrario, fomentando la asunción de riesgos (Merton, 1977).

La diversificación del riesgo a través de la consolidación puede reflejarse en una reducción de los costes debido al descenso de las primas de riesgo de la deuda u otros activos contingentes. La diversificación también puede dar lugar a un incremento de los ingresos debido al mayor valor de las garantías financieras o de la capacidad de emisión de garantías fiables por parte de unas instituciones más seguras. Es posible que se produzca, asimismo, un incremento de los ingresos medios si las instituciones entienden que los beneficios de la consolidación les brindan la oportunidad de realizar inversiones con mayores riesgos y mayor rentabilidad prevista. Cualquier reducción de los costes de una regulación/supervisión pru-

dencial puede reflejarse en una reducción de los costes de la actividad de las instituciones, o bien (y es lo más probable) en mayores ingresos medios debidos a la mejora de las oportunidades para realizar inversiones con mayores riesgos y mayor rentabilidad prevista. Por tanto, las mejoras de la diversificación del riesgo pueden traducirse en mejoras de la eficiencia en costes, de la eficiencia en ingresos o de la eficiencia en los beneficios —que incluye tanto la eficiencia en costes como en ingresos (1).

Algunos estudios empíricos sugieren que las grandes instituciones bancarias estadounidenses parecen actuar evitando riesgos, renunciando a una parte de la rentabilidad prevista a cambio de reducirlos (Hughes, Lang, Mester y Moon, 1996, 1997; Hughes y Mester, 1998). Esta mejora de la relación riesgo/rentabilidad prevista no significa forzosamente que las instituciones reduzcan su riesgo (aún pueden seleccionar puntos de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista en sus fronteras ampliadas). No obstante, es difícil determinar si este intercambio beneficia a los accionistas o sirve para proteger la seguridad del puesto de trabajo de los gestores a costa del valor de los accionistas (2). Del mismo modo, se encuentra evidencia de que la reducción del riesgo guarda relación con el incremento de los beneficios bancarios, debido fundamentalmente a la reducción de los intereses a pagar por los recursos ajenos no asegurados, al menos durante algún tiempo (Berger, 1995).

IV. EFECTOS DE LA CONSOLIDACIÓN SIMPLE DE INSTITUCIONES FINANCIERAS SOBRE LA EFICIENCIA

Nuestro primer tipo de consolidación, la consolidación simple, en la que instituciones que ofrecen el mismo tipo de servicios financieros realizan una F&A, siempre supone aumentos de escala y puede implicar igualmente un incremento por economías de alcance del producto o una expansión geográfica. Los temas de investigación que se cubren en el presente trabajo son la eficiencia por economías de escala de las instituciones financieras, incluyendo sus efectos sobre el coste y sobre los ingresos (epígrafes IV.1 y IV.2, respectivamente); los efectos sobre la eficiencia X de la expansión geográfica, incluyendo las implicaciones sobre el intercambio de riesgo por rentabilidad prevista; la eficiencia X en costes y los beneficios de la actividad interregional (epígrafe IV.3) y los efectos dinámicos en la eficiencia X en costes y beneficios de las F&A (epígrafe IV.4). La eficiencia derivada de economías de alcance se cubre en nuestro repaso de los efectos sobre la eficiencia de la consolidación de tipo universal, que se analizan posteriormente en el apartado V.

Es importante destacar que, aunque repasemos estos temas relativos a la eficiencia en el contexto de la evaluación de los efectos de la consolidación simple, y la mayoría de la presente investigación se haya centrado en instituciones nacionales, se presume que los resultados son aplicables, en mayor o menor grado, a los otros dos tipos principales de consolidación. Es decir, en la medida en que la consolidación de las entidades que

prestan los servicios financieros como organizaciones de tipo universal y la consolidación internacional de instituciones financieras incrementen su escala, expandan su alcance geográfico o se involucren en F&A, se presume que los resultados anteriores que resumimos en este apartado tienen implicaciones similares sobre la eficiencia en dichos tipos de consolidación.

1. Efectos de la consolidación sobre la eficiencia en costes debido a economías de escala

La consolidación de las empresas de servicios financieros en instituciones de mayor tamaño puede generar beneficios o pérdidas de eficiencia por los efectos de la escala en los costes. Los beneficios de eficiencia por economías de escala en los costes pueden obtenerse como resultado de las economías de escala habituales, tales como la distribución del coste fijo entre un mayor número de unidades producidas; el aprovechamiento de las tecnologías que exigen mayor escala para lograr un coste medio mínimo; la emisión de valores de mayor magnitud para reducir el impacto del coste fijo de cada emisión individual; un mayor aprovechamiento de la experiencia en la gestión, de la información o de los insumos físicos; o las economías de escala que proceden del reconocimiento adquirido por la marca o la comercialización. Pueden producirse también economías de escala en costes más características de las instituciones financieras, como las economías de escala de supervisión de los riesgos de las contrapartes; las economías en los costes de transacción al gestionar cuentas o valores mayo-

res; o el acceso a complejos instrumentos financieros y modelos de gestión de riesgo. Siempre que una mayor cartera suponga una mejor diversificación del riesgo, también podrán lograrse economías de escala en costes al reducirse el coste del capital y los costes previstos por la quiebra financiera, como ya se ha expuesto en el apartado III.

Las pérdidas de eficiencia o los efectos sobre ésta de las deseconomías de escala en costes pueden también producirse por la concentración en instituciones de mayor tamaño. Pueden darse igualmente deseconomías organizativas al manejar una gran organización que requiere reemplazar normas específicas, políticas, procedimientos y burocracias por una alta dirección que adopte las decisiones operativas. Pueden producirse asimismo deseconomías organizativas a causa de los problemas de supervisar el comportamiento de quienes toman las decisiones a un nivel más bajo, como los responsables últimos de la concesión de crédito o los gestores de valores y seguros, que distan mucho de la alta dirección en el organigrama de la organización. Asimismo, pueden producirse deseconomías en la organización al ofrecer un conjunto de productos mayor que el que corresponde habitualmente a un incremento de la escala de las instituciones financieras (Williamson 1967, 1988). Por ejemplo, puede resultar caro ofrecer servicios basados en la relación existente a familias y a pequeñas empresas junto con los servicios de mercado de capitales que suelen prestarse a los grandes clientes mayoristas que acuden a los servicios de grandes instituciones financieras (3).

La mayoría de las investigaciones realizadas sobre eficiencia por economías de escala en

coste de los bancos comerciales pusieron de manifiesto que la curva de costes medios tenía una forma de U relativamente plana, en la que los bancos de tamaño medio eran ligeramente más eficientes que los bancos grandes o pequeños en términos de economías de escala en costes. Se observó que los costes medios se minimizaban habitualmente en algún punto situado en el amplio rango que va de los 100 millones de dólares a los 10.000 millones de dólares en activos totales (Hunter y Timme, 1986; Berger, Hanweck y Humphrey, 1987; Ferrier y Lovell, 1990; Hunter, Timme y Yang, 1990; Noulas, Ray y Miller, 1990; Berger y Humphrey, 1991; Mester, 1992; Bauer, Berger y Humphrey, 1993; Clark, 1996). Curvas de coste medio en forma de U análogas o resultados de escala en costes complejos se hallaron en las gestoras de valores (Goldberg, Hanweck, Keenan y Young, 1991) y en las compañías de seguros (Grace y Timme, 1992; Yuengert, 1993; Gardner y Grace, 1993; Hanweck y Hogan, 1996; Rai, 1996; Toivanen, 1997; McIntosh, 1998; Cummins y Zi, 1998).

Se mantiene en ocasiones que los beneficios de la escala sobre la eficiencia en la consolidación son más perceptibles cuando las instituciones que se unen se superponen de forma sustancial en el mercado local. Esta situación permite la consolidación de sus sistemas de distribución mediante el cierre de sucursales y la combinación de las operaciones de gestión. Sin embargo, algunos estudios realizados acerca de los efectos sobre la eficiencia de las economías de escala de las F&A de entidades bancarias en el mercado y las investigaciones sobre la eficiencia por escala derivada de la red de sucursales revelaron que los beneficios eran escasos o nulos en

este campo (Berger y Humphrey, 1992; Rhoades, 1993; Akhavein, Berger y Humphrey, 1997; Berger, Leusner y Mingo, 1997; Berger, 1998).

El repaso de datos que hasta el momento se ha realizado indica que la consolidación, salvo cuando se trata de entidades de reducido tamaño, no logra beneficios de eficiencia por economías de escala en costes, y que probablemente se traduce pérdidas de eficiencia por deseconomías de escala en los mismos. No obstante, la mayor parte de tales investigaciones se valieron de datos sobre instituciones financieras de la década de los ochenta, y es posible que los últimos adelantos tecnológicos puedan haber dado lugar a un incremento de las economías de escala en la producción de servicios financieros. Las grandes instituciones pueden explotar de forma más eficiente las herramientas de la ingeniería financiera, como los contratos de productos derivados, las garantías fuera de balance y la gestión de riesgos. Más aún, algunos nuevos métodos de distribución de servicios al cliente, como la banca a través de Internet, los centros telefónicos y los cajeros automáticos, pueden igualmente derivar en mayores economías de escala que las procedentes de la red de sucursales tradicional (Radecki, Wenninger y Orlow, 1997). Asimismo, los avances en la tecnología de medios de pago pueden haber creado economías de escala en las operaciones de gestión comunes y de distribución que podrán explotar con mayor facilidad las instituciones de mayor tamaño o dotadas de una amplia red (Bauer y Hancock, 1993; Bauer y Hancock, 1995; Bauer y Ferrier, 1996; Hancock, Humphrey y Wilcox, 1999). Coincidiendo con tales argumentos, algunas investigaciones recien-

tes sobre eficiencia por economías de escala en los costes bancarios, manejando datos de la década de los noventa, indican que es posible que haya economías de escala sustanciales incluso en los bancos de mayor tamaño, a causa, en parte, del progreso tecnológico (Berger y Mester, 1997). Una advertencia importante es que las entidades de tamaño más reducido podrían acceder con un bajo coste, en la actualidad o en el futuro, a dichas tecnologías, que permiten obtener economías de escala a través de franquicias, fuentes externas o acceso compartido a las redes.

2. Efectos de la consolidación sobre la eficiencia en ingresos debido a economías de escala

El incremento de tamaño asociado a la consolidación puede crear economías de escala en ingresos, ya que algunos clientes pueden necesitar o preferir los servicios de instituciones de mayor dimensión. Por ejemplo: ciertos clientes minoristas pueden inclinarse por la conveniencia que supone el poder acceder a mayores redes de oficinas, cajeros automáticos u otras instalaciones. Del mismo modo, los grandes clientes mayoristas pueden precisar líneas de crédito, emisiones de deuda o de capital, o pólizas de seguros de grupo, en cantidades que no puedan manejar las pequeñas instituciones. Teniendo en cuenta que una cartera mayor da lugar a una mejor diversificación del riesgo, también podrán lograrse economías de escala en ingresos al mejorar el valor y la capacidad de emisión de garantías financieras, y la oportunidad que brindan los participantes del mercado y

los reguladores / supervisores de realizar inversiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista, como se expuso anteriormente.

Debe tenerse en cuenta que algunos pequeños clientes minoristas podrían preferir los servicios más personalizados o más basados en la relación existente que prestan las pequeñas instituciones financieras, lo que daría lugar a deseconomías de escala en los ingresos. Es posible que una estructura de mercado más eficiente incluya a grandes y pequeñas instituciones que atiendan a distintos nichos de clientes.

Por último, los efectos en la eficiencia por economías de escala en ingresos derivada de la consolidación puede ser, asimismo, un reflejo de las ganancias o las pérdidas de eficiencia por escala en los costes que se manifiestan en forma de cambios en la calidad del servicio, y que resulta difícil valorar. Por ejemplo, si una escala mayor reduce los costes y la entidad opta por dedicar parte de ese ahorro a mejorar la calidad del servicio, el resultado podrá valorarse como un incremento de la eficiencia en ingresos, dado que los clientes pagan un precio más alto por el incremento de la calidad.

Algunos estudios han examinado los efectos de la escala de las instituciones financieras sobre la eficiencia en los ingresos o la eficiencia en los beneficios (que incluyen tanto la eficiencia en costes como la eficiencia en los ingresos). Los resultados son ambiguos. Se encuentra evidencia de tenues economías de escala (Berger, Humphrey y Pulley, 1996), pero a veces se considera que la eficiencia en los beneficios es más alta en las grandes instituciones (Berger, Hancock y Humphrey, 1993; Berger, Cum-

mins, Weiss y Zi, 2000), en otras más alta en las entidades pequeñas (Berger y Mester, 1997) y en otras aproximadamente igual en ambas (Clark y Siems, 1997).

3. Efectos de la expansión geográfica sobre la eficiencia X

Como ya se indicó previamente, la consolidación simple incluye a menudo la expansión geográfica, al expandirse las instituciones hacia nuevos mercados locales. Se analizan dos tipos de resultados que pueden reflejar los efectos en la eficiencia X de la expansión geográfica: 1) los resultados relativos a las mejoras de la diversificación del riesgo de las instituciones, y 2) los resultados de la eficiencia X de la banca interregional sobre el coste y los beneficios. Las pruebas relativas a la consolidación internacional, que se resumen en el apartado VI, también pueden tenerse en cuenta en este aspecto.

3.1. Mejoras en la diversificación del riesgo

La expansión geográfica puede mejorar la eficiencia al diversificar los riesgos, ya que la rentabilidad de los préstamos, los títulos valores, las pólizas de seguros y otros instrumentos financieros emitidos en distintos lugares pueden tener una correlación relativamente baja o negativa. En un estudio, se examinó la correlación de los beneficios bancarios de ocho regiones de EE.UU., y se puso de manifiesto que muchas regiones tenían una correlación muy baja con otras, en especial cuando las regiones no eran limítrofes, incluyendo una correlación negativa entre Nueva Inglaterra y el Lejano Oeste (Berger y DeYoung, 2000).

Como ya se señaló previamente, una mejor diversificación puede incrementar la eficiencia en costes al reducir las primas de riesgo de la deuda mediante la resolución de problemas de opacidad informativa, reducir el coste previsto de la quiebra financiera y/o aminorar el costo de una regulación y una supervisión prudencial. Una mejor diversificación puede incrementar también la eficiencia en ingresos, al mejorar el valor de las garantías financieras o la oportunidad de realizar inversiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista a causa de la menor presión de los participantes y de los reguladores/supervisores del mercado.

Las investigaciones empíricas de que se dispone sugieren asimismo que la expansión geográfica ha mejorado la relación entre riesgo y rentabilidad prevista. Las publicaciones sobre bancos comerciales estadounidenses pusieron de manifiesto, por lo general, que las instituciones de mayor tamaño y con mayor diversificación geográfica tienden a lograr mejores compensaciones entre riesgo y rentabilidad prevista (McAllister y McManus, 1993; Hughes, Lang, Mester y Moon, 1996, 1997, 1999; Hughes y Mester, 1998; Demsetz y Strahan, 1997). Se ha demostrado también que la consolidación internacional mejora la transferencia entre riesgo y rentabilidad y la eficiencia en beneficios en el sector del reaseguro (Cummins y Weiss, 2000).

3.2. *La eficiencia en costes y beneficios de la actividad interregional*

Pueden producirse problemas de eficiencia en la expansión geográfica por efecto de las deseconomías a que da lugar gestionar o supervisar una institu-

ción a distancia. Los problemas de explotación podrían incluir luchas entre el personal de diferentes localizaciones o mayores costes y mayor rotación del mismo al tener que trasladar a otros lugares a directivos de alto nivel. Los problemas de supervisión pueden hacer que resulte difícil evaluar el comportamiento y el esfuerzo de los dirigentes localizados en un mercado distante o establecer su rendimiento respecto a otras instituciones de dicho mercado. Las deseconomías organizativas pueden también dificultar el establecimiento y mantenimiento de relaciones minoristas a través de depósitos, fondos de inversión y pólizas de seguros con los hogares, o las relaciones a través del préstamo, las inversiones y los seguros de grupo con las pequeñas y medianas empresas, ya que tales cuentas pueden exigir una información y un enfoque local. Puede, también, que ciertos clientes prefieran simplemente las instituciones locales de servicios financieros. Estos problemas pueden traducirse en mayores costes por prestar los mismos servicios o en menores ingresos por prestar la misma calidad y la misma variedad, percibida o real, de servicios que las instituciones locales.

También es posible que ciertas instituciones dirigidas de forma eficiente puedan superar esos problemas interregionales y operar con mayor eficiencia que las instituciones locales de otras regiones. Estas entidades pueden tener mayor eficiencia en regiones distantes de su oficina central distribuyendo sus mejores niveles de gestión, o sus reputadas políticas y procedimientos, entre un número mayor de recursos, o aprovechando la diversificación geográfica del riesgo. Estas ventajas de mejor gestión y diversificación del riesgo pueden manifestarse como mejoras de la

eficiencia en los costes, en los ingresos o en ambos.

Los efectos en la eficiencia X asociados a la expansión geográfica son los efectos netos de dichas ventajas para las organizaciones eficientes, las deseconomías organizativas de explotar o supervisar a distancia y cualquier otro factor relacionado con la actuación en varios territorios. En un estudio en el que se valoraron los efectos de la eficiencia X en costes y beneficios de la banca interregional estadounidense se puso de manifiesto que, en general, las ventajas y los inconvenientes de la expansión geográfica se compensaban mutuamente (Berger y DeYoung 2000). En la mayoría de los casos, las instituciones cuya oficina central se hallaba fuera de una región estadounidense tenían casi la misma eficiencia X valorada de costes y beneficios, como media, que las instituciones cuya oficina central se hallaba dentro de la misma región. No obstante, los resultados se caracterizaron por su notable heterogeneidad. Los datos sugieren que podría ser ineficiente explotar bancos de reducido tamaño en grandes distancias (distantes más allá de una región limítrofe) si bien los bancos de gran tamaño pueden gestionarse de forma eficiente desde tales distancias. Además, las ventajas de la eficiencia de la gestión de instituciones desde grandes distancias se manifiestan, fundamentalmente, en mayores ingresos, más que en menores costes. Esta situación confirma la posibilidad de que los beneficios principales puedan proceder de la diversificación geográfica del riesgo, que permite que las instituciones realicen inversiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista. La evidencia sobre el proceso de F&A que se expone a continuación confirma dicha posibilidad.

4. Efectos dinámicos en la eficiencia X de costes y beneficios de las F&A

Es probable que existan también efectos dinámicos de eficiencia en el propio proceso de F&A. Las F&A son acontecimientos dinámicos que suelen implicar cambios del enfoque organizativo o del comportamiento de la dirección que modifican la eficiencia X de las organizaciones, acercándola o alejándola del punto óptimo de la frontera eficiente de las mejores prácticas. Se puede mejorar la eficiencia X , por ejemplo, si la institución adquirente fuera ya más eficiente anteriormente y lograra situar la eficiencia de la empresa adquirida en su mismo nivel, al diseminar su superior pericia gestora o sus políticas y procedimientos entre más recursos. La F&A puede, por sí misma, mejorar la eficiencia X al despertar en los gestores la necesidad de mejorar o sirviendo de excusa para implantar una reestructuración sustancial y poco placentera. Alternativamente, la eficiencia X empeora a causa de los costes de la F&A (gastos legales, honorarios de consultoría, indemnizaciones por despidos, etc.), o por la perturbación que produzca la reducción del tamaño, la mezcolanza de culturas empresariales o las guerras que se desaten. La eficiencia X puede reducirse también a causa de las diseconomías organizativas a que da lugar la explotación o la supervisión de una institución de dimensiones más complejas que la escala y el ámbito geográfico tratados anteriormente.

Las investigaciones al respecto sugieren que existe un potencial sustancial de mejora, a través de la consolidación, de la eficiencia X tanto en costes como en beneficios. Una eficiencia media X en costes situada en torno

al 80 por 100 y una eficiencia media X en los beneficios alrededor del 50 por 100 son los resultados más frecuentes (Berger y Humphrey, 1997). Estos datos sugieren que se ha perdido en torno al 20 por 100 en costes y en torno al 50 por 100 de los beneficios potenciales a causa de la ineficiencia X . Las pruebas obtenidas mediante simulación sugieren también que pueden obtenerse grandes ganancias de eficiencia X si los adquirentes con mejores prácticas reforman las prácticas ineficientes de las empresas adquiridas (Shaffer, 1993).

Las investigaciones sugieren, a su vez, que muchas instituciones inician F&A para mejorar la eficiencia X . Numerosos estudios han puesto de manifiesto que las instituciones adquirentes ya eran anteriormente más eficientes que las adquiridas en los sectores bancario, asegurador y de cooperativas de crédito (Berger y Humphrey, 1992; Altumbas, Maude y Molyneux, 1995; Focarelli, Panetta y Salleo, 1998; Pilloff y Santomero, 1998; Rhoades, 1998; Vander Vennet, 1998; Cummins, Tennyson y Weiss, 1999; Fried, Lovell y Yaisawarng, 1999; Cummins y Weiss, 2000). También se ha encontrado que los bancos adquirentes ofrecen más por otros bancos cuando la F&A puede producir beneficios de diversificación significativos, consistentes con el objetivo de mejorar la transferencia entre riesgo y rentabilidad prevista e incrementar la eficiencia X en los ingresos y beneficios (Benston, Hunter y Wall, 1995).

Existen diversos estudios que valoran el cambio en la eficiencia X en costes tras una F&A. Los estudios de los bancos estadounidenses mostraron, en general, una escasa o nula mejora de la eficiencia X en costes en las F&A de la década de los ochenta, del

orden del 5 por 100 o menos de los costes (Berger y Humphrey, 1992; Rhoades, 1993; DeYoung, 1997; Peristiani, 1997). Los estudios de bancos y otras instituciones financieras estadounidenses que usan datos de la década de los noventa son contradictorios, pero a veces muestran más ganancias de eficiencia en costes (Berger, 1998; Rhoades, 1998; Cummins, Tennyson y Weiss, 1999; Fried, Lovell y Yaisawarng, 1999). Los estudios sobre las F&A en instituciones de crédito europeas pusieron de manifiesto que algunos tipos de F&A tendieron a mejorar la eficiencia en costes, en tanto que otros F&A la redujeron (Vander Vennet, 1996, 1998). Los estudios sobre los bancos italianos (Resti, 1998) y sobre las *building societies* británicas (Haynes y Thompson, 1999) mostraron la existencia de ganancias de eficiencia significativas después de una F&A.

Los estudios de eficiencia X en los beneficios ponen de manifiesto con mayor frecuencia que las F&A suponen ganancias. Los estudios de los efectos de la eficiencia X en los beneficios debidos a las F&A de bancos estadounidenses en la década de los ochenta y principios de la de los noventa mostraron que las F&A mejoraron la eficiencia X en los beneficios, y que esta mejora podía relacionarse con un incremento de la diversificación del riesgo y con una mejora del canje entre riesgo y rentabilidad prevista (Akhavain, Berger y Humphrey, 1997; Berger, 1998). Tras la consolidación, las instituciones tendían a cambiar sus carteras de activos de títulos valores a préstamos, a tener más activos y préstamos por dólar de capital y a obtener recursos ajenos adicionales no asegurados a tipos reducidos, de acuerdo con una cartera más diversificada que les permitía trasladarse a in-

versiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista. Otros estudios que usan medidas similares de eficiencia X en los beneficios ofrecieron resultados similares a los anteriores (Fixler y Zieschang, 1993; Berger y Mester, 1999; Hughes, Lang, Mester y Moon, 1999).

Se encuentran asimismo una serie de estudios de los efectos de las F&A en los valores bursátiles. El cambio del valor de mercado total de la institución adquirente y la institución adquirida (ajustado respecto a los cambios de los valores bursátiles totales) a que da lugar el anuncio de una F&A incluye el valor presente de los cambios futuros previstos, tanto en eficiencia como en poder de mercado. Aunque dichos efectos no se pueden desagregar, el cambio del valor de mercado puede considerarse como expresión modesta de la mejora de la eficiencia prevista, ya que no es probable que la F&A reduzca el poder de mercado.

El cambio en el valor total de mercado para la entidad adquirente y la objetivo, consideradas conjuntamente, proporciona un estimador de los efectos de las F&A en el valor del accionista, que incluye el valor presente de los cambios futuros esperados en eficiencia más los cambios por el ejercicio del poder de mercado en los precios. Aunque estos cambios no puedan identificarse separadamente, en algunas circunstancias puede hacerse inferencia sobre si el mercado espera ganancias de eficiencia. Específicamente, puesto que no es probable que las F&A reduzcan el poder de mercado, un descenso en el valor de mercado sugeriría un deterioro esperado en la eficiencia, y si el valor de mercado permanece estable, podría entenderse como una señal de estabilidad o de empeoramiento en la eficiencia esperada.

Los resultados empíricos difieren. Ciertos estudios de las F&A de bancos estadounidenses pusieron de manifiesto incrementos del valor combinado en las fechas en que se anunciaron las F&A (Cornett y Tehranian, 1992; Zhang, 1995), otros no mostraron mejoras del valor conjunto (Hannan y Wolken, 1989; Houston y Ryngaert, 1994; Pilloff, 1996), y otros descubrieron que los efectos establecidos dependían de las características de las F&A (Houston y Ryngaert, 1996, 1997; Siems, 1996). Un estudio sobre F&A nacionales y transnacionales que incluye a bancos estadounidenses mostró que las F&A transnacionales creaban mayor valor, aunque puso también de manifiesto que un enfoque geográfico y de actividad más concentrado producía efectos positivos sobre el valor (DeLong, 1999). Un estudio de F&A de bancos europeos mostró rentabilidades positivas anormales, aunque no fueran estadísticamente significativas (Van Beek y Rad, 1997). En otra investigación se analizaron las F&A entre bancos, y de éstos con compañías de seguros en Europa, y puso de manifiesto rentabilidades conjuntas positivas, impulsadas principalmente por operaciones entre bancos nacionales y diversificación de los bancos hacia el campo de los seguros (Cybo-Ottone y Murgía, 1998).

V. EFECTOS DE LA CONSOLIDACIÓN DE TIPO UNIVERSAL SOBRE LA EFICIENCIA

La consolidación de tipo universal supone típicamente incrementos de escala y alcance de los resultados, y puede incluir también una expansión geográfica y una consolidación internacional. Los temas de investiga-

ción que aquí se cubren son los efectos sobre la eficiencia en costes (epígrafe V.1) e ingresos (epígrafe V.2) por economías de alcance de la consolidación de tipo de universal. No obstante, gran parte de las conclusiones deben extraerse recurriendo en gran medida a la extrapolación, ya que son escasas las pruebas directas de la eficiencia de las organizaciones de tipo universal o de las F&A de dicha organizaciones. Nuestras conclusiones se extraen, fundamentalmente, de los estudios sobre la eficiencia por economías de alcance, cuando se desarrolla un único tipo de servicios financieros, y de simulaciones de los beneficios de la diversificación del riesgo cuando la consolidación es de tipo universal.

1. Efectos de la consolidación de tipo universal sobre la eficiencia en costes por economías de gama

La consolidación de entidades de servicios financieros en instituciones de tipo universal puede dar lugar a ganancias de eficiencia por economías de alcance, al compartir insumos físicos, como oficinas u ordenadores; emplear sistemas comunes de información e inversión, servicios contables centrales u otras operaciones; obtener capital emitiendo deuda o valores de renta fija en emisiones de mayor tamaño, o con el uso compartido de la experiencia gestora y de la información. Por ejemplo, la consolidación de un banco comercial y una compañía de seguros puede reducir los costes totales al combinar sus sistemas de distribución. Estas instituciones podrían realizar ventas cruzadas usando las respectivas bases de datos de clientes con un coste menor

que el de crear y mantener dos. De igual modo, combinar la suscripción de diferentes tipos de activos financieros, como préstamos, valores y pólizas de seguros, puede permitirles usar repetidamente la información de que dispongan (Greenbaum, Kanatas y Venezia, 1989), de manera que una organización de tipo universal, actuando como inversora, llegue diligentemente a un cliente con quien haya mantenido una relación previa (Rajan, 1996). Por ejemplo, se ha puesto de manifiesto que los bancos estadounidenses certifican su información privada sobre empresas con las que han mantenido una relación crediticia cuando una entidad subsidiaria de la sección 20 del banco matriz adquiere valores de dichas empresas (Gande, Puri, Saunders y Walter, 1997).

Las instituciones financieras pueden también mejorar sus costes al combinar los productos de diferentes clases de servicios financieros mejorando la transferencia entre riesgo y rentabilidad previstos. Esta situación puede producirse como consecuencia de que la rentabilidad de la banca comercial, de la gestión de valores y de los seguros pueden tener correlaciones bajas o negativas. Como se expresó anteriormente, la diversificación del riesgo puede reducir el coste del capital y el coste del cumplimiento de una regulación/supervisión prudencial.

Las pérdidas de eficiencia en costes por alcance pueden producirse también por efecto de combinaciones de tipo universal, a causa de las deseconomías que puede suponer el ofrecer una amplia gama de productos. Puede resultar difícil, por ejemplo, explotar o supervisar operaciones de banca comercial, de banca de inversiones y de seguros si los altos directivos sólo tie-

nen experiencia en uno de tales campos. Esto es, puede ser más eficiente que los directivos se centren en sus actividades y competencias básicas en vez de tratar de gestionar otras con las que no están familiarizados. En determinadas circunstancias, la diversificación de actividades puede traducirse en una reducción del incentivo a la supervisión por parte de la institución financiera, que, a su vez, puede incrementar las primas por riesgo que pague la institución y los costes de cumplimiento de una regulación/supervisión prudencial (Winton, 1999). Las operaciones de tipo universal pueden estar asociadas con menor innovación financiera debido a lo reducido de los incentivos de los bancos comerciales, bancos de inversión y compañías de seguros para generar soluciones financieras innovadoras que atraigan clientes corporativos de un grupo a otro (Boot y Thakor, 1996).

La eficiencia en coste por economías de alcance se valora empíricamente al comparar los costes de la producción conjunta de un determinado vector de productos en determinadas condiciones medioambientales con los costes combinados de dos empresas hipotéticas especializadas que produzcan el mismo vector total de productos en las mismas condiciones. Este tipo de eficiencias resulta a veces difícil de estimar, ya que puede que no haya entidades especializadas en la muestra, dando lugar a problemas de extrapolación para valorar los costes de unas hipotéticas entidades especializadas considerando resultados nulos para algunos productos. Por ello, muchos estudios usan medidas que valoran los resultados en puntos próximos a cero (pero dentro de los límites de los datos) o usan conceptos tales como el de expansión-subaditividad de lí-

neas de producto, que integran eficiencias por escala y de producción mixta.

Los relativamente escasos estudios sobre eficiencias en costes por economías de alcance de la banca universal en la Europa continental son contradictorios. Una investigación sobre la banca universal europea puso de manifiesto que las economías de alcance en costes eran muy pequeñas (Allen y Rai, 1996), mientras que otra mostraba una evidencia limitada de economías de alcance que no coincidían con las pruebas de expansión-subaditividad de líneas de producto (Vander Venet, 1999) y, finalmente, otro estudio puso fundamentalmente de manifiesto deseconomías en la generación de crédito y en los servicios de inversiones de los bancos universales alemanes (Lang y Welzel, 1998). No obstante, estos estudios sobre la banca universal en sistemas financieros orientados a las instituciones puede que no tengan gran valor de predicción si la banca universal evoluciona en el futuro hacia sistemas más centrados en el mercado. En concreto, las actividades de banca comercial y de inversión en las economías basadas en las instituciones bancarias del pasado en Europa continental pueden parecerse poco a las actividades de banca universal en los sistemas orientados al mercado, tales como en los EE.UU. o en el Reino Unido, y, probablemente, a las desarrolladas en el futuro en la propia Europa continental.

Puede realizarse una cierta inferencia, acerca de los efectos sobre la eficiencia de las operaciones de tipo universal, a partir de investigaciones más completas que evalúan los efectos de ofrecer múltiples productos dentro de un único tipo de institución financiera. Aunque hay excepciones, los estudios empíricos han

mostrado habitualmente una evidencia muy escasa de economías o deseconomías sustanciales de alcance en costes en el sector bancario, en el sector de gestión de valores y el sector de los seguros (Kellner y Mathewson, 1983; Berger, Hanweck y Humphrey, 1987; Mester, 1987, 1993; Hunter Timme y Yang, 1990; Berger y Humphrey, 1991; Goldberg, Hanweck, Keenan y Young, 1991; Grace y Timme, 1992; Ferrier, Grosskopf, Hayes y Yaisawarng, 1993; Hanweck y Hogan, 1996; Noulas, Miller y Ray, 1993; Pulley y Humphrey, 1993; Rai, 1996; Toivanen, 1997; Meador, Ryan y Shellhorn, 1998; Berger, Cummins, Weiss y Zi, 2000).

En las investigaciones, no se ha determinado hasta qué punto la eficiencia en costes por economías de alcance en un tipo de institución financiera es representativa de eficiencias en grupos de instituciones, aunque sospechamos que los efectos de la eficiencia en costes por economías de alcance serían más favorables en un grupo de servicios financieros que entre grupos de éstos. Parece probable que los elementos físicos, los sistemas de información, las inversiones, los servicios de contabilidad, la habilidad en la gestión o la información compartida sean más similares dentro de un tipo de institución y, por lo tanto, más probable también que generen ganancias de eficiencia en costes por economías de alcance. Parece también probable que las deseconomías organizativas derivadas de tener que explotar o supervisar servicios menos similares en organizaciones de tipo universal tengan una incidencia más negativa que las de explotar o supervisar servicios más similares dentro de un solo tipo de institución. En general, estas investigaciones sugieren que se

obtienen muy pocas, en caso de producirse, ganancias de eficiencia en costes por economías de alcance con una consolidación de tipo universal.

2. Efectos de la consolidación de tipo universal sobre la eficiencia en ingresos debido a economías de alcance

Las instituciones financieras pueden lograr ganancias de eficiencia en ingresos mediante la consolidación de tipo universal al combinar sistemas de distribución y realizar ventas cruzadas de distintos tipos de servicios financieros. Dichas economías pueden deberse a la complementariedad en el consumo de éstos a causa de la reducción de los costes de transacción y de la búsqueda de consumidores. Por ejemplo, puede que algunos consumidores deseen pagar más por la comodidad de satisfacer en un solo lugar sus necesidades de banca comercial y seguros. De igual modo, un cliente empresarial puede preferir revelar su información confidencial a una sola entidad consolidada que cubra sus necesidades de banca comercial y de banca de inversiones. Las ganancias de eficiencia en ingresos pueden deberse también al hecho de compartir el prestigio de una marca que los clientes reconozcan y prefieran. Estas economías de reputación pueden producirse, por ejemplo, si un banco comercial refuerza el prestigio adquirido en banca comercial cuando trata de crearse una sólida reputación en la banca de inversiones, o viceversa (Rajan, 1996). Las instituciones financieras pueden también diversificar sus riesgos al combinar distintos tipos de servicios financieros, incrementando sus ingre-

sos al mejorar el valor y las posibilidades de emitir garantías financieras y al aumentar sus oportunidades de realizar inversiones con mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista.

La consolidación de diferentes tipos de instituciones financieras también puede, alternativamente, dar lugar a pérdidas de eficiencia en ingresos por deseconomías de alcance. Tales deseconomías pueden producirse en caso de que unos especialistas en distintos tipos de servicios financieros tengan mayores conocimientos y mayor experiencia en sus áreas de competencia básica y puedan crear productos mejor adaptados a las necesidades de clientes concretos y, por lo tanto, cobrar precios más caros que los de los productores conjuntos. Las deseconomías de alcance en ingresos pueden producirse también cuando la combinación de banca comercial y banca de inversiones genere conflictos de intereses. El mercado puede infravalorar los títulos suscritos por un banco universal a clientes con créditos en la entidad, al considerarse que los fondos procedentes de tales emisiones se emplearán para mejorar el valor de los préstamos en situación dudosa otorgados por el banco a dicho cliente. A consecuencia de ello, cabe esperar que los clientes con préstamos comerciales prefieran no usar los servicios de suscripción de su propio banco universal, aunque se ha ofrecido cierta evidencia de que los bancos universales han logrado resolver este problema (Puri, 1996; Kroszner y Rajan, 1997; Gande, Puri, Saunders y Walter, 1997).

Por último, la consolidación puede producir pérdidas de eficiencia por economías de alcance en los ingresos si empeora la transferencia entre riesgo y rentabilidad esperada y se reducen

las previsiones de ingresos. Por ejemplo, es más probable que una institución fracase o sufra mayores costes por quiebra (en caso de que fracase) si está fusionada con otro tipo de institución financiera de baja rentabilidad prevista y de gran varianza en las rentabilidades, que están altamente correlacionadas con las de la primera institución. La consolidación de tipo universal puede también reducir la rentabilidad prevista si la falta de conocimientos y de experiencia de la alta dirección respecto a los tipos de servicios financieros ajenos a sus competencias básicas se traduce en un peor rendimiento operativo y en una peor gestión del riesgo, exigiendo que la organización realice actividades de menor riesgo y menos rentabilidad prevista para seguir manteniendo el riesgo bajo control.

Se dispone de muy pocas investigaciones acerca de los efectos sobre la eficiencia en ingresos por economías de alcance de la consolidación de tipo universal. Un estudio sobre los bancos universales europeos puso de manifiesto que, en general, tienen mayores ingresos y mayor rentabilidad que las instituciones especializadas (Vander Vennet, 1999). Algunos estudios de tipo simulación combinaron las tasas de rentabilidad obtenidas por organizaciones bancarias y otras instituciones financieras estadounidenses de las décadas de los setenta y ochenta con resultados contradictorios (Kwast, 1989; Rosen, Lloyd-Davies, Kwast y Humphrey, 1989; Boyd, Graham y Hewitt, 1993). Otro trabajo sobre los efectos de la combinación de bancos con gestoras de valores y compañías de seguros en el Reino Unido (Llewellyn, 1996) y de instituciones de banca comercial y gestoras de valores en EE.UU. (Kwan, 1998) arrojaron resultados favorables respecto al

riesgo y la frontera de rentabilidad prevista.

Al igual que en el caso de la eficiencia en costes por economías de alcance, puede realizarse cierta inferencia de los efectos sobre la eficiencia en ingresos de las operaciones de tipo universal a la vista de las investigaciones que emplean datos de entidades que producen un solo tipo de servicios financieros. Un estudio sobre la eficiencia por economías de alcance entre depósitos y créditos en los ingresos del sector bancario que puede producirse al aumentar las cargas sobre los clientes como consecuencia del servicio conjunto, reveló que ésta era escasa o nula (Berger, Humphrey y Pulley, 1996). En un trabajo sobre el sector del seguro se mostró la existencia de deseconomías de alcance en los ingresos, al ofrecer conjuntamente seguros de vida y seguros de responsabilidad civil, circunstancia que viene explicada por la mayor capacidad de los especialistas para elaborar productos a medida de las necesidades específicas de sus clientes (Berger, Cummins, Weiss y Zi, 2000). Un estudio sobre la eficiencia en los beneficios por economías de alcance en la banca (Berger, Hancock y Humphrey, 1993) y un estudio del sector del seguro (Berger, Cummins, Weiss y Zi, 2000) revelaron que la producción conjunta es más eficiente para algunas instituciones y que la especialización es más eficiente para otras.

Debe señalarse nuevamente que no se sabe hasta qué punto las investigaciones sobre las eficiencias por economías de alcance en un tipo de institución financiera es representativa de la eficiencia entre distintos tipos de instituciones. Nos inclinamos a pensar que los efectos de la eficiencia por economías de al-

cance en los ingresos serían más favorables en la consolidación de tipo universal que entre aquellas entidades que ofrecen un solo tipo de servicios financieros, ya que la correlación entre las rentabilidades de distintos sectores es mucho menor que la que se da entre las de un solo sector, ofreciendo mejores oportunidades para la diversificación de riesgos. No obstante, como se indicó anteriormente, también es posible que los problemas organizativos propios de la gestión de entidades en sectores ajenos a las competencias básicas de la alta dirección puedan suprimir esta ventaja de la consolidación intersectorial. En general, las investigaciones sobre eficiencia por economías de alcance en los ingresos indican que la consolidación de entidades con distintos tipos de servicios financieros en instituciones de tipo universal podría dar lugar a unas ganancias modestas en los ingresos, si bien se necesita investigar más profundamente sobre esta cuestión.

VI. EFECTOS DE LA CONSOLIDACIÓN INTERNACIONAL DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS FINANCIEROS SOBRE LA EFICIENCIA

La consolidación internacional de instituciones financieras puede incluir algunos o todos los efectos de economías de escala, alcance y eficiencia X citados en apartados anteriores. Sin embargo, hay factores adicionales que pueden hacer que una típica F&A entre dos instituciones de distintos países produzca efectos en la eficiencia muy diferentes de los de la típica F&A entre dos instituciones de un mismo país.

En primer lugar, es posible que haya barreras que impidan que las instituciones de propiedad extranjera y explotadas por agentes extranjeros operen y compitan eficientemente con las instituciones nacionales. Entre dichas barreras pueden incluirse las diferencias de idioma, cultura, moneda y estructura de regulación/supervisión, y la existencia de normas, explícitas o implícitas, contra los competidores extranjeros. Además, las instituciones de distintos países estarían situadas a distancias significativas, lo que podría traducirse en deseconomías organizativas al tener que actuar o supervisar a distancia, como se expuso previamente al abordar la eficiencia X de la actividad interregional. Si las citadas barreras son suficientemente sólidas, pueden reducir la eficiencia de las instituciones de propiedad extranjera e impedir una consolidación internacional sustancial. Si dichas barreras son frágiles, las instituciones extranjeras (dirigidas de forma eficiente) podrán superarlas y actuar de forma relativamente eficiente en varias naciones.

Es importante señalar que dichas barreras a las operaciones transnacionales eficientes pueden modificarse significativamente por efecto de la política regulatoria. Por ejemplo, el Programa del Mercado Único y la Unión Monetaria Europea en la UE pueden interpretarse como mecanismos de reducción de las barreras para lograr la eficiencia X a través de la consolidación transnacional dentro de la UE y dentro del subconjunto de naciones que participan en la Unión Monetaria, respectivamente. Tales políticas reducen o eliminan las diferencias de divisas, de estructuras reguladoras/supervisoras y las normas explícitas contra los competidores extranjeros de otras na-

ciones de la UE. No obstante, estos actos no pueden reducir otras barreras, como las diferencias de idioma y cultura, las reglas implícitas contra las instituciones extranjeras y las derivadas de las distancias entre los países.

En segundo lugar, se espera que las mejoras de la eficiencia en costes e ingresos derivadas de la diversificación del riesgo sean sustancialmente mayores en promedio en la consolidación transnacional que en la consolidación dentro de un solo país. Esto se debe a que las naciones difieren significativamente en cuanto a sus ciclos macroeconómicos, sus políticas monetaria y fiscal, su regulación/supervisión prudencial, etc., y a que establecen barreras al comercio y a las inversiones que reducen los flujos de recursos que, de no existir, tenderían a equilibrar las tasas de rentabilidad de las distintas naciones. Hay ciertas pruebas empíricas que confirman estas expectativas. Unas revelan que las correlaciones de los beneficios bancarios de los principales países desarrollados eran considerablemente inferiores que las correlaciones interregionales en EE.UU., a las que nos referimos anteriormente (Berger, DeYoung, Genay y Udell, 2000). Las correlaciones internacionales son muy reducidas y a veces incluso negativas entre las naciones de la UE, que se han inclinado por un «mercado único».

En tercer lugar, la consolidación transnacional puede producir efectos adicionales de eficiencia X en los ingresos ya que permiten que la institución atienda a clientes que operan en múltiples naciones. Es frecuente que los clientes multinacionales precisen o se beneficien de los servicios de instituciones financieras que operan en el mismo conjunto de naciones, y puede que estén dispuestos a pagar más por

trabajar con instituciones financieras multinacionales. Parte de esta eficiencia X de los ingresos procede de entidades financieras que siguen a sus clientes cruzando fronteras, manteniendo los beneficios de las relaciones existentes con ellos. Algunos análisis de la banca extranjera de EE.UU. coinciden con esta hipótesis (Goldberg y Saunders, 1981; Terrell, 1993; Goldberg y Grosse, 1994).

En cuarto lugar, la eficiencia transnacional puede verse afectada de manera notable por las condiciones del mercado y la política del país al que pertenezca la institución. Algunos países pueden contar con condiciones específicas favorables de mercado o de regulación/supervisión que permiten que sus instituciones operen con mayor eficiencia en otros países que las propias instituciones nacionales de tales países. Entre las condiciones favorables del mercado del país de origen podríamos incluir una fuerte competencia del mercado de productos que sirva de terreno de prueba para instituciones eficientes, un mercado activo para el control corporativo que impida las consolidaciones transnacionales que reduzcan el valor de los propietarios, el acceso a un mercado de valores bien desarrollado que permita explotar las eficiencias por economías de alcance, o el acceso a una fuerza de trabajo bien formada. Entre las condiciones favorables de regulación/supervisión pueden citarse el seguimiento de los poderes de la banca universal, una regulación o una supervisión relajada, o las garantías de una sólida red de seguridad que permita que las organizaciones apliquen estrategias financieras de alto riesgo y alta rentabilidad prevista. Alternativamente, una fuerte regulación/supervisión del país de origen podrá suponer pa-

ra ciertas instituciones ventajas transnacionales al certificar su calidad o reducir el riesgo de sus contrapartes contractuales.

Los temas principales de investigación al respecto que se cubren en este artículo son las comparaciones internacionales de eficiencia X en costes y beneficios de las instituciones financieras (epígrafe VI.1) y de las eficiencias X en costes y beneficios de las instituciones extranjeras respecto a las nacionales en un solo país (epígrafe VI.2). Dichas comparaciones pueden facilitar información sobre si determinados países cuentan con ventajas de eficiencia y sobre si las instituciones pueden superar las barreras contrarias a la eficiencia y operar de forma eficiente en el ámbito transnacional.

1. Comparaciones internacionales de eficiencia X en costes y beneficios

Hay una serie de estudios que comparan la eficiencia X media de instituciones de distintos países, centrándose en las operaciones de las entidades que actúan dentro de cada nación y no en las operaciones transnacionales. Se encuentra, por ejemplo, un estudio que valora la eficiencia de los bancos que operan en Noruega, en Suecia y en Finlandia, respecto a una frontera común constituida por las instituciones con las mejores prácticas de las tres naciones citadas (Berg, Forsund, Hjalmarsson y Suominen, 1993). Trabajos similares comparan las eficiencias X medias de las instituciones de distintos grupos de naciones (Fecher y Pestieau, 1993; Bergendahl, 1995; Bukh, Berg y Forsund, 1995; Allen y Rai, 1996; Ruthenberg y Elias, 1996; Comisión

Europea, 1997; Pastor, Pérez y Quesada, 1997; Bikker, 1999; Maudos, Pastor, Pérez y Quesada, 1999a; Wagenvoort y Schure, 1999). Los resultados muestran a menudo que algunas instituciones en determinados países son sustancialmente más eficientes que las instituciones de otras naciones, aunque el orden en que aparecen los países difiera a veces en los distintos estudios. En algunos casos, los resultados son contrarios a las expectativas. Por ejemplo, a veces se considera que los bancos estadounidenses logran un rendimiento inferior pese al resultado común (expuesto anteriormente) de que los bancos estadounidenses tienden a ser más eficientes que sus competidores extranjeros en Estados Unidos.

Si bien dichos estudios son muy informativos, puede que no resulten totalmente útiles para evaluar los efectos en la eficiencia de la consolidación transnacional, por dos razones. En primer lugar, porque el entorno económico de las instituciones financieras difiere notablemente según las naciones en que actúen y puede afectar a la evaluación de la eficiencia, incluyendo el rigor de supervisión/regulación, la intensidad de la competencia del mercado, el nivel y la calidad del servicio, el desarrollo del mercado de capitales, los mercados de trabajo y otros factores de la producción. Por ello, la conclusión de que las instituciones de una nación presentan una mayor eficiencia X no implica necesariamente que fueran más eficientes en el entorno de otras naciones (4).

En segundo lugar, y aunque no se dieran todas las diferencias de entorno o estuvieran bien controladas por procedimientos económicos, el comportamiento de las instituciones dentro de sus propias fronteras podría no ser

representativo del que tuvieran como entidades de propiedad extranjera en otras naciones. Incluso instituciones que pueden ser muy eficientes en sus países de origen pueden tener problemas en otros países a causa de las barreras transnacionales a la eficiencia expuestas anteriormente (idioma, cultura, estructuras de regulación/supervisión, normas explícitas o implícitas, distancia).

2. La eficiencia X en costes y beneficios de las instituciones extranjeras respecto a las nacionales dentro de una sola nación

Algunos estudios han comparado las eficiencias X de las instituciones extranjeras con las de las nacionales que operan dentro de las fronteras de un solo país. Esto evita el problema económico de tener que controlar todas las diferencias de entorno existentes entre las naciones ya que todas las instituciones estudiadas se enfrentan básicamente a las mismas condiciones ambientales. Aún tiene mayor importancia el hecho de que se trata de la única prueba directa de hasta qué punto pueden las instituciones dirigir o supervisar eficientemente y transnacionalmente sus filiales, que es fundamental para determinar si la consolidación internacional logra mejorar la eficiencia.

Los estudios realizados a partir de datos de EE.UU. revelaron que los bancos extranjeros son, en promedio, significativamente menos eficientes que los bancos nacionales (Hasan y Hunter, 1996; Mahajan, Rangan y Zardkooki, 1996; Chang, Hasan y Hunter, 1998) y presentan menor eficiencia X en beneficios, en promedio, que las instituciones

nacionales (DeYoung y Nolle, 1996). Desgraciadamente, este tipo de prueba no puede distinguir por sí sola todas las importantes hipótesis alternativas. Los datos confirman la posibilidad de que: 1) las instituciones extranjeras sean, en general, menos eficientes que las nacionales; 2) las instituciones estadounidenses sean más eficientes que las de otros países, y 3) los bancos extranjeros de algunas otras naciones sean más eficientes en algunos casos y menos en otros que los bancos nacionales estadounidenses. Se necesita una mayor evidencia para distinguir dichas hipótesis, datos de más países y desglose de resultados por país al que corresponde la titularidad extranjera.

Ciertas investigaciones sobre otros países revelaron que las instituciones extranjeras presentan la misma eficiencia media que las instituciones nacionales. Un estudio puso de manifiesto que los bancos extranjeros de países de la UE que fueron adquiridos durante los tres últimos años tenían, aproximadamente, la misma eficiencia en costes que los bancos nacionales (Vander Vennet, 1996), otro estudio reveló que los bancos extranjeros en España presentaban la misma eficiencia aproximada en cuanto a beneficios que los bancos españoles (Hasan y Lozano-Vivas, 1998), y otro estudio indicó que los bancos extranjeros de la India eran algo más eficientes que los bancos nacionales privados, pero que ambos eran menos eficientes que los bancos nacionales de propiedad pública (Bhattacharya, Lovell y Sahay, 1997). Una vez más, los resultados no se desglosaron por país de origen, por lo que resulta difícil determinar si las instituciones de ciertas naciones son más eficientes cuando operan fuera de sus fronteras.

En otro conjunto de investigaciones se adoptó un enfoque diferente. Estos estudios evaluaron la eficiencia en cuanto a beneficios de 14 países de origen, clasificados según el desarrollo de su sistema bancario y por su entorno regulador/supervisor (Miller y Parkhe, 1999; Parkhe y Miller, 1999). Estos estudios revelaron que los bancos nacionales eran más eficientes en promedio que las instituciones extranjeras (incluyendo los bancos de propiedad estadounidense) aunque las entidades extranjeras del mismo tipo de entorno que el de la nación anfitriona obtenían, en general, mejores resultados que otras instituciones extranjeras. Aunque evaluaron adecuadamente fronteras independientes para las instituciones situadas en cada país, unieron los estimadores de eficiencia de los bancos extranjeros y nacionales de las distintas naciones de cada grupo (después de normalizar las estimaciones para que tuvieran una media y una desviación estándar comunes), lo que puede crear problemas si se pretende compararlos a causa de los diferentes entornos de dichas naciones.

Por último, un estudio resolvió algunos de los problemas metodológicos de los anteriores al examinar la eficiencia X en costes y beneficios en una serie de países, distinguiendo entre los países de origen de las instituciones extranjeras y realizando análisis totalmente independientes de los datos de bancos situados en distintos países (Berger, DeYoung, Genay y Udell, 2000). Se emplearon datos de cinco naciones de origen (Francia, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos), aunque se incluyeron también bancos de otros países. Coincidiendo con la mayoría de la literatura existente, se muestra cómo, habitualmen-

te, los bancos nacionales tienen una mayor eficiencia X media en cuanto a beneficios que la media de todos los bancos extranjeros que actuaban en dicho país.

El desglose de los resultados por países de origen sugirió otras dos conclusiones interesantes para el análisis aquí realizado. La primera, que en la mayoría de los países de la UE había muy poca presencia de bancos extranjeros con oficinas centrales en otros países de la UE, y que los que estaban presentes mostraban una eficiencia media ligeramente inferior que la de los bancos nacionales. Esto sugiere que, al menos durante el período que va de 1992 a 1997, las barreras a la eficiencia operativa transnacional disminuyeron la mayoría de las ganancias potenciales de eficiencia de la consolidación transnacional dentro de la UE, pese al Programa del Mercado Único.

En segundo lugar, las instituciones con oficinas centrales en EE.UU. tendían a ser más eficientes que las demás instituciones, tanto nacionales como de otros países, sugiriendo que ciertas condiciones favorables (desconocidas) del mercado o de la regulación/supervisión estadounidense podrían permitir que sus bancos operaran con mayor eficiencia que las instituciones cuyas oficinas centrales se hallaban en otros países. La mayoría de las ventajas de eficiencia de las entidades estadounidenses se situaban en el lado de los ingresos de la cuenta de resultados más que en el de los costes.

VII. CONCLUSIONES Y ORIENTACIONES PARA FUTURAS INVESTIGACIONES

En lo que resta de este artículo se resumen brevemente las

conclusiones. Se repasan primero las conclusiones sobre las *posibilidades* de ganancias de eficiencia de la consolidación (epígrafe VII.1); se resumen luego las mejoras *efectivas* de eficiencia que revelan o predicen los estudios publicados hasta el momento (epígrafe VII.2), y reorganizaremos después los resultados de la investigación acerca de las implicaciones o predicciones sobre la eficiencia de nuestros tres tipos de consolidación (epígrafe VII.3). Por último, se sugieren algunas líneas de investigación futuras (epígrafe VII.4).

1. Ganancias potenciales de eficiencia debidas a la consolidación

Las conclusiones de las investigaciones que se han repasado sugieren que existe un gran *potencial* de mejora de eficiencia tanto en costes como en ingresos de la consolidación del sector de servicios financieros. Si pensamos primero en los costes, el potencial es bastante claro. Se ha puesto de manifiesto que la eficiencia *X* en costes se encuentra en torno al 80 por 100, lo que implica que alrededor del 20 por 100 de los costes de las instituciones financieras se perdieron por ineficiencia *X*. Gran parte de la actividad de consolidación con F&A en las que adquirentes con mayor eficiencia *X* en costes absorben otras empresas con menor eficiencia *X* en costes, crea el potencial de grandes ganancias de eficiencia en costes si la organización adquirente logra diseminar eficazmente sus superiores conocimientos entre todas las organizaciones consolidadas. El propio proceso de F&A puede también mejorar la eficiencia *X* al inculcar en la dirección la necesidad de mejorar, o al emplearse como excusa para llevar a cabo

una reestructuración poco agradable. También puede mejorarse la eficiencia *X* en costes si la consolidación se traduce en una diversificación del riesgo que mejore la transferencia entre riesgo y rentabilidad prevista, reduciendo el coste del capital y/o el coste del cumplimiento de la regulación/supervisión prudencial. Claro está que también es considerable el potencial de pérdidas de eficiencia *X* en costes si la consolidación se traduce en una difusión de peores prácticas de gestión o si las F&A dan lugar a sustanciales interrupciones de las operaciones. Se encuentran ganancias (o pérdidas) potenciales de eficiencia *X* en costes en cualquiera de los tres tipos de consolidación aquí estudiados: simple, de tipo universal e internacional.

Las investigaciones no son tan claras respecto a las posibles ganancias (o pérdidas) de eficiencia en costes por los cambios derivados de economías de escala y alcance propios de la consolidación. La mayoría de las investigaciones sugieren que hay pocas posibilidades de lograr ganancias de eficiencia en costes con una mayor escala (salvo para instituciones de muy reducido tamaño). La evidencia sobre ganancias de eficiencia en costes por economías de alcance es más escasa y está fundamentada habitualmente en análisis de la eficiencia derivada de economías de alcance en una categoría de servicios financieros, y en simulaciones de los beneficios de la diversificación del riesgo en la consolidación de tipo universal. No se dispone de medidas directas sobre los efectos de la eficiencia por economías de alcance de la consolidación de tipo universal. La escasa evidencia existente no sugiere fuertes ganancias de eficiencia potenciales por economías de alcance en

la consolidación de tipo universal. Podría esperarse que dichas ganancias, si las hubiera, fueran inferiores que las ganancias de eficiencia por economías de escala y alcance de la consolidación simple ya que los factores productivos compartidos son más parecidos en instituciones del mismo tipo y las deseconomías organizativas derivadas de la explotación o la supervisión de organizaciones de tipo universal probablemente serán más dañinas que las que se dan en el caso de organizaciones de un mismo tipo. Es importante señalar que existe la posibilidad de mayores economías de escala y de alcance o de menores deseconomías organizativas debido a las nuevas tecnologías financieras, informativas y de comunicaciones y hay alguna aportación, aunque éstas son escasas, acerca de la evidencia del aumento de estas economías.

Los resultados de la investigación sugieren que existe un gran potencial de ganancias de eficiencia en ingresos y beneficios en la consolidación del sector de servicios financieros. Las ganancias de eficiencia en ingresos incluyen cualquier cambio de calidad, variedad, conveniencia, etcétera, del producto que los clientes deseen pagar, así como mejoras en las técnicas de gestión de las inversiones y del riesgo que incrementan los ingresos. Estas ganancias pueden incluir también ciertos beneficios de la diversificación del riesgo que aumentan el valor de las garantías financieras y la posibilidad de emitir las mismas. La diversificación del riesgo permite, asimismo, incrementar los ingresos medios aprovechando la oportunidad de realizar inversiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista.

La eficiencia *X* en los beneficios (que incluye las eficiencias *X* tanto en costes como en ingre-

sos) se halla generalmente en torno al 50 por 100, implicando que la mitad de los beneficios potenciales de las instituciones financieras se pierde por ineficiencia X . Como en el caso de la eficiencia en costes, la mayoría de las F&A parecen ser del tipo que podría producir ganancias significativas de eficiencia en los beneficios, esto es, adquirentes con mayor eficiencia X en cuanto a beneficios absorben entidades con menor eficiencia X . Las investigaciones realizadas sugieren que los beneficios potenciales de eficiencia en ingresos cuando mejora la diversificación del riesgo pueden ser especialmente importantes. Gran parte de los beneficios de eficiencia constatados en la consolidación simple de bancos estadounidenses parece deberse a mejoras en la diversificación del riesgo que mejoran, a su vez, la relación entre riesgo y rentabilidad prevista y permiten que las instituciones pasen a carteras de mayor riesgo y mayor rentabilidad esperada. La posibilidad de lograr tales beneficios con nuestro segundo y tercer tipo de consolidación (consolidación de tipo universal y consolidación internacional) podría esperarse que fuese especialmente importante, ya que se hallaron menores correlaciones entre las ganancias de distintos tipos de instituciones y transnacionales que entre instituciones del mismo tipo en un mismo país.

2. Las mejoras efectivas en la eficiencia debidas a la consolidación

Pese al gran potencial existente, los resultados de la investigación sugieren también que las ganancias de eficiencia efectivas de los tres tipos de consolidación son probablemente muy

pequeñas comparadas con el potencial citado. En los estudios sobre consolidación se revela que sólo se aprovecha un porcentaje muy reducido del potencial de ganancias de eficiencia X . La consolidación de instituciones financieras en un mercado local, de carácter interregional o de carácter transnacional produce, en general, muy escasas o nulas ganancias de eficiencia X . Los datos sugieren que las deseconomías organizativas debidas a la integración de entidades de gran tamaño o muy distantes y/o las perturbaciones producidas por el propio proceso F&A, eliminan gran parte de las posibles ganancias de eficiencia en costes en el caso de que instituciones con mayor eficiencia X en costes absorbieran otras empresas con menor eficiencia X y aprovecharan sus mejores técnicas de gestión/políticas y procedimientos sobre un volumen mayor de recursos. Los efectos de la eficiencia X en costes de la consolidación de tipo universal no se han estudiado demasiado, aunque parece probable que las deseconomías de organización subsiguientes, al tener que explotar y supervisar una organización de tipo universal, son considerablemente más negativas que las que resultan de la explotación de una institución de tamaño comparable y con una sola línea de activos, a causa de los problemas que supone el que la alta dirección actúe fuera de sus campos básicos de competencia. Las ventajas de la diversificación del riesgo no parecen tan sólidas por la parte de los costes de la cuenta de resultados, o se compensan con las deseconomías organizativas propias de la consolidación.

Los resultados obtenidos en la investigación sugieren, igualmente, que se han logrado muy escasas ganancias de eficiencia en costes con los cambios por

economías de escala y de alcance propios de la consolidación. No obstante, conviene insistir en que existe poca evidencia empírica sobre los efectos de la eficiencia por economías de alcance de la consolidación de tipo universal y que las nuevas tecnologías pueden incrementar estas economías para que pudieran lograrse mayor eficiencia.

Asimismo, en esta investigación se expresa la posibilidad de que la consolidación produzca ganancias de eficiencia significativamente mayores en ingresos que en costes. La mayoría de tales ganancias parecen deberse a los beneficios de la diversificación del riesgo que brindan a las instituciones la oportunidad de realizar inversiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad. La mayoría de dichos resultados se han extraído de estudios sobre consolidación simple de instituciones financieras dentro de un solo país (EE.UU.). Parece probable que las ganancias de la diversificación del riesgo sean muy superiores en la consolidación de tipo universal y en la consolidación internacional dadas las pruebas de simulación y correlación. No obstante, las deseconomías de organización en instituciones que prestan muchos tipos de servicios financieros, o los problemas que supone tener que enfrentarse a las barreras que se oponen a operaciones transnacionales eficientes, pueden eliminar las ganancias de la diversificación del riesgo en esos tipos de consolidación.

3. Las mejoras en la eficiencia en los tres tipos de consolidación considerados

A costa de ser repetitivos, reorganizaremos brevemente nuestro

resumen de los efectos o predicciones de la eficiencia de los tres tipos de consolidación. En primer lugar, respecto a la consolidación simple entre instituciones que ofrecen mismo tipo de servicios financieros, se pueden obtener unas modestas ganancias de eficiencia X , fundamentalmente en los ingresos y principalmente en tres casos. En primer lugar, la expansión geográfica interregional parece mejorar la transferencia entre riesgo y rentabilidad prevista a la que deben hacer frente las instituciones financieras a causa de la escasa o nula correlación de la rentabilidad de las distintas regiones. En segundo lugar, parece que se obtienen ganancias de eficiencia X en ingresos con la propiedad interregional de grandes instituciones, aunque también pueden producirse pérdidas de eficiencia X con la propiedad interregional de pequeñas entidades. En tercer lugar, puede haber ganancias de eficiencia X en ingresos propias del proceso F&A cuando los participantes en la F&A seleccionen socios que diversifiquen sus riesgos y lo aprovechen realizando inversiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista. También puede haber ciertas ganancias de eficiencia por economías de escala y de alcance resultantes de la implantación de nuevas tecnologías, si bien estas ganancias aún no han podido demostrarse a ciencia cierta.

En segundo lugar, se analizan los efectos de eficiencia de la consolidación de tipo universal entre instituciones que ofrecen distintos tipos de servicios financieros. Todas las ganancias de eficiencia que acabamos de exponer respecto a la consolidación simple pueden también aplicarse a la consolidación de tipo universal. Esto es, todos los efectos de eficiencia por economías de escala en costes e ingre-

sos y los efectos de la eficiencia X en costes e ingresos de la expansión geográfica y del propio proceso F&A antes citados, deben aplicarse también a la consolidación de tipo universal. Se espera, además, obtener ganancias más sustanciales de eficiencia en ingresos mediante las ganancias de diversificación del riesgo dada la correlación relativamente baja existente entre los beneficios de las distintas líneas de servicios financieros. Pueden lograrse, asimismo, ganancias de eficiencia en ingresos al ofrecer a los clientes un solo lugar para la adquisición de sus productos aunque algunas pruebas indiquen que los clientes pueden preferir servirse de especialistas que tengan mayores conocimientos o mayor experiencia en sus áreas básicas de competencia y que puedan ofrecerles productos más adecuados en cada caso. Puede haber, además, menos economías de alcance en costes o más desventajas de alcance en la consolidación de tipo universal que en la consolidación simple a causa de las desventajas organizativas propias de las instituciones que ofrecen muchos tipos de servicios financieros. Sin embargo, estos resultados deben contemplarse con mayor cautela que los de la consolidación simple ya que las investigaciones existentes sobre la eficiencia de organizaciones universales es muy frágil y deberá completarse con los resultados de las investigaciones sobre eficiencia por economías de alcance que midan los efectos de la oferta de muchos productos dentro un solo tipo de institución financiera, y con estudios de simulación sobre los efectos de la diversificación.

En tercer lugar, se repasan los efectos en la eficiencia de la consolidación internacional de instituciones financieras. Todos los

efectos en la eficiencia que acabamos de exponer para la consolidación simple y la consolidación de tipo universal pueden aplicarse a la consolidación transnacional de los tipos simple y universal, respectivamente. Hay también varias razones para esperar que las consecuencias de la eficiencia en la consolidación transnacional difieran de las de la consolidación nacional. En primer lugar las ganancias transnacionales de eficiencia pueden verse limitadas por las barreras a la eficiencia, como las diferencias de idioma, cultura, divisas, estructura de regulación/supervisión, normas explícitas o implícitas contra los competidores extranjeros o, sencillamente, las desventajas organizativas propias de operar o supervisar a distancia. Este tipo de barreras parecen importantes incluso en la UE, que ha reducido muchas de ellas. En segundo lugar, las ventajas de eficiencia debidas a la diversificación del riesgo deben ser mayores en la consolidación transnacional a causa de las bajas correlaciones en las ganancias que obtienen las instituciones financieras en las distintas naciones. En tercer lugar, pueden obtenerse ganancias adicionales de eficiencia X en ingresos al servir a clientes multinacionales. En cuarto lugar, la eficiencia transnacional puede verse afectada por las condiciones de mercado y las políticas del país de origen. Las conclusiones de la investigación sugieren que ciertos tipos de consolidación transnacional pueden mejorar la eficiencia X , fundamentalmente en la parte de los ingresos de la cuenta de resultados. No obstante, las ganancias de eficiencia parecen un tanto limitadas por las barreras transnacionales, ya que se observa que en la mayoría de los casos los bancos extranjeros son menos eficientes que los nacionales. Además, las conclusiones sugiere-

ren que ciertas entidades pueden y logran superar dichas barreras operando con eficiencia relativamente alta tanto en su país como en el extranjero, en especial algunas instituciones estadounidenses. Esto puede ser un reflejo de ciertas condiciones favorables desconocidas de mercado o de regulación/supervisión existentes en el país de origen. Los resultados de la eficiencia transnacional deben considerarse con cautela dado que son muy pocos los estudios que desglosan los resultados de la eficiencia transnacional por países de origen de las instituciones extranjeras.

4. Algunas líneas de investigación futuras

Queda mucha investigación que realizar acerca de los efectos sobre la eficiencia de la consolidación del sector de servicios financieros. En primer lugar, tal y como se señalaba en la introducción, la disponibilidad de investigaciones pertinentes es limitada y a menudo requiere una gran cantidad de extrapolación para llegar a conclusiones significativas. Existe un conjunto considerable de estudios sobre la eficiencia de los bancos comerciales estadounidenses. Los campos sobre los cuales se ha avanzado menos son: 1) investigación básica sobre eficiencia en los sectores de valores y seguros y sobre los proveedores de servicios financieros no estadounidenses; 2) investigación sobre el alcance y los efectos en la eficiencia X de la consolidación de tipo universal, y 3) investigación sobre los efectos en la eficiencia de la consolidación internacional.

En segundo lugar, dadas nuestras conclusiones: 1) la consolidación parece producir ganancias de eficiencia mucho mayores en ingresos que en costes, y 2)

dado que la mayoría de dichas ganancias parecen proceder de los beneficios de la diversificación, será importante centrar las investigaciones futuras en las fuentes de las ganancias de eficiencia. Como parte de este enfoque puede observarse cómo cambia la combinación de la cartera después de la consolidación para determinar si las instituciones se trasladan hacia inversiones de mayor riesgo y mayor rentabilidad prevista.

En tercer lugar, el reciente avance tecnológico y las innovaciones financieras sugieren que es necesario investigar más sobre la eficiencia por economías de alcance y de escala de las instituciones financieras, con datos actualizados. Los cambios recientes pueden haber incrementado el alcance y la escala al punto en el que las instituciones financieras son más eficientes.

Por último, se sugiere la investigación de las causas subyacentes en los cambios en eficiencia. En especial, sería conveniente avanzar en el estudio de: 1) los efectos de la eficiencia del propio proceso F&A (qué tipos de F&A tienen más probabilidades de mejorar la eficiencia, por ejemplo); 2) los efectos de eficiencia de la expansión geográfica (por ejemplo, ¿aplican las filiales distantes las mismas políticas y los mismos procedimientos que se aplican en las oficinas centrales de la institución?), y 3) los efectos de eficiencia de la consolidación internacional (por ejemplo, ¿cuáles son los efectos individuales de las distintas barreras transnacionales a la eficiencia?, ¿qué condiciones permiten que algunas instituciones operen con mayor eficiencia que las instituciones cuya oficina central se halla en otros países?).

NOTAS

(*) Las opiniones que se expresan no reflejan necesariamente las del Board of Governors of the Federal Reserve, ni las de su personal. El autor expresa su agradecimiento a Santiago Carbó por invitarle a presentar este trabajo, a Dave Humphrey por sus útiles sugerencias y a Kelly Bryant por su destacada ayuda en la investigación.

(1) Algunas de las ventajas de la diversificación del riesgo pueden sólo verse reflejadas en incrementos en la riqueza del accionista (mayor precio de las acciones) como una mayor valoración del flujo de beneficios futuros, y no verse reflejadas en los gastos, ingresos o beneficios corrientes y, en consecuencia, no considerarse mejoras de la eficiencia.

(2) Las instituciones financieras de reducido tamaño dirigidas por sus propietarios, que no realizan operaciones comerciales públicas, pueden ser también gestionadas con aversión al riesgo, ya que resulta difícil para tales propietarios diversificar sus riesgos.

(3) Para una revisión de la literatura sobre las finanzas basadas en las relaciones y sobre los efectos de la dimensión de la institución financiera y las F&A véase BERGER y UDELL (1998).

(4) Algunos estudios recientes han realizado progresos en el control de las diferencias de entorno entre países mediante la inclusión de variables que miden las condiciones bancarias del mercado (p. ej., renta per cápita, y densidad de población, de depósitos y de oficinas), estructura del mercado y regulación (p. ej., relación de concentración, *ratio* media de capital sobre acciones y especialización (PASTOR, LOZANO-VIVAS, y PASTOR, 1997; MAUDOS, PASTOR, PÉREZ y QUESADA, 1999b; PASTOR, 1999; PASTOR LOZANO-VIVAS y HASAN, 1999; DIETSCH y LOZANO-VIVAS, de próxima publicación).

BIBLIOGRAFÍA

- AKHAVEIN, Jalal D.; BERGER, Allen N., y HUMPHREY, David B. (1997), «The effects of bank megamergers on efficiency and prices: Evidence from the profit function», *Review of Industrial Organization*, 12, págs. 95-139.
- ALLEN, Linda, y RAI, Anoop (1996), «Operational efficiency in banking: An international comparison», *Journal of Banking and Finance*, 20, págs. 655-672.
- ALLEN, Linda, y SINAN CEBENOYAN, A. (1991), «Bank acquisitions and ownership structure: Theory and evidence», *Journal of Banking and Finance*, 15 (2), páginas 425-448.
- ALTUNBAS, Yener; MAUDE, David, y MOLYNEUX, Phil (1995), *Efficiency and Mergers in the UK (retail) Banking Market*, Bank of England.
- ANG, James S., y RICHARDSON, Terry (1994), «The underwriting experience of commercial bank affiliates prior to the Glass-Steagall Act: A re-examination of evidence for passage of the act», *Journal of*

<p><i>Banking and Finance</i>, 18 (2), páginas 351-395.</p> <p>BAUER, Paul W.; BERGER, Allen N., y HUMPHREY, David B. (1993), «Efficiency and productivity growth in U.S. banking», <i>The Measurement of Productive Efficiency: Techniques and Applications</i>, Harold O. FRIED, C. A. KNOX LOVELL, y Shelton S. SCHMIDT (eds.), Oxford, Oxford University Press, págs. 386-413.</p> <p>BAUER, Paul W., y FERRIER, Gary D. (1996), «Efficiency measurement issues for payments processing», <i>Journal of Money, Credit and Banking</i>, 28 (4), páginas 1004-1039.</p> <p>BAUER, Paul W., y HANCOCK, Diana (1993), «The efficiency of the Federal Reserve in providing check processing services», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17 (3), páginas 287-311.</p> <p>— (1995), «Scale economies and technical change in the Federal Reserve automated clearinghouse payment process», <i>Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review</i>, 33, págs. 14-29.</p> <p>BENSTON, George J.; HUNTER, William C., y WALL, Larry D. (1995), «Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 27 (3), páginas 777-788.</p> <p>BERG, Sigbjorn Atle; FORSUND, Finn; HJALMARSSON, Lennart, y SUOMINEN, Matti (1993), «Banking efficiency in the nordic countries», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17, págs. 371-388.</p> <p>BERG, Sigbjorn Atle; FORSUND, Finn R., y JANSEN, Eilev S. (1992), «Malmquist indices of productivity growth during the deregulation of norwegian banking, 1980-89», <i>Scandinavian Journal of Economics</i>, 94 (supplement), págs. S211-S228.</p> <p>BERGENDAHL, Goran (1995), <i>DEA and benchmarks for nordic banks</i>, Gothenburg University, Gothenburg, Suecia (diciembre).</p> <p>BERGER, Allen N. (1995), «The relationship between capital and earnings in banking», <i>Journal of Money, Credit and Banking</i>, 27 (2), págs. 432-456.</p> <p>— (1998), «The efficiency effects of bank mergers and acquisition: A preliminary look at the 1990s data», en <i>Bank Mergers & Acquisitions</i>, Y. AMIHUD y G. MILLER (eds.), Boston, MA. Kluwer Academic, págs. 79-111.</p> <p>BERGER, Allen N.; CUMMINS, J. David, y WEISS, Mary A. (1997), «The coexistence of multiple distribution systems for financial services: The case of property-liability insurance», <i>Journal of Business</i>, 70 (4), págs. 515-546.</p> <p>BERGER, Allen N.; CUMMINS, J. David; WEISS, Mary A., y ZI, Hongmin (2000), <i>Conglomeration versus strategic focus: Evidence from the insurance industry</i>, Board of Governors of the Federal Reserve System.</p>	<p>BERGER, Allen N.; DEMSETZ, Rebecca S., y STRAHAN, Philip E. (1999), «The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 23 (2-4), págs. 135-194.</p> <p>BERGER, Allen N., y DEYOUNG, Robert (1997), «Problem loans and cost efficiency in commercial banks», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 21 (6), páginas 849-870.</p> <p>— (2000), <i>The effects of geographic expansion on bank efficiency</i>, Board of Governors of the Federal Reserve System.</p> <p>BERGER, Allen N.; DEYOUNG, Robert; GENAY, Hesna, y UDELL, Gregory F. (2000), «The globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance», <i>Brookings-Wharton Papers on Financial Services</i>, 3.</p> <p>BERGER, Allen N.; HANCOCK, Diana, y HUMPHREY, David B. (1993), «Bank efficiency derived from the profit function», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17 (2-3), págs. 317-347.</p> <p>BERGER, Allen N.; HANWECK, Gerald A., y HUMPHREY, David B. (1987), «Competitive viability in banking: Scale, scope, and product mix economies», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 20 (3), págs. 501-520.</p> <p>BERGER, Allen N., y HUMPHREY, David B. (1991), «The dominance of inefficiencies over scale and product mix economies in banking», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 28 (1), págs. 117-148.</p> <p>— (1992), «Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defense», <i>Antitrust Bulletin</i>, 37 (otoño), páginas 541-600.</p> <p>— (1997), «Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research», <i>European Journal of Operational Research</i>, 98, páginas 175-212.</p> <p>BERGER, Allen N.; HUMPHREY, David B., y PULLEY, Lawrence B. (1996), «Do consumers pay for one-stop banking? Evidence from an alternative revenue function», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 20 (9), páginas 1601-1621.</p> <p>BERGER, Allen N.; LEUSNER, John H., y MINGO, John J. (1997), «The efficiency of bank branches», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 40 (1), págs. 141-162.</p> <p>BERGER, Allen N., y MESTER, Loretta J. (1997), «Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 21, págs. 895-947.</p> <p>— (1999), <i>What Explains the Dramatic Changes in Cost and Profit Performance of the U.S. Banking Industry?</i>, Board of Governors of the Federal Reserve System.</p> <p>BERGER, Allen N., y UDELL, Gregory F. (1998), «The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth</p>	<p>cycle», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 22 (6-8), págs. 613-673.</p> <p>BHATTACHARYA, Amar; LOVELL, C. A. Knox, y SAHAY, P. (1997), «The impact of liberalization on the productive efficiency of indian commercial banks», <i>European Journal of Operational Research</i>, 98, páginas 332-345.</p> <p>BIKKER, J. A. (1999), <i>Efficiency in the european banking industry: An exploratory analysis to rank countries</i>, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, the Netherlands.</p> <p>BORCH, Karl (1962), «Equilibrium in a reinsurance market», <i>Econometrica</i>, 30, páginas 424-444.</p> <p>BOOT, Arnoud W. A., y THAKOR, Anjan V. (1996), «Banking structure and financial innovation», en <i>Universal Banking: Financial System Design Reconsidered</i>, Anthony SAUNDERS y Ingo WALTER (eds.), Irwin Publishing, págs. 161-204.</p> <p>BOYD, John H.; GRAHAM, Stanley L., y HEWITT, R. Shawn (1993), «Bank holding company mergers with nonbank financial firms: Effects on the risk of failure», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17 (1), páginas 43-63.</p> <p>BUKH, P. N. D.; BERG, Allen S., y FORSUND, F. R. (1995), <i>Banking efficiency in the nordic countries: A four-country malmquist index analysis</i>, University of Aarhus, Dinamarca (diciembre).</p> <p>CHANG, C. Edward; HASAN, Iftekhar, y HUNTER, William C. (1998), «Efficiency of multinational banks: An empirical investigation», <i>Applied Financial Economics</i>, 8 (6), págs. 1-8.</p> <p>CLARK, Jeffrey (1996), «Economic cost, scale efficiency and competitive viability in banking», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 28, págs. 342-364.</p> <p>CLARK, Jeffrey, y SIEMS, Thomas F. (1997), <i>Competitive Viability in Banking: Looking Beyond the Balance Sheet</i>, Federal Reserve Bank of Dallas, <i>Financial Industry Studies Working Paper</i>, n.º 5-97.</p> <p>COMISIÓN EUROPEA (1997), <i>The Single Market Review. Subseries II: Impact on Services, Volume 3: Credit Institutions and Banking</i>, Kogan Page, Earthscan, Londres.</p> <p>CORNETT, Marcia Millon, y TEHRANIAN, Hassan (1992), «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions», <i>Journal of Financial Economics</i>, 31 (2), págs. 211-234.</p> <p>CUMMINS, J. David; DOHERTY, Neil A., y LO, Anita (1999), <i>Can insurers pay for the «Big One»? Measuring the capacity of the insurance market to respond to catastrophic losses</i>, Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia.</p> <p>CUMMINS, J. David; TENNYSON, Sharon L., y WEISS, Mary A. (1999), «Consolidation and efficiency in the US life insurance industry», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 23 (2-4), págs. 325-357.</p>
--	--	--

- CUMMINS, J. David, y WEISS, Mary A. (2000), «The global market for reinsurance: Consolidation, capacity, and efficiency», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 3.
- CUMMINS, J. David, y ZI, Hongmin (1998), «Comparison of frontier efficiency methods: An application to the U.S. life insurance industry», *Journal of Productivity Analysis*, 10 (2), págs. 131-152.
- CYBO-OTTONE, Alberto, y MURGIA, Maurizio (1998), *Mergers and Shareholder Wealth in European Banking*, Associazione Bancaria Italiana.
- DELONG, Gayle L. (1999), *Domestic and International Bank Mergers: Shareholder Gains from Focusing versus Diversifying*, Baruch College.
- DELONG, Gayle L.; SMITH, Roy C., y WALTER, Ingo (1998), *Global Merger and Acquisition Tables 1997*, Solomon Center, New York University.
- DEMSETZ, Rebecca S., y STRAHAN, Phillip E. (1997), «Diversification, size, and risk at bank holding companies», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29 (3), páginas 300-13.
- DEYOUNG, Robert (1997), «Bank mergers, X-efficiency, and the market for corporate control», *Managerial Finance*, 23, páginas 32-47.
- DEYOUNG, Robert, y NOLLE, Daniel E. (1996), «Foreign-owned banks in the U.S.: Earning market share or buying it?», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28(4), págs. 622-636.
- DIAMOND, Douglas W. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51 (3), páginas 393-414.
- DIETSCH, Michel, y LOZANO-VIVAS, Ana (forthcoming), «How the environment determines banking efficiency: A comparison between french and spanish industries», *Journal of Banking and Finance*.
- FECHER, F., y PESTIEAU, P. (1993), «Efficiency and competition in OECD financial services», en *The Measurement of Productive Efficiency: Techniques and Applications*, Harold O. FRIED, C. A. KNOX LOVELL, y S. S. SCHMIDT (eds.), Oxford University Press, U.K., páginas 374-385.
- FERRIER, Gary D.; GROSSKOPF, Shawna; HAYES, Kathy, y YAISAWARNG, Suthathip (1993), «Economies of diversification in the banking industry: A frontier approach», *Journal of Monetary Economics*, 31, págs. 229-249.
- FERRIER, Gary D., y KNOX Lovell, C. A. (1990), «Measuring cost efficiency in banking: Econometric and linear programming evidence», *Journal of Econometrics*, 46 (1-2), págs. 229-245.
- FIXLER, Dennis, y ZIESCHANG, Kimberly (1993), «An index number approach to measuring bank efficiency: An application to mergers», *Journal of Banking and Finance*, 17 (2-3), págs. 437-450.
- FOCARELLI, Dario; PANETTA, Fabio, y SALLEO, Carmelo (1998), «Why do banks merge: Some empirical evidence from Italy», en *The Changing European Financial Landscape*, European Summer Institute Centre for Economic Policy Research, págs. 62-87.
- FRIED, Harold O.; KNOX Lovell, C. A., y YAISAWARNG, Suthathip (1999), «The impact of mergers on credit union service provision», *Journal of Banking and Finance*, 23 (2-4), págs. 367-86.
- GANDE, Amar; PURI, Manju; SAUNDERS, Anthony, y WALTER, Ingo (1997), «Bank underwriting of debt securities: Modern evidence», *The Review of Financial Studies*, 10 (4), págs. 1175-1202.
- GARDNER, Lisa, y GRACE, Martin F. (1993), «X-efficiency in the U.S. life insurance industry», *Journal of Banking and Finance*, 17 (2-3), págs. 497-510.
- GOLDBERG, Lawrence G., y GROSSE, Robert (1994), «Location choice of foreign banks in the United States», *Journal of Economics and Business*, 46, págs. 367-379.
- GOLDBERG, Lawrence G.; HANWECK, Gerald A.; KEENAN, Michael, y YOUNG, Allister (1991), «Economics of scale and scope in the securities industry», *Journal of Banking and Finance*, 15, págs. 91-107.
- GOLDBERG, Lawrence G., y SAUNDERS, Anthony (1981), «The determinants of foreign banking activity in the United States», *Journal of Banking and Finance*, 5, páginas 17-32.
- GRACE, Martin, y TIMME, Stephen G. (1992), «An examination of cost economies in the United States life insurance industry», *Journal of Risk and Insurance*, 59 (1), págs. 72-103.
- GREENBAUM, Stuart; KANATAS, George, y VENEZIA, Itzhak (1989), «Equilibrium loan pricing under the bank client relationship», *Journal of Banking and Finance*, 13, páginas 221-235.
- HANCOCK, Diana; HUMPHREY, David B., y WILCOX, James A. (1999), «Cost reductions in electronic payments: The roles of consolidation, economies of scale, and technical change», *Journal of Banking and Finance*, 23 (2-4), págs. 391-421.
- HANNAN, Timothy H., y WOLKEN, John D. (1989), «Returns to bidders and targets in the acquisition process: Evidence from the banking industry», *Journal of Financial Services Research*, 3 (1), págs. 5-16.
- HANWECK, Gerald A., y HOGAN, Arthur (1996), «The structure of the property/casualty insurance industry», *Journal of Economics & Business*, 48, páginas 141-55.
- HASAN, Iftekhhar, y HUNTER, William C. (1996), «Efficiency of Japanese multinational banks in the United States», *Research in Finance*, 14, JAI Press, páginas 157-173.
- HASAN, Iftekhhar; HUNTER, William C., y LOZANO-VIVAS, Ana (de próxima aparición), «Deregulation, strategy, bank performance, and efficiency: Spanish experience», en *European Banking issues: Historical and Contemporary Perspectives*, Irene Fenel-Henigman (ed.), JAI Press.
- HASAN, Iftekhhar, y LOZANO-VIVAS, Ana (1998), «Foreign banks, production technology, and efficiency: Spanish experience», *Working Paper presented at the Georgia Productivity Workshop*, III, Athens, Georgia.
- HAYNES, Michael, y THOMPSON, S. (1999), «The productivity effects of bank mergers: Evidence from the UK building societies», *Journal of Banking and Finance*, 23, págs. 325-846.
- HOUSTON, Joel F., y RYNGAERT, Michael D. (1994), «The overall gains from large bank mergers», *Journal of Banking and Finance*, 18 (6), págs. 1155-76.
- (1996), «The value added by bank acquisitions: Lessons from Wells Fargo's acquisition of First Interstate», *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, páginas 74-82.
- (1997), «Equity issuance and adverse selection: A direct test using conditional stock offers», *Journal of Finance*, 52 (1), páginas 197-219.
- HUGHES, Joseph P.; LANG, William; MESTER, Loretta J., y MOON, C. G. (1996), «Efficient banking under interstate branching», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28 (4), págs. 1043-1071.
- (1997), *Recovering risky technologies using the almost ideal demand system: An application to U.S. banking*, Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Working Paper, n.º 97-98.
- (1999), «The dollars and sense of bank consolidation», *Journal of Banking and Finance*, 23 (2-4), págs. 291-324.
- HUGHES, Joseph P., y MESTER, Loretta J. (1998), «Bank capitalization and cost: Evidence of scale economies in risk management and signaling», *Review of Economics and Statistics*, 80 (2), páginas 314-325.
- HUNTER, William C., y TIMME, Stephen G. (1986), «Technical change, organizational form, and the structure of bank production», *Journal of Money, Credit and Banking*, 18 (2), págs. 152-166.
- (1991), «Technological change and production economies in large US commercial banking», *Journal of Business*, 64, páginas 339-362.
- HUNTER, William C.; TIMME, Stephen G., y YANG, Won Keun (1990), «An examination of cost subadditivity and multiproduct production in large U.S. banks», *Journal of Money, Credit and Banking*, 22 (4), páginas 504-525.
- KELLNER, S., y MATHEWSON, F. G. (1983), «Entry, size distribution, scale, and scope economies in the life insurance industry», *Journal of Business*, 56, páginas 25-44.
- KROZNER, Randall S., y RAJAN, Raghuram G. (1997), «Organizational structure and credibility: Evidence from commercial

<p>bank securities activities before the Glass-Steagall Act», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 39, págs. 475-516.</p> <p>KWAN, Simon (1998), «Securities activities by commercial banking firms' section 20 subsidiaries: Risk, return, and diversification benefits», Federal Reserve Bank of San Francisco (octubre).</p> <p>KWAST, Myron L. (1989), «The impact of underwriting and dealing on bank returns and risks», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 13 (1), págs. 101-125.</p> <p>LANG, Gunter, y WELZEL, Peter (1998), «Technology and cost efficiency in universal banking: A thick frontier approach», <i>Journal of Productivity Analysis</i>, 10 (1), págs. 63-84.</p> <p>LOZANO, Ana (1998), «Efficiency and technical change for spanish banks», <i>Applied Financial Economics</i>, 8, págs. 289-300.</p> <p>LLEWELLYN (1996), «Universal banking and the public interest: A british perspective», en SAUNDERS, Anthony, y WALTER, Ingo (eds.), <i>Universal banking: financial system design reconsidered</i>, Irving Publishing, págs. 161-204.</p> <p>MAHAJAN, Arvind; RANGAN, Nanda, y ZARDKOOHI, Asghar (1996), «Cost structures in multinational and domestic banking», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 20 (2), páginas 238-306.</p> <p>MAUDOS, Joaquin (1996), «Market structure and performance in spanish banking using a direct measure of efficiency», University of Valencia, Valencia, España.</p> <p>MAUDOS, Joaquín; PASTOR, José Manuel; PÉREZ, Francisco, y QUESADA, Javier (1999a), <i>Cost and profit efficiency in european banks</i>, Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas (IVIE), Valencia, España.</p> <p>— (1999b), «The single european market and bank efficiency: The importance of specialization», Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas (IVIE), Valencia, España.</p> <p>MCALLISTER, Patrick H., y MCMANUS, Douglas A. (1993), «Resolving the scale efficiency puzzle in banking», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17 (2-3), páginas 389-405.</p> <p>MCINTOSH, James (1998), «Scale efficiency in a dynamic model of canadian insurance companies», <i>Journal of Risk & Insurance</i>, 65, págs. 303-17.</p> <p>MEADOR, Joseph W.; RYAN, Harley E. Jr., y SCHELLHORN, Carolin D. (1998), <i>Product focus versus diversification: Estimates of X-efficiency for the U.S. life insurance industry</i>, Northeastern University.</p> <p>MERTON, Robert (1977), «An analytic derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 1, págs. 3-11.</p> <p>MESTER, Loretta J. (1987), «Multiple market contact between savings and loans», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 19 (4), págs. 538-549.</p>	<p>— (1989), «Testing for expense preference behavior: Mutual versus stock savings and loans», <i>RAND Journal of Economics</i>, 20, págs. 483-498.</p> <p>— (1992), «Traditional and nontraditional banking: An information-theoretic approach», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 16 (3), págs. 545-566.</p> <p>— (1993), «Efficiency in the savings and loan industry», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17 (2-3), págs. 267-286.</p> <p>MILLER, Stewart R., y PARKHE, Arvind (1999), <i>Home-country environment as a source of international competitiveness: An analysis of the global banking industry</i>, Michigan State University.</p> <p>MITCHELL, Karlyn, y ONVURAL, Nur M. (1996), «Economies of scale and scope at large commercial banks: Evidence from the fourier flexible functional form», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 28 (2), páginas 178-99.</p> <p>NOULAS, Athanasios G.; MILLER, Stephen M., y RAY, Subhash C. (1993), «Regularity conditions and scope estimates: The case of large-sized U.S. banks», <i>Journal of Financial Services Research</i>, 7 (3), páginas 235-48.</p> <p>NOULAS, Athanasios G.; RAY, Subhash C., y MILLER, Stephen M. (1990), «Returns to scale and input substitution for large U.S. banks», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 22 (1), págs. 94-108.</p> <p>PARKHE, Arvind, y MILLER, Stewart R. (1999), «Is there a liability of foreignness in global banking? An empirical test of U.S. banks' X-efficiency», Michigan State University.</p> <p>PASTOR, José Manuel (1999), <i>Credit risk and efficiency in the european banking systems: A three stage analysis</i>, Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas (IVIE), Valencia, España.</p> <p>PASTOR, José Manuel; PÉREZ, Francisco, y QUESADA, Javier (1997), «Efficiency analysis in banking firms: An international comparison», <i>European Journal of Operational Research</i>, 98, páginas 396-408.</p> <p>PASTOR, Jesús T.; LOZANO-VIVAS, Ana, y HASAN, Iftekhar (1999), «Cross-border performance of the european banking systems», Universidad de Málaga, España.</p> <p>PASTOR, Jesús T.; LOZANO-VIVAS, Ana, y PASTOR, José Manuel (1997), <i>Efficiency of european banking systems: A correction by environmental variables</i>, Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas (IVIE), Valencia, España.</p> <p>PERISTIANI, Stavros (1997), «Do mergers improve the X-efficiency and scale efficiency of U.S. banks? Evidence from the 1980s», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 29 (3), págs. 326-337.</p> <p>PILLOFF, Steven J. (1996), «Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions», <i>Journal of Money, Credit, and Banking</i>, 28 (3), páginas 294-310.</p>	<p>PILLOFF, Steven J., y SANTOMERO, Anthony M. (1998), «The value effects of bank mergers and acquisitions», en <i>Bank Mergers & Acquisitions</i>, Y. AMIHUD y G. MILLER (eds.), Kluwer Academic, páginas 59-78.</p> <p>PULLEY, Lawrence, y HUMPHREY, David (1993), «The role of fixed costs and cost complementarities in determining scope economies and the cost of narrow banking proposals», <i>Journal of Business</i>, 66 (3), págs. 437-462.</p> <p>PURI, Manju (1996), «Commercial banks in investment banking: Conflict of interest or certification role?», <i>Journal of Financial Economics</i>, 40 (3), págs. 373-401.</p> <p>RADECKI, Lawrence J.; WENNINGER, J., y ORLOW, D. K. (1997), «Industry structure: electronic delivery's potential effects on retail banking», <i>Journal of Retail Banking Services</i>, 19 (4), págs. 57-63.</p> <p>RAI, Anoop (1996), «Cost efficiency of international insurance firms», <i>Journal of Financial Services Research</i>, 10, páginas 213-33.</p> <p>RAJAN, Raghuram G. (1996), «The entry of commercial banks into the securities business: A selective survey of theories and evidence», en <i>Universal Banking</i>, Anthony SAUNDERS e Ingo WALTER (eds.), Irwin, págs. 282-302.</p> <p>RESTI, Andrea (1998), «Regulation can foster mergers, can mergers foster efficiency? The italian case», <i>Journal of Economics and Business</i>, 50 (2), páginas 157-169.</p> <p>RHOADES, Stephen A. (1993), «The efficiency effects of (in-market) horizontal bank mergers», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17 (2-3), págs. 411-422.</p> <p>— (1998), «The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 22 (3), págs. 273-291.</p> <p>ROSEN, Richard J.; LLOYD-DAVIES, P. R.; KWAST, Myron L., y HUMPHREY, David B. (1989), «New banking powers: A portfolio analysis of bank investment in real estate», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 13, págs. 355-366.</p> <p>RUTHENBERG, D., y ELIAS, R. (1996), «Cost economies and interest rate margins in a unified european banking market», <i>Journal of Economics and Business</i>, 48, páginas 231-249.</p> <p>SAUNDERS, Anthony, y WALTER, Ingo (1994), <i>Universal Banking in the United States</i>, Oxford University Press.</p> <p>SHAFFER, Sherrill (1993), «Can megamergers improve bank efficiency?», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17, páginas 423-436.</p> <p>SIEMS, Thomas F. (1996), «Bank mergers and shareholder wealth: Evidence from 1995's megamerger deals», Federal Reserve Bank of Dallas <i>Financial Industry Studies</i>, agosto, págs. 1-12.</p> <p>TERRELL, Henry S. (1993), «U.S. branches and agencies of foreign banks: A new</p>
--	--	--

<p>look», <i>Federal Reserve Bulletin</i>, 79 (octubre), págs. 913-925.</p> <p>TOIVANEN, Otto (1997), «Economies of scale and scope in the finnish non-life insurance industry», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 21, págs. 759-779.</p> <p>VAN BEEK, Luuk, y TOURANI RAD, Alireza (1997), «Market valuation of bank mergers in Europe», <i>Financial Services</i>, Amsterdam.</p> <p>VANDER VENNET, Rudi (1996), «The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 20 (9), págs. 1531-1558.</p> <p>— (1998), «Causes and consequences of EU bank takeovers», en <i>The Changing</i></p>	<p><i>European Landscape</i>, Sylvester EIJJFINGER, Kees KOEDIJK, Marco PAGANO, y Richard PORTES (eds.), Centre for Economic Policy Research, Bruselas, Bélgica, páginas 45-61.</p> <p>— (1999), <i>Cost and profit dynamics in financial conglomerates and universal banks in Europe</i>, University of Ghent, Bélgica.</p> <p>WAGENVOORT, Rien, y SCHURE, Paul (1999), «Who are Europe's efficient bankers?», en <i>European Banking after EMU</i>, Christopher HURST y Rien WAGENVOORT (eds.), <i>European Investment Bank Papers</i>, 4 (1), págs. 105-126.</p> <p>WILLIAMSON, Oliver (1967), «The economics of defense contracting: Incentives and performance», en <i>Issues in Defense</i></p>	<p><i>Economics</i>, R. MCKEAN (ed.), Nueva York, Columbia University Press.</p> <p>— (1988), «Corporate finance and corporate governance», <i>Journal of Finance</i>, 43 (3), págs. 567-591.</p> <p>WINTON, Andrew (1999), <i>Don't Put All Your Eggs in One Basket? Diversification and Specialization in Lending</i>, University of Minnesota.</p> <p>YUENGERT, Andrew (1993), «The measurement of efficiency in life insurance: Estimates of a mixed normal-gamma error model», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 17 (2-3), págs. 483-496.</p> <p>ZHANG, Hao (1995), «Wealth effects of U.S. bank takeovers», <i>Applied Financial Economics</i>, 5 (5), págs. 329-336.</p>
---	---	--

Resumen

En el presente trabajo se examinan los efectos sobre la eficiencia de la consolidación de la industria de servicios financieros. Se ofrece una amplia definición de los citados efectos que abarca las economías de escala y de alcance y la eficiencia X; los efectos del proceso de F&A (fusiones y adquisiciones) y de la expansión geográfica e internacional e incluye las consecuencias de la consolidación en el coste, los ingresos y la diversificación del riesgo. El análisis desarrollado sugiere que existe un gran potencial de mejoras de eficiencia como consecuencia de la consolidación, si bien sólo puede realizarse una pequeña parte del mismo. La consolidación parece originar mayores ganancias de eficiencia en ingresos que en costes, y la mayoría de tales ganancias parecen deberse a los beneficios derivados de la diversificación del riesgo.

Palabras clave: bancos, gestoras de valores, seguros, fusiones, eficiencia, finanzas internacionales.

Abstract

This article examines the effects of the consolidation of the financial service industry on efficiency. We offer a broad definition of these effects that covers the economies of scale and scope and X-efficiency as well as the effects of the F&A (fusions and acquisitions) process and of geographic and international expansion, and includes the consequences of consolidation on cost, income and risk diversification. The analysis carried out suggests that there is great potential for enhanced efficiency as a result of consolidation, even though only a small part of it may actually be brought about. Consolidation seems to lead to greater efficiency gains in income than in costs, and most of such gains are apparently due to the benefits stemming from risk diversification.

Key words: banks, securities managers, insurance, mergers, efficiency, international finance.

JEL classification: G21, G22, G24, G28, G34, F23, F36.