

**CONSECUENCIAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE EUROPA CONTINENTAL**

*The effects of European bank mergers and acquisitions*

**Sergio Sanfilippo Azofra**

**Myriam García Olalla**  
Universidad de Cantabria

**RESUMEN**

Aunque tradicionalmente no se ha demostrado que las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito generen beneficios significativos, los cambios que han tenido lugar en los sistemas financieros han alterado las condiciones en las que se desarrollan estas operaciones, incrementando sus ganancias potenciales. En este sentido, realizamos un análisis del efecto que las fusiones y adquisiciones han tenido recientemente en la rentabilidad, los costes, la eficiencia y la cuota de mercado de las entidades de crédito de la Europa Continental durante el período comprendido entre 1993 y 2001 empleando una metodología de datos de panel dinámicos GMM. Los resultados obtenidos muestran moderados incrementos en la rentabilidad de las entidades adquirentes y las que participan en fusiones y únicamente ciertas reducciones de costes en las entidades adquiridas, en ambos casos más visibles a largo plazo, mientras que la cuota de mercado sólo mejoraría en las adquirentes.

**Palabras clave**

Fusiones y adquisiciones, entidades de crédito europeas.

**ABSTRACT**

*The academic literature has not offered totally convincing economic arguments for carrying out mergers and acquisitions, since this type of operation does not generally lead to significant gains. However, over the last few decades, the financial sector has undergone substantial changes and the banking sector has experienced an unprecedented process of consolidation in most developed countries. In this sense, the aim of this paper is to further study the financial consolidation process analysing the consequences of banking merger and acquisitions, which took place in the period 1993-2001 (we use the GMM estimator). The results show an increase in the acquirers' long-term profitability and market share and a low reduction in targets' costs.*

**Key words**

*Mergers and acquisitions, European credit institutions.*

---

\* Dirección para correspondencia: [sanfilis@unican.es](mailto:sanfilis@unican.es)

## 1.- INTRODUCCIÓN

En Europa, al igual que en Estados Unidos y en otros muchos países, hemos experimentado desde los noventa uno de los períodos con mayor cantidad de fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito. Y aunque en los últimos años ha disminuido su cifra, la reciente mejora de los resultados de las entidades y la entrada de diez países en la Unión Europea auguran un nuevo incremento en el número de operaciones. Este destacado aumento ha despertado recientemente un gran interés en el mundo académico, retomándose el debate sobre la conveniencia de las fusiones y adquisiciones bancarias.

La literatura académica no ha encontrado justificaciones económicas del todo convincentes para realizar este tipo de operaciones puesto que aproximadamente un tercio de las mismas fracasan antes de cinco años, y al menos el 80% no llegan a obtener las ganancias esperadas (Vester, 2002). Estos resultados tan negativos se pueden deber a múltiples causas, como problemas de integración, dificultades para gestionar la nueva organización, conflictos internos o amplias diferencias en cuanto a la cultura empresarial. Pero también se ha sugerido la existencia de problemas de agencia en el seno de las empresas derivados de la separación entre propiedad y control, debido a que los directivos con una elevada libertad y discrecionalidad pueden promover la realización de fusiones y adquisiciones con el fin último de alcanzar un mayor beneficio personal.

Sin embargo, en trabajos recientes como los de Berger *et al.*, (1999) o Group of ten (2001) se plantea la posibilidad de que esta situación haya cambiado en la década de los noventa debido a que la transformación de los sistemas financieros ha alterado las condiciones en las que se desarrollan las fusiones y adquisiciones bancarias. Así, por ejemplo, el progreso tecnológico ha facilitado la obtención de mayores economías de escala, y la desregulación ha aumentado las presiones competitivas poniendo en evidencia las ineficiencias de muchas entidades cuya adquisición y posterior reestructuración por parte de otras más eficientes es capaz de generar importantes beneficios.

En este sentido, creemos interesante analizar los resultados de los procesos de fusión y adquisición entre entidades de crédito a nivel europeo con objeto de comprobar si los cambios que han tenido lugar pueden haber modificado las ganancias que se derivan de estas operaciones. Pero además, el análisis de las entidades europeas resulta de por sí importante porque buena parte de las investigaciones existentes se centran en el mercado norteamericano, cuyas conclusiones no son directamente aplicables en Europa debido a las diferencias existentes entre ambas economías<sup>1</sup>. En particular, realizamos una estimación basada en el método generalizado de momentos –*GMM: Generalized method of moments*– (Arellano y Bond, 1991) de datos de panel dinámicos de la rentabilidad, los costes, la eficiencia y la cuota de mercado de las entidades de la Europa Continental que han participado en fusiones y adquisiciones durante el periodo comprendido entre 1993 y 2000.

---

<sup>1</sup> Dentro de cada país europeo existe una amplia literatura referida a sus propias fusiones y adquisiciones internas. Así, por ejemplo en España podemos destacar los estudios de Raymond (1994), Monclús (1997), Martínez (1998), Santos y Pérez, (1999), Fuentes y Sastre (1999), Cuervo (1999), Contreras y Pampillón (2002), Cuesta y Orea (2002), Carbó *et al.*, (2003) y Carbó y Humphrey (2004). Por el contrario, los trabajos a nivel de varios países europeos, como los de Vander Venet (1996 y 2002), Beitel, *et al.*, (2004) y Díaz, *et al.*, (2004), son menos numerosos.

La oportunidad de esta investigación se debe también a que la metodología utilizada permite, a diferencia de la empleada en otros trabajos, distinguir el efecto de las fusiones y adquisiciones en las entidades adquirentes, adquiridas y fusionadas, por lo que se ofrece una visión más clara de estos procesos. Pero además, el periodo de tiempo utilizado posibilita no sólo el análisis a corto, sino también a largo plazo, lo que resulta fundamental, puesto que durante los primeros años tras una operación surgen problemas organizativos y costes de integración que retrasan la obtención de las ganancias esperadas.

Finalmente, habida cuenta de que en Europa existe un nutrido grupo de entidades de crédito que, como las cajas de ahorro o las cooperativas de crédito, poseen, a diferencia de la banca comercial, un marcado carácter social o mutualista, realizamos también estimaciones por separado para cada grupo de instituciones.

A continuación, el trabajo se estructura de la siguiente manera: en el apartado segundo se revisa la literatura previa y se plantean las hipótesis; en el apartado tres se describe la muestra, así como la metodología y las variables empleadas; en el apartado cuatro se presentan los principales resultados obtenidos; y se finaliza con las conclusiones y la bibliografía.

## 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS A CONTRASTAR

Las fusiones y adquisiciones entre empresas –ya sean financieras o no– se realizan por diferentes razones, que pueden variar en función de las características de las sociedades participantes, el tipo de operación, los sectores afectados, e incluso el período en que se realicen. En general, con ellas se busca, desde un punto de vista económico, mejorar la rentabilidad, reducir los costes, incrementar la eficiencia y en última instancia aumentar el valor. De entre las vías a través de las cuales las fusiones y adquisiciones pueden contribuir al logro de esos objetivos, podemos destacar las siguientes: en primer lugar, estas operaciones conducen a un aumento del tamaño, por lo que se constituyen en un elemento destacado para obtener economías de escala (Pilloff y Santomero, 1998; Hughes *et al.*, 2001)<sup>2</sup>; en segundo lugar, las fusiones y adquisiciones pueden permitir la obtención de sinergias derivadas de las economías de alcance (Rajan, 1996; Cavallo y Rossi, 2001)<sup>3</sup>; en tercer lugar, el incremento del poder de mercado que conllevan estas operaciones puede dar lugar a la obtención de beneficios extraordinarios como consecuencia de la aplicación de unos precios superiores a los de libre competencia (Berger *et al.*, 1999); en cuarto lugar, las fusiones y adquisiciones conducen con frecuencia a la renovación de los directivos de las entidades adquiridas, lo que provoca importantes cambios organizativos que pueden derivar en una mejora de la eficiencia (Franks y Mayer, 1990; Hadlock *et al.*, 1999); por último, las operaciones que conducen a la formación de conglomerados o las que se realizan entre entidades localizadas en distintos ámbitos geográficos facilitan la diversificación del riesgo (Berger *et al.*, 2000).

Sin embargo, detrás de ciertas fusiones y adquisiciones pueden esconderse motivaciones personales de los directivos, por lo que, al no basarse en razones económicas, no mejorarían la rentabilidad, los costes o la eficiencia de las empresas, sino que más bien darían lugar a una dilución de su valor (Morck, Shleifer y Vishny, 1990). En este sentido, la teoría de la agencia

---

<sup>2</sup> La presencia de dichas economías implicaría la reducción de los costes o el aumento de los ingresos por unidad debido al incremento del tamaño o el número de bienes y servicios producidos o comercializados.

<sup>3</sup> Las economías de alcance hacen referencia a las sinergias derivadas de la producción de múltiples servicios por parte de una misma empresa.

sugiere que la separación entre propiedad y control dota de amplia autonomía y discrecionalidad de decisión a los directivos, quienes en ocasiones pueden tratar de alcanzar sus propios objetivos en lugar del de los accionistas (Shleifer y Vishny, 1997). De acuerdo con este planteamiento, los gestores estarán interesados en realizar fusiones y adquisiciones debido a que en muchas ocasiones sus compensaciones, prestigio, poder o seguridad están estrechamente relacionadas con el crecimiento de la organización y con su tamaño (Jensen, 1986). Por otra parte, los directivos pueden embarcarse también en fusiones y adquisiciones únicamente porque el resto de la industria lo está haciendo (Scharfstein y Stein, 1990) o por motivos defensivos, puesto que cuanto mayor es el tamaño de una empresa más costosa resulta su adquisición (Donaldson y Lorsch, 1983; Revell, 1988).

A lo largo de la literatura numerosas investigaciones han tratado de evaluar el efecto que las fusiones y adquisiciones tienen en las entidades de crédito. La mayoría de ellas han seguido alguna de las siguientes aproximaciones (Rhoades, 1994; Pilloff y Santomero, 1998):

En primer lugar, varios trabajos como el de Rhoades (1998) o Fuentes (2003) han estudiado, en detalle, fusiones y adquisiciones específicas, puesto que consideran que las circunstancias que rodean a una operación son únicas. Aunque de este tipo de trabajos no se pueden extraer conclusiones generales, sin duda contribuyen a la adecuada comprensión de este fenómeno.

Un segundo tipo de trabajos estudia los rendimientos de mercado obtenidos por los accionistas de las entidades que se fusionan durante un período de tiempo alrededor de la operación. Se asume que los inversores realizan una valoración de las fusiones y adquisiciones en función de los flujos de caja futuros descontados que se espera obtener de ellas, no obstante, sus resultados pueden verse afectados por movimientos especulativos alrededor de la fecha de la operación. Estos trabajos muestran generalmente que los accionistas de las entidades adquirentes resultan perjudicados, mientras que los de las adquiridas podrían obtener ciertos beneficios, pero en cualquier caso, el efecto conjunto tiende a ser nulo (Houston y Ryngaert, 1994; Cybo-Ottone y Murgia, 2000; Beitel *et al.*, 2004).

Finalmente, una tercera aproximación, que será la que seguiremos en este trabajo, agrupa las investigaciones que utilizan datos contables para evaluar los resultados de las fusiones y adquisiciones en términos de rentabilidad, costes, eficiencia, etc. Su principal atractivo consiste en mostrar los efectos reales que provocan estas operaciones, y no únicamente la respuesta del mercado. Sus inconvenientes más importantes radican en que tales datos tardan en recoger los cambios que se derivan de las fusiones y adquisiciones y que sus resultados pueden verse influidos por factores adicionales. Los resultados obtenidos por estos trabajos muestran generalmente que las fusiones y adquisiciones únicamente pueden mejorar la rentabilidad de las entidades de crédito a largo plazo y sólo originan pequeñas reducciones en los costes de las adquiridas (Rhoades, 1993; Peristiani, 1997; Berger *et al.*, 1999).

### **2.1. Hipótesis propuestas**

El propósito de esta investigación consiste en estimar el efecto que las fusiones y adquisiciones tienen en las entidades de crédito europeas. En particular, nos centraremos en la rentabilidad, los costes y la cuota de mercado. A continuación, procedemos a realizar una revisión de los trabajos que han estudiado la influencia que los procesos de fusión y adquisición tienen sobre estas variables con objeto de plantear las hipótesis que posteriormente contrastaremos.

Las fusiones y adquisiciones pueden aumentar la rentabilidad de las entidades de crédito debido a que posibilitan la obtención de economías de escala y alcance y facilitan la mejora de la gestión de la entidad adquirida, la diversificación del riesgo o el incremento del poder de mercado, entre otros factores (Berger, *et al.*, 1999; Group of Ten, 2001). A pesar de todo, las investigaciones existentes hasta los años ochenta o comienzos de los noventa mostraban unos resultados mixtos. Así, algunos trabajos encontraban mejoras en la rentabilidad atribuibles a las fusiones y adquisiciones (Spindt y Tarhan, 1991; Cornett y Tehranian, 1992; Rose, 1992), mientras que otros no observan cambios significativos (Srinivasan y Wall, 1992; Linder y Crane, 1993; Rhoades, 1993). La falta de unos resultados claros se atribuía a la existencia de elevados costes de integración, o a que con algunas operaciones se buscaban beneficios privados para los directivos (Morck, Shleifer y Vishny, 1990). Sin embargo, estos trabajos presentan dos importantes limitaciones. Por una parte, al utilizar datos de los años ochenta, no recogen el efecto que la transformación de los sistemas financieros ha tenido sobre los procesos de fusión y adquisición bancaria. Por otra parte, muchos de esos trabajos se centran en el corto plazo, lo que puede restringir el alcance de sus resultados, ya que como indican Calomiris y Karceski (1998), buena parte de las ganancias de las fusiones y adquisiciones tardan cierto tiempo en materializarse, y sólo son apreciables una vez que se superan los problemas de integración y reorganización que acompañan a estos procesos. Trabajos más recientes como los de Focarelli, *et al.*, (2002) o Díaz, *et al.*, (2004), que se centran en un período de tiempo más amplio tras la operación y que utilizan datos más actuales, por lo que recogerían los cambios en los sistemas financieros, encuentran que a largo plazo las fusiones y adquisiciones mejoran la rentabilidad de las entidades de crédito.

Así, cabe proponer la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 1: las fusiones y adquisiciones ejercen una influencia positiva a largo plazo en la rentabilidad de las entidades de crédito europeas que las realizan.*

Por otra parte, las fusiones y adquisiciones pueden contribuir a reducir los costes de las entidades de crédito debido a que, entre otros factores, permiten obtener economías de escala y alcance, facilitan la mejora de la gestión de la entidad adquirida o hacen posible una reasignación más eficiente de los recursos mediante el cierre de oficinas solapadas geográficamente (Berger, *et al.*, 1999; Group of Ten, 2001). Sin embargo, tanto las investigaciones que se centran en el análisis de ratios (Srinivasan y Wall, 1992; Pilloff, 1996), como las que estudian los cambios en la eficiencia basada en funciones de costes (Berger y Humphrey, 1992; DeYoung, 1993; Peristiani, 1997), muestran que las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito sólo conducen, tanto a corto como a largo plazo, a pequeñas reducciones de los costes o mejoras en la eficiencia. A este respecto, cabe diferenciar el efecto producido en las entidades adquirentes y adquiridas. Las variaciones en los costes son prácticamente nulas en las primeras, mientras que las segundas sí experimentarían reducciones en los mismos, aunque de pequeña cuantía. Este efecto diferencial se podría deber, en primer lugar a que las entidades adquirentes son habitualmente de gran tamaño, por lo que las reducciones de costes derivadas de las economías de escala recaerían principalmente en las adquiridas que suelen tener menor dimensión. En segundo lugar, las transformaciones más importantes derivadas de una operación suelen recaer en las entidades adquiridas, por lo que es más probable que éstas sufran mayores reducciones en los costes que las adquirentes. Además, varios estudios han encontrado que, antes de la operación, las empresas adquirentes son, en media, más eficientes que las adquiridas, por lo que sería posible reducir los costes de estas últimas o aumentar su eficiencia a través de la implantación

de las mejores políticas de la adquirente (Benston, Hunter y Wall, 1995; Worthington, 2004). De cualquier modo, a pesar de las posibles mejoras de la entidad adquirida, el efecto sobre los costes conjuntos (adquirente más adquirida) tiende a ser pequeño, debido a que las adquiridas suelen ser de tamaño reducido en comparación con las adquirentes<sup>4</sup>.

De acuerdo con estos planteamientos proponemos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 2: las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito europeas únicamente originan mejoras en la eficiencia y en los costes de las entidades adquiridas.*

Por otra parte, las empresas que realizan fusiones y adquisiciones sufren importantes cambios que pueden traducirse en una ganancia adicional de cuota de mercado o por el contrario en una pérdida de la misma. Son varias las razones que inducen a pensar en un aumento adicional de la cuota de mercado. Por una parte, estas operaciones pueden mejorar la eficiencia de las entidades, por ejemplo a través de la obtención de economías de escala, posibilitando así la reducción de los costes y la aplicación de unos precios más favorables para los clientes, lo que se traducirá en un aumento de la cuota de mercado<sup>5</sup>. Por otro lado, las fusiones y adquisiciones también pueden inducir a un aumento adicional de la cuota de mercado porque posibilitan la venta cruzada de productos, intensificando la relación con un mismo cliente (Rhoades, 1998), porque la diversificación que generan permite atender a colectivos anteriormente desatendidos por su elevado riesgo, o porque aumentan la visibilidad de las entidades atrayendo a nuevos clientes. Sin embargo, también existen factores que juegan en sentido contrario, es decir que favorecen una pérdida de cuota de mercado de las entidades que participan en fusiones y adquisiciones. En primer lugar, la reestructuración que sufren las entidades tras una operación suele traducirse en una pérdida de clientes, debido por ejemplo a una disminución temporal en la calidad de los servicios prestados (Stiroh y Poole, 2000), o al cierre de oficinas solapadas geográficamente (Rhoades, 1998). En segundo lugar, también se producirá cierta pérdida de cuota de mercado si el objetivo de la operación es aprovecharse de los beneficios relacionados con el incremento del poder de mercado, fijando unos precios desfavorables para los clientes (Rhoades, 1995).

Las pocas investigaciones empíricas realizadas sobre este tema muestran en general un estancamiento o una pérdida de cuota de mercado en las entidades adquiridas y un incremento de la cuota de las adquirentes (Mueller, 1985; Cornett y Tehranian, 1992; Rose, 1999; Haynes y Thompson, 2005). La principal razón de la pérdida de cuota de las entidades adquiridas se encontraría en los inconvenientes que origina para los clientes la reestructuración que sufren tras la operación. Por su parte, las adquirentes incrementarían su cuota de mercado debido a la mayor visibilidad que obtienen con la operación, al incremento de las ventas cruzadas de sus productos a los clientes de la adquirida, o incluso a la absorción de los clientes de las oficinas de la adquirida cerradas por solapamiento geográfico.

En relación con la cuota de mercado planteamos la siguiente hipótesis:

---

<sup>4</sup> Esta diferencia de tamaños hace que los costes de la adquirida representen un porcentaje pequeño de los costes conjuntos (adquirente más adquirida). Berger (1998) pone como ejemplo que una reducción de un 30% en los costes no financieros de la adquirida, apenas representará un 3% en los costes conjuntos.

<sup>5</sup> Este planteamiento se basa en la teoría de la estructura eficiente –efficient structure hipótesis– (Demsetz, 1973; Berger, 1995) y representa una visión alternativa la teoría “estructura-conducta-resultados” (structure-conduct-performance: SCP).

*Hipótesis 3: Las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito europeas originan un estancamiento o una pérdida de cuota de mercado en las entidades adquiridas y una ganancia de cuota de mercado en las entidades adquirentes.*

### 3. CONTRASTE EMPÍRICO

#### 3.1- Composición y características de la muestra

El contraste empírico de las hipótesis propuestas se realiza para una muestra de entidades de crédito de la Europa Continental<sup>6</sup>. El análisis se centra en las fusiones y adquisiciones que han tenido lugar durante el período comprendido entre los años 1993 y 2000. La información contable procede de la base de datos Bankscope, las fusiones y adquisiciones de Thomson Financial Mergers y los datos macroeconómicos de International Financial Statistics (Fondo Monetario Internacional), Bank Profitability (OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), Main Economic Indicators (OCDE) y Eurostat.

Partiendo de las 3982 entidades de crédito que proporciona la base de datos Bankscope, se llevó a cabo una depuración de la muestra eliminando aquellas para las que no se disponía de toda la información necesaria para calcular las variables utilizadas en el análisis (descritas más adelante), y aquellas que tengan un activo inferior a 100 millones de euros<sup>19</sup>. Tras realizar este ajuste, la muestra quedaría constituida por 2794 entidades.

Para identificar las operaciones seguimos el criterio de Hannan y Rhoades (1987), considerando una fusión cuando se combinan dos o más empresas, perdiendo al menos alguna de ellas su identidad inicial, mientras que para una adquisición se deben de cumplir dos criterios: en primer lugar que el porcentaje adquirido sea de al menos un 25%; y en segundo lugar, que antes de la operación la entidad adquirente debe poseer menos de un 50% de la adquirida<sup>7</sup>.

Siguiendo estos criterios, y de acuerdo con los datos de Thomson Financial Mergers, entre las 2794 entidades de crédito que componen nuestra muestra final, 93 habrían realizado una adquisición (adquirentes), 70 habrían sido adquiridas (adquiridas) y 78 habrían participado en fusiones<sup>8</sup>, siendo el número total de operaciones consideradas 247 (208 adquisiciones y 39 fusiones) –véase las tablas 1 y 2–<sup>9</sup>. Dentro de la muestra, 876 entidades forman parte de la banca comercial (58 son adquirentes, 48 adquiridas y 40 realizan fusiones) y 1918 integran el grupo de cajas y cooperativas (35 son adquirentes, 22 adquiridas y 38 participan en fusiones).

<sup>6</sup> El análisis se ha realizado para los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Grecia, Italia, Luxemburgo, Portugal y Suecia. No se han incluido Finlandia, Irlanda, Holanda y el Reino Unido debido a que no se pudo identificar ninguna entidad que realizase una operación. En el caso de Finlandia, Irlanda y Holanda se debe al reducido número de entidades. Por el contrario, en el Reino Unido, la base de datos utilizada (Bankscope) presenta unas cuentas anuales incompletas para numerosas entidades por lo que no se pudieron calcular determinadas variables.

<sup>19</sup> La elección de un tamaño mínimo ha sido frecuente en la mayoría de los trabajos de fusiones y adquisiciones para evitar las distorsiones producidas por entidades de reducidas dimensiones (Akhavein *et al.*, 1997; Peristiani, 1997).

<sup>7</sup> La elección de un 25% evita considerar como adquisiciones simples alianzas estratégicas entre entidades crediticias (tan frecuentes en Europa) y, a la vez, recoger la mayoría de las operaciones de adquisición, mientras que el criterio del 50% permite descartar las operaciones en las que la entidad adquirente ya poseía previamente un control efectivo de la adquirida.

<sup>8</sup> Únicamente 20 adquirentes y 10 adquiridos han participado en operaciones internacionales.

<sup>9</sup> Es preciso tener en cuenta que el número de entidades adquirentes, adquiridas y fusionadas no coincide con el número de operaciones debido a que una entidad puede haber participado en más de una operación. Además, en el caso de las fusiones consideramos las dos entidades que la han realizado, sin embargo, en ciertas adquisiciones sólo contamos con datos para una de las dos entidades que han participado en la misma (adquirente o adquirida).

**Tabla 1. Distribución por año del número de fusiones y adquisiciones y de las entidades que las realizan.**

	Fusiones		Adquisiciones		
	Nº de operaciones	Nº de entidades que participan en fusiones <sup>1</sup>	Nº de operaciones	Nº de entidades adquirentes <sup>2</sup>	Nº de entidades adquiridas <sup>2</sup>
1993	3	6	3	2	1
1994	6	12	22	11	10
1995	2	4	31	18	13
1996	2	4	37	22	13
1997	3	6	28	19	11
1998	9	18	21	19	5
1999	8	16	36	20	14
2000	6	12	30	23	10
<b>Total</b>	<b>39</b>	<b>78</b>	<b>208</b>	<b>134</b>	<b>77</b>

<sup>1</sup> Aparecen contabilizadas las dos entidades que se fusionan.

<sup>2</sup> Existen entidades de crédito que han participado en más de una operación. En ciertas operaciones sólo disponemos de una de las dos entidades que han participado en la misma (adquirente o adquirida).

**Tabla 2. Detalle por país de las entidades que se incluyen en la muestra**

	Entidades que han realizado operaciones			Numero de Entidades (total) <sup>3</sup>
	Entidades Adquirentes <sup>1</sup>	Entidades Adquiridas <sup>1</sup>	Entidades que participan en fusiones <sup>1,2</sup>	
Alemania	13	11	32	1620
Austria	6	6	0	75
Bélgica	5	4	0	67
Dinamarca	4	0	2	65
España	8	4	8	130
Francia	14	7	8	320
Grecia	2	1	2	17
Italia	31	32	22	351
Luxemburgo	4	1	0	113
Portugal	4	4	2	24
Suecia	2	0	2	12
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>70</b>	<b>78</b>	<b>2794</b>

<sup>1</sup> El número total de adquirentes, adquiridas y entidades que participan en fusiones no tiene por qué coincidir con el número total de la correspondiente categoría que aparece en la tabla 1, debido a que una misma entidad puede realizar operaciones en más de un año.

<sup>2</sup> Aparecen contabilizadas las dos entidades que se fusionan.

<sup>3</sup> Hace referencia al número total de entidades que componen la muestra, es decir, tanto las que participan en operaciones como las que no intervienen en ninguna.



### 3.2.- Especificación del modelo y variables seleccionadas para el análisis

Con objeto de evaluar el efecto de las fusiones y adquisiciones sobre la rentabilidad, los costes, la eficiencia y la cuota de mercado, se plantean los siguientes modelos que se aplican a las entidades de crédito que forman parte de nuestra muestra<sup>10</sup> (las estimaciones se realizan tanto para la muestra completa, como para dos submuestras, una formada por los bancos comerciales y la otra por las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito):

$$\begin{aligned} \text{Hipótesis 1: } \text{RENTABILIDAD}_{it} = & \mu_0 + \beta_0 \text{RENTABILIDAD}_{it-1} + \beta_1 \text{CREDOMES}_{it} + \beta_2 \text{PIBPC}_{it} + \beta_3 \text{HA}_{it} + \\ & + \beta_4 \text{ACTIVO}_{it} + \beta_5 \text{CAPITAL}_{it} + \beta_6 \text{INTERME}_{it} + \beta_7 \text{NOFINAN}_{it} + \beta_8 \text{DEPOSITOS}_{it} + \\ & + \beta_9 \text{CUOTACT}_{it} + \sum_{j=0}^3 \alpha_{1j} A_{jit} + \sum_{j=0}^3 \alpha_{2j} T_{jit} + \sum_{j=0}^3 \alpha_{3j} F_{jit} + \sum_{t=1}^{T-1} \text{DUMMYTEMP}_t + a_i + \mu_t + u_{it} \end{aligned} \quad [1]$$

$$\begin{aligned} \text{Hipótesis 2: } \text{COSTES}_{it} = & \mu_0 + \beta_0 \text{COSTES}_{it-1} + \beta_1 \text{CREDOMES}_{it} + \beta_2 \text{PIBPC}_{it} + \beta_3 \text{HA}_{it} + \\ & + \beta_4 \text{ACTIVO}_{it} + \beta_5 \text{CAPITAL}_{it} + \beta_6 \text{INTERME}_{it} + \beta_7 \text{NOFINAN}_{it} + \beta_8 \text{DEPOSITOS}_{it} + \\ & + \sum_{j=0}^3 \alpha_{1j} A_{jit} + \sum_{j=0}^3 \alpha_{2j} T_{jit} + \sum_{j=0}^3 \alpha_{3j} F_{jit} + \sum_{t=1}^{T-1} \text{DUMMYTEMP}_t + a_i + \mu_t + u_{it} \end{aligned} \quad [2]$$

$$\begin{aligned} \text{Hipótesis 3: } \text{CUOTA}_{it} = & \mu_0 + \beta_0 \text{CUOTA}_{it-1} + \beta_1 \text{CREDOMES}_{it} + \beta_2 \text{PIBPC}_{it} + \beta_3 \text{POB}_{it} + \beta_4 \text{CRECI}_{it} + \\ & + \beta_5 \text{CAPITAL}_{it} + \beta_6 \text{EFICIENCIA}_{it} + \beta_7 \text{ESCALA}_{it-2} + \beta_8 \text{PRESREL}_{it} + \\ & + \sum_{j=0}^3 \alpha_{1j} A_{jit} + \sum_{j=0}^3 \alpha_{2j} T_{jit} + \sum_{j=0}^3 \alpha_{3j} F_{jit} + \sum_{t=1}^{T-1} \text{DUMMYTEMP}_t + a_i + \mu_t + u_{it} \end{aligned} \quad [3]$$

Las variables de estos modelos, que se explican a continuación, se han calculado a través de un análisis de datos de panel dinámicos basado en el estimador GMM (método generalizado de momentos) robusto de una etapa desarrollado por Arellano y Bond (1991), puesto que el de dos etapas tiende a sesgar a la baja el error estándar. Dicha metodología permite recoger el carácter dinámico de las variables dependientes, especialmente el efecto persistencia de los beneficios, los costes o la cuota de mercado (Laderman, 1993; Dickerson *et al.*, 1997).

#### 3.2.1.- Variables dependientes

En lo referente a las variables dependientes, este estudio trata de determinar el efecto que las fusiones y adquisiciones tienen en la rentabilidad, los costes, la eficiencia y la cuota de mercado de las entidades de crédito europeas, por lo que, se realiza un análisis distinto para cada una de esas variables, tal y como se muestra a continuación:

##### a) Rentabilidad: hipótesis 1

Para el análisis de la hipótesis 1 realizamos dos estimaciones. En la primera de ellas utilizamos como variable dependiente la rentabilidad económica (ROA) y en la segunda la rentabilidad financiera (ROE), ambas antes de impuestos, amortizaciones y provisiones. De esta manera se elimina la influencia que los diferentes sistemas impositivos de los países analizados pudieran tener en los resultados, así como las distorsiones de las normas de amortización, en especial el efecto que tiene el tratamiento contable del fondo de comercio (exceso del precio de compra respecto al valor tangible del activo de la entidad objetivo) que se origina tras la realización de una fusión o adquisición (Houston *et al.*, 2001).

<sup>10</sup> Al igual que en otros muchos trabajos, en las entidades que han participado en una fusión se calcularon las variables antes de la operación mediante la agregación, considerando el tamaño de las entidades originales, de los datos contables de las entidades que intervienen en la misma (Rhoades, 1998; Berger y Humphrey, 1992; Peristiani, 1997). De esta manera, no analizamos por separado las entidades que realizan la fusión, sino la operación en su conjunto.

**b) Costes y eficiencia: hipótesis 2.**

Para el contraste de la hipótesis 2 se ha diferenciado por una parte los costes y por otra parte la eficiencia (Rhoades, 1998; Fuentes, 2003).

Por lo que respecta a los costes utilizamos en primer lugar como variable dependiente los costes totales / activo total (COSTE) y en segundo lugar costes operativos / activo total (COSTEOP).

En cuanto a la eficiencia operativa o eficiencia-X empleamos una medida basada en una función de costes translogarítmica centrada en una aproximación de intermediación (EFICIENCIA)<sup>11</sup>. Esta variable toma valores comprendidos entre 0 y 1, siendo más eficientes las entidades más próximas a 1. La estimación de dicha función exige la utilización de un número elevado de variables, por lo que en este caso la muestra empleada para el contraste es menor<sup>12</sup>.

**c) Cuota de mercado: hipótesis 3**

Por lo que se refiere a la hipótesis 3 se realizan tres análisis en los que se emplean respectivamente como variables dependientes la cuota de mercado de préstamos (CUOTAPRES), la de depósitos (CUOTADEP) y la de activo total (CUOTACT). La utilización de estas tres medidas nos permite tener una visión más amplia del efecto que las fusiones y adquisiciones ejercen sobre la cuota de mercado ya que ésta suele variar según el tipo de producto que se considere (Corvoisier y Gropp, 2002).

**3.2.2.- Variables independientes**

Las variables dependientes empleadas en cada uno de los análisis se ven influidas por una serie de factores que incluimos como variables independientes o explicativas en nuestro modelo –véase tabla 3–. Éstas se han clasificado en dos grupos<sup>13</sup>:

---

<sup>11</sup> Para la estimación de esta variable se ha utilizado la aproximación de frontera estocástica –stochastic frontier approach– (véase Maudos *et al.*, 2002). En la función de costes translogarítmica consideramos tres output (préstamos, otros activos y depósitos), tres precios de inputs (coste de los fondos prestables, costes laborales, coste del capital) y el capital como factor corrector. Pero además, y siguiendo los trabajos de Dietsch y Lozano-Vivas (2000) y Lozano *et al.*, (2002) se han incluido las siguientes variables del entorno que reflejan las características del sector bancario de cada país: habitantes por kilómetro cuadrado, PIB per cápita, depósitos por kilómetro cuadrado, índice de concentración de activo de herfindhal, ratio de capital medio, ratio de intermediación medio y número de oficinas por kilómetro cuadrado.

<sup>12</sup> Los cálculos se ha realizado para 2141 entidades, de las cuales 73 son adquirentes, 61 adquiridas y 70 han participado en fusiones.

<sup>13</sup> La estimación que hemos efectuado considera como variables predeterminadas todas las características específicas de la entidad de crédito (hemos utilizado entre el segundo y cuarto de sus retardos como instrumentos) y como exógenas las variables de control referidas al país (son utilizadas como instrumentos estándar).

<b>Tabla 3. Variables Independientes</b>	
<b>a) Variables dummy que recogen el efecto de las fusiones y adquisiciones</b>	
A0it	= 1 si la entidad ha realizado en ese año una adquisición (adquirente).
A1it	= 1 un año después de que la entidad haya realizado una adquisición (adquirente).
A2it	= 1 dos años después de que la entidad haya realizado una adquisición (adquirente).
A3it	= 1 tres o más años después de que la entidad haya realizado una adquisición (adquirente).
T0it	= 1 si la entidad ha sido adquirida en ese año (adquirida).
T1it	= 1 un año después de que la entidad haya sido adquirida (adquirida).
T2it	= 1 dos años después de que la entidad haya sido adquirida (adquirida).
T3it	= 1 tres o más años después de que la entidad haya sido adquirida (adquirida).
F0it	= 1 si la entidad ha participado en una fusión en ese año (fusionada).
F1it	= 1 un año después de que la entidad haya participado en una fusión (fusionada).
F2it	= 1 dos años después de que la entidad haya participado en una fusión (fusionada).
F3it	= 1 tres o más años después de que la entidad haya participado en una fusión (fusionada).
<b>b) Variables de Control</b>	
<b><u>i) Variables que controlan las características del país</u></b>	
CREDOMES:	porcentaje de créditos domésticos del país / PIB del país ( <i>ecuación 1, 2 y 3</i> ).
PIBPC:	PIB per cápita del país ( <i>ecuación 1, 2 y 3</i> ).
HA:	Herfindhal de activos ( <i>ecuación 1 y 2</i> ).
POB:	logaritmo neperiano de la población de cada país ( <i>ecuación 3</i> ).
CRECI:	crecimiento anual de los activos bancarios de cada país ( <i>ecuación 3</i> ).
<b><u>ii) Variables que controlan las características de la entidad</u></b>	
ACTIVO:	logaritmo neperiano del activo total ( <i>ecuaciones 1 y 2</i> ).
CAPITAL:	fondos propios / activo total ( <i>ecuaciones 1, 2 y 3</i> ).
INTERME:	préstamos / depósitos ( <i>ecuación 1 y 2</i> ).
NOFINAN:	otros productos ordinarios / Margen ordinario ( <i>ecuaciones 1 y 2</i> ).
DEPOSITOS:	depósitos no interbancarios / activo total ( <i>ecuación 1 y 2</i> ).
CUOTACT:	cuota de mercado de activo ( <i>ecuación 1</i> ).
EFICIENCIA:	eficiencia operativa (eficiencia-x) calculada a partir de una función de costes translogarítmica ( <i>ecuación 3</i> ).
ESCALA:	estimación de las economías de escala a partir de la función de costes translogarítmica ( <i>ecuación 3</i> ).
PRESREL	división de el ratio préstamos / activo de cada banco y el ratio prestamos totales / activo total existentes en el país del banco ( <i>ecuación 3</i> ).
<b><u>iii) Variables dummy temporales</u></b>	

**a) Variables dummy que recogen el efecto de las fusiones y adquisiciones**

Dado que pretendemos analizar la influencia de las fusiones y adquisiciones a corto y a largo plazo, tanto en las entidades adquirentes como en las adquiridas y en las que participan en fusiones, consideramos cuatro variables dummy para cada uno de esos tipos de entidades, que representan los años transcurridos desde una operación. Para los adquirentes A0<sub>it</sub>, A1<sub>it</sub>, A2<sub>it</sub> y A3<sub>it</sub>, para los adquiridos T0<sub>it</sub>, T1<sub>it</sub>, T2<sub>it</sub> y T3<sub>it</sub> y para las fusionadas F0<sub>it</sub>, F1<sub>it</sub>, F2<sub>it</sub> y F3<sub>it</sub>. Así, a modo de ejemplo, tendremos que para el adquirente:

A0<sub>it</sub> tomará valor 1 si la entidad ha realizado en ese año una adquisición y 0 en caso contrario.

A1<sub>it</sub> tomará valor 1 un año después de que la entidad haya realizado una adquisición y 0 en caso contrario.

$A2_{it}$  tomará valor 1 dos años después de que la entidad haya realizado una adquisición y 0 en caso contrario.

$A3_{it}$  tomará valor 1 cuando hayan transcurrido tres o más años después de que la entidad haya realizado una adquisición y 0 en caso contrario.

#### b) Variables de Control

Además de por las fusiones y adquisiciones, las variables dependientes seleccionadas se pueden ver influidas por otros muchos factores que hemos tratado de controlar introduciendo diferentes variables agrupadas en tres categorías:

#### i) Variables que controlan las características del país

Se han considerado diversas características de los países analizados que pueden influir en las variables dependientes analizadas<sup>14</sup>.

La primera, introducida en los tres análisis, es el *porcentaje de créditos domésticos del país / PIB del país* (CREDOMES), que permite controlar las diferencias existentes en el desarrollo de los sistemas financieros de los países en los que se domicilia la entidad (Focarelli y Pozzolo, 2001; Buch y DeLong, 2004). En segundo lugar, se ha incorporado, también en los tres análisis, la variable *PIB per cápita del país* (PIBPC) debido a que puede afectar a numerosos factores de la oferta y la demanda de servicios bancarios (Díaz *et al.*, 2004). La tercera, que sólo se incluirá en el análisis de la rentabilidad y los costes, es el *índice de concentración Herfindhal de activos* (HA), calculada como la suma de los cuadrados de la cuota de mercado de activo:

$$HA_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Activo}_{it}^2}{\sum_{i=1}^n \text{Activo}_{it}}$$

donde  $i$  representa cada una de las entidades de crédito de un país.

Por lo que respecta a la rentabilidad (ecuación 1), según la teoría de la estructura-conducta-resultados (structure-conduct-performance: SCP), en los mercados más concentrados las empresas pueden ejercer un mayor poder de mercado, incrementando sus beneficios como consecuencia de la fijación de mayores precios (Berger, 1995). Por ello, se espera que esta variable tenga una influencia positiva en el rendimiento. En lo que se refiere a la ecuación (2), si existe un elevado nivel de concentración, los bancos tendrán menor presión para controlar sus costes, por lo que se espera que esta variable tenga una influencia negativa en los mismos (Akhavain *et al.*, 1997).

Por otro lado, en relación con la cuota de mercado (ecuación 3), cabe destacar que los mercados de mayor tamaño suelen atraer a nuevos competidores, debido a que cuentan con un mayor número de clientes potenciales, por lo que es más fácil alcanzar un tamaño mínimo para competir con las entidades ya existentes. Igualmente, un rápido crecimiento del mercado suele atraer nuevas entidades debido a que pueden obtener clientes sin necesidad de competir directamente por los de los bancos ya existentes. En este sentido, es de esperar que las

<sup>14</sup> En el análisis de datos de panel dinámicos que hemos llevado a cabo no es posible controlar por las características del país introduciendo variables dummy, puesto que este tipo de estimación elimina las variables que permanecen estáticas a lo largo del período de tiempo considerado.

entidades existentes en mercado de gran tamaño y con fuerte crecimiento experimenten una pérdida de cuota de mercado a favor de las nuevas (Rose, 1982; Magri *et al.*, 2005). Para recoger estos aspectos incluimos el logaritmo neperiano de la población de cada país (POB) y el crecimiento anual de los activos bancarios de cada país (CRECI).

### *ii) Variables que controlan las características de la entidad*

Este grupo trata de controlar la influencia que factores adicionales pueden ejercer en las variables dependientes que analizamos.

En primer lugar, incluimos la variable ACTIVO (logaritmo neperiano del activo total) en las ecuaciones (1) y (2) con objeto de controlar la influencia que la escala a la que se producen o comercializan los bienes y servicios bancarios puede ejercer en la rentabilidad o en los costes (Díaz, *et al.*, 2004, Berger *et al.*, 2005). En segundo lugar, la variable CAPITAL (fondos propios / activo total) se incorpora en las tres ecuaciones con objeto de controlar el riesgo de solvencia que soporta una entidad (Jackson y Gart, 1999; Cyree, Wansley y Black, 2000). En tercer lugar, se ha introducido el ratio de intermediación (INTERME) en las ecuaciones (1) y (2), como el cociente entre préstamos y depósitos de una entidad de crédito. Esta variable trata de capturar las diferencias en cuanto a la habilidad para convertir depósitos en préstamos. En cuarto lugar, se ha introducido el ratio otros productos ordinarios / margen ordinario (NOFINAN) en las ecuaciones (1) y (2) para controlar la influencia que las actividades desarrolladas por las entidades de crédito, diferentes a las habituales de intermediación, pueden tener en la rentabilidad o en los costes. En quinto lugar, se ha incorporado la variable DEPOSITOS en las ecuaciones (1) y (2), como los depósitos no interbancarios de una entidad entre su activo total. La utilización de esta clase de depósitos permite el acceso a una fuente de financiación estable y relativamente barata (Sanfilippo, *et al.*, 2005). En sexto lugar, se ha introducido la cuota de mercado de activo (CUOTACT) en la ecuación (1) debido a que la teoría RMP (relative-market-power hypothesis) establece que sólo las empresas con una elevada cuota de mercado pueden ejercer poder de mercado y aumentar por ello su rentabilidad (Vander Vennet, 2002). En séptimo lugar, incluimos la variable EFICIENCIA, explicada anteriormente, en la ecuación (3), como una medida de la eficiencia operativa (eficiencia-x) calculada a partir de una función de costes translogarítmica. Demsetz (1973), plantea que las entidades con una mejor gestión pueden ganar cuota de mercado debido a que son capaces de aplicar unos precios más reducidos para sus clientes.

Por otra parte, Lambson (1987) plantea la posibilidad de que las entidades que operan a una escala más eficiente son capaces de reducir sus costes y ganar cuota de mercado<sup>15</sup>. Por ello, en la ecuación (3) se ha introducido la variable ESCALA que recoge una estimación de las economías de escala obtenida a partir de la función de costes translogarítmica anteriormente especificada<sup>16</sup>. Si esta variable es menor, igual o mayor que uno, representa respectivamente la presencia de economías de escala, la no existencia de las mismas o la aparición de deseconomías de escala. La relación entre esta variable y la cuota de mercado puede plantear un problema de endogeneidad si el aumento de los bienes o servicios producidos o

<sup>15</sup> Como ya se explicó en la nota a pie de página número 2, las economías de escala permiten reducir los costes o aumentar los ingresos por unidad debido al incremento del tamaño o el número de bienes producidos o comercializados.

<sup>16</sup> Véase Vander Vennet (2002). Para el cálculo de esta variable se ha utilizado la media de los valores de los outputs y del precio de los inputs en distintos intervalos de tamaño para evitar los valores anómalos. Se han considerado 6 intervalos de tamaño: a) menor de 500 millones de euros; b) entre 500 y 1000 millones; c) de 1000 a 3000 millones; d) entre 3000 y 5000 millones; e) de 5000 a 10000 millones; y e) mayor de 10000 millones de euros.

comercializados por una entidad le permiten operar a una escala más eficiente. Para evitar este problema, y puesto que el modelo que planteamos es dinámico, retardaremos la variable ESCALA dos periodos.

Finalmente, se ha incluido la variable PRESREL en la ecuación (3), como la división entre el ratio préstamos / activo de cada banco y el ratio préstamos totales /activo total existentes en el país considerado. Esta variable es una aproximación de la agresividad de un banco, de tal manera que esperamos que ejerza una influencia positiva en su cuota de mercado (Rose, 1982).

### *iii) Variables dummy temporales*

Finalmente se han introducido variables dummy temporales para controlar por el año en que se realiza la operación.

En las tablas 4 y 5 se muestran respectivamente las correlaciones entre las variables empleadas y sus estadísticos descriptivos.

*Consecuencias de las fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito de Europa Continental*

Tabla 4. Correlación entre las variables independientes\*

	HA	PIBPC	CREDOMES	ACTIVO	INTERME	NOFINAN	CUOTACT	DEPOSITOS	CRECI	POB	EFICIENCIA	ESCALA	PRESREL
IA	1												
IBPC	-0.119	1											
REDOMES	-0.038	0.204	1										
ACTIVO	0.200	-0.101	-0.159	1									
INTERME	-0.016	-0.017	-0.040	0.014	1								
NOFINAN	-0.025	0.002	-0.007	0.032	-0.007	1							
CUOTACT	0.277	-0.078	-0.184	0.436	0.013	0.001	1						
DEPOSITOS	-0.112	0.067	0.279	-0.295	-0.069	-0.014	-0.095	1					
CRECI	0.048	0.347	0.401	-0.088	0.007	-0.030	0.040	0.189	1				
POB	-0.641	0.118	0.439	-0.200	-0.013	-0.005	-0.304	0.236	0.149	1			
EFICIENCIA	-0.061	-0.001	-0.011	-0.043	-0.015	-0.051	0.009	0.116	0.008	0.074	1		
ESCALA	0.014	-0.094	-0.046	-0.033	0.234	-0.046	-0.016	0.005	0.060	-0.040	-0.001	1	
PRESREL	-0.014	-0.0824	-0.070	-0.063	0.232	-0.040	-0.033	0.033	-0.011	-0.009	0.002	0.096	1

La correlación entre POB y HA es elevada, pero dichas variables no se incluyen dentro del mismo modelo.

Tabla 5. Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Des. Típica	Variable	Media	Des. Típica
ROE	0.0464611	0.2518926	CREDOMES	121.1313	21.84846
ROA	0.0035548	0.0174616	ACTIVO	13.53693	1.361929
EFICIENCIA	0.912187	0.0449459	INTERME	0.7314405	2.888037
COSTES	0.0729006	0.0284365	NOFINAN	3.947264	21.69194
COSTESOP	0.0305058	0.0177125	DEPOSITOS	0.6154062	0.2296941
CUOTACT	0.0037395	0.020552	CRECI	0.0876413	0.0350252
CUOTADEP	0.0073507	0.034625	POB	17.64608	1.216782
CUOTAPRES	0.003465	0.0163936	ESCALA	1.077021	0.1263562
HA	0.0140887	0.0163054	PRESREL	1.097164	0.5090852
PIBPC	28782.84	6483.239			

#### 4. RESULTADOS OBTENIDOS

A continuación se presentan los principales resultados obtenidos del análisis empírico, que se ha realizado tanto para la muestra completa, como para dos submuestras, una formada por los bancos comerciales y la otra por las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito<sup>17</sup>.

En la tabla 6 se presentan los resultados correspondientes al análisis de la hipótesis 1 que plantea que las fusiones y adquisiciones ejercen una influencia positiva a largo plazo en la rentabilidad de las entidades de crédito europeas. Si nos centramos en primer lugar en las estimaciones realizadas para la muestra completa, es posible observar que las variables  $T_i$  presentan unos coeficientes positivos y significativos a partir del primer año en el caso de la ROE y del segundo en el de la ROA, por lo que las entidades adquiridas mejoran desde entonces su rentabilidad. Sin embargo, las mejoras en la ROE son sensiblemente superiores a las de la ROA, ya que los valores de dichos coeficientes se sitúan por encima del 11% en la primera y únicamente son ligeramente superiores al 1% en la segunda. Por otra parte, el efecto positivo sobre la ROE es mayor a medida que transcurren los años desde la fecha en la que se realizó la operación, lo que indicaría que tras una adquisición surgen problemas organizativos derivados del proceso de integración, que reducen las ganancias en los primeros momentos, pero que tienden a desaparecer con el tiempo. Así, la variable  $T_1$ , que recoge el efecto un año después de la operación, presenta un coeficiente con valor del 11%, mientras que  $T_2$  y  $T_3$ , que representan el efecto 2 y 3 años después, tienen coeficientes del 14.7% y 16.5% respectivamente.

---

<sup>17</sup> Los resultados del test  $m1$  apunta en algunos casos hacia la existencia de autocorrelación de primer orden en varias estimaciones. No obstante, los correspondientes al  $m2$  permiten rechazar habitualmente la presencia de autocorrelación de segundo orden, asegurando la consistencia de las estimaciones. A su vez, el test de Sargan permite confirmar en la mayoría de las estimaciones realizadas la calidad de los instrumentos utilizados. No obstante, en presencia de heterocedasticidad, como ocurre en nuestro caso, Arellano y Bond (1991) muestran que este test rechaza frecuentemente la conveniencia de los mismos aún cuando son apropiados, por lo que unos resultados inadecuados en el mismo tampoco hubiesen restado automáticamente validez a las estimaciones realizadas.



## Consecuencias de las fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito de Europa Continental

TABLA 6. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

	ROE			ROA		
	Muestra Completa	Bancos	Cajas y Coop.	Muestra Completa	Bancos	Cajas y Coop.
RETARDO	-0.1617038 (-1.03)	-0.0867364 (-0.37)	0.0342981 (0.28)	-0.9077346 * (-1.74)	-0.3058379 ** (-2.37)	0.0446347 (0.34)
CREDOMES	-0.0010794 (-1.31)	-0.0026746 *** (-2.68)	-0.0000575 (-0.04)	0.0000854 (0.73)	3.92E-06 (0.04)	0.0000243 (0.29)
PIBPC	8.43E-06 ** (2.39)	-3.61E-06 (-0.67)	0.0000587 ** (2.44)	6.14E-07 (1.18)	-1.31E-07 (-0.29)	1.96E-06 * (1.88)
HA	0.340712 (0.76)	0.2647446 (0.52)	1.054205 (1.53)	-0.05789 (-1.05)	-0.0458663 (-0.9)	-0.0176944 (-0.32)
ACTIVO	0.016473 (0.11)	0.1050072 (0.46)	-0.3785658 (-1.07)	0.0103065 (0.54)	0.0353084 (1.02)	0.0119321 (0.38)
CAPITAL	0.2574363 (0.33)	-0.2986058 (-0.24)	-4.674481 (-0.84)	0.0415078 (0.32)	0.1095416 (0.72)	0.1929225 (0.63)
INTERME	-0.0076357 (-0.82)	0.0026461 (1.62)	0.4604035 ** (2.21)	-0.0004036 (-0.67)	0.0003647 (1.45)	0.0226323 (0.96)
NOFINAN	0.0020968 (0.86)	0.0001602 (0.13)	-0.0029111 (-0.8)	0.0004455 (1.13)	0.0003575 (0.92)	-0.0003075 (-1.15)
DEPOSITOS	0.8110559 ** (2.47)	-0.6525984 (-1.26)	1.335795 ** (2.53)	0.1118915 ** (2.09)	0.0674426 (0.86)	0.106705 ** (2.02)
CUOTACT	-0.7765078 (-0.52)	4.585974 (1.2)	1.337129 (0.73)	-0.0848391 (-0.72)	-0.0000418 (0)	0.0039264 (0.03)
A0	0.0261116 * (1.74)	-0.0058247 (-0.26)	0.0323506 * (1.65)	0.0017337 (1.05)	0.0000207 (0.01)	0.0013739 (1.19)
A1	0.0297722 (1.27)	-0.0546874 (-1.42)	0.048149 (1.63)	0.0024751 (1.02)	-0.0022518 (-0.7)	0.0026536 (1.5)
A2	0.0334412 (1.61)	-0.0746168 ** (-1.98)	0.0265111 (1.21)	0.0028552 (1.04)	-0.0024686 (-0.6)	0.0004933 (0.25)
A3	0.0628705 ** (2.39)	-0.0780216 * (-1.84)	0.1263617 ** (2.14)	0.0029748 (0.84)	-0.0050027 (-0.99)	0.0024389 (0.51)
T0	-0.0435583 (-0.78)	-0.0348256 (-0.45)	-0.0694721 (-0.92)	-0.0028387 (-0.86)	-0.0001926 (-0.05)	-0.0018737 (-0.49)
T1	0.1183737 ** (2.07)	0.1045914 * (1.83)	-0.1051929 (-0.69)	0.0061726 (1.34)	0.0075439 (1.48)	0.0033571 (0.55)
T2	0.147905 *** (2.57)	0.0356487 (0.57)	0.1865161 (1.12)	0.011928 * (1.71)	0.0040793 (0.71)	0.0103718 (0.98)
T3	0.1657921 *** (2.7)	0.0465351 (0.75)	0.2186868 (1.1)	0.0114886 * (1.73)	0.00479 (0.74)	0.0060124 (0.6)
F0	-0.0031868 (-0.08)	-0.0010353 (-0.01)	0.0888696 (0.81)	0.0025325 (0.36)	0.0025644 (0.5)	0.0069099 (0.95)
F1	0.0042908 (0.1)	-0.0029878 (-0.04)	0.0767969 (0.83)	0.0062564 (0.73)	0.0106779 (1.15)	0.0059538 (0.92)
F2	0.0027793 (0.05)	-0.0566541 (-0.53)	0.1200884 (1.23)	0.0062661 (0.68)	0.0073049 (0.83)	0.0086125 (1.29)
F3	0.0516385 (0.97)	0.0858962 (0.76)	0.0618193 (0.75)	0.007648 (0.9)	0.0118808 (1.3)	0.0052789 (0.96)
Sargan	28.19 (23)	5.06 (17)	60.20 (23)	24.19 (23)	8.56 (17)	82.44 (23)
m1	-2.30	-1.43	-3.21	-1.50	-1.75	-2.86
m2	-0.17	0.67	0.17	-1.71	-1.58	-0.31

Entre paréntesis el valor de la t. \*\*\* indica un nivel de significatividad del 1%. \*\* indica un nivel de significatividad del 5%. \* indica un nivel de significatividad del 10%. RETARDO hace referencia a la variable dependiente retardada.  $m_i$  es el test de correlación serial de orden  $i$  en los errores en primeras diferencias, que se distribuye como una  $N(0,1)$  bajo la hipótesis nula de no correlación. Sargan es el test de sobreidentificación de los instrumentos y se distribuye como una chi-cuadrado (sus grados de libertad figuran entre paréntesis). Las variables dummy temporales se han incluido en el análisis pero no se muestran en las tablas.

Por otra parte sólo se observa que las entidades adquiridas mejoran su ROE en el año en el que se realiza la operación y a partir del tercer año, no apreciándose efecto alguno en la ROA. Así pues, no se podría afirmar que las entidades adquirentes mejoren su rentabilidad tras una operación, ya que únicamente en el análisis de la ROE las variables A0 y A3 presentan coeficientes positivos y significativos –al 10 y 5% respectivamente–. A su vez, los resultados obtenidos muestran que las fusiones no mejoran la rentabilidad de las entidades de crédito, ya que los coeficientes asociados a las variables  $F_i$ , son no significativos tanto en el análisis de la ROE como en el de la ROA.

En la tabla 6 se presentan además de los resultados obtenidos para la muestra total, los correspondientes a los bancos comerciales y a las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito. Comenzando por la banca comercial, las entidades adquiridas mejoran su ROE sólo en el primer año tras la operación (T1), y no en los siguientes, mientras que a diferencia del análisis para la muestra completa, no se aprecia efecto alguno sobre la ROA. Respecto a las entidades adquirentes, aunque no se observa ningún efecto en la ROA, se produce una reducción de la ROE a partir del segundo año, ya que las variables A2 y A3 presentan unos coeficientes significativos con valores de -7.4 y -7.8% respectivamente. Por su parte, al igual que ocurría en el análisis de la muestra completa, la realización de fusiones no tiene efecto apreciable en la rentabilidad de los bancos.

Por lo que respecta a las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito, no se observa efecto alguno en la rentabilidad de las entidades adquiridas. Por el contrario, las entidades adquirentes, aunque no mejoran su ROA, sí aumentan su ROE tanto en el año en que se realiza la operación como tres años después. Así, las variables A0 y A3, que miden respectivamente el efecto en el año de la operación y a partir del tercer año, tienen unos coeficientes significativos con unos valores del 3.2 y 12.6% respectivamente. Por su parte, nuevamente no se aprecia ningún efecto en las fusiones.

En resumen, los resultados obtenidos muestran, en términos generales, una influencia positiva en la rentabilidad (ROA y ROE) de las entidades adquiridas y en la ROE de las adquirentes, no produciéndose ningún efecto sobre las que participan en fusiones. Sin embargo, estos resultados no parecen confirmarse cuando se separa por un lado los bancos comerciales y por otro las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito. Por ello, los planteamientos propuestos en la hipótesis 1, respecto a la mejora de la rentabilidad de las entidades que realizan fusiones y adquisiciones, sólo se cumplirían en términos generales en el caso de las entidades adquiridas.

Respecto a las variables de control significativas, los coeficientes asociados a PIBPC resultan positivos en la mayoría de los análisis, lo que indica que el PIB per cápita de un país afectaría favorablemente a la rentabilidad de las entidades de crédito. Asimismo, la variable DEPOSITOS presenta también coeficientes positivos, lo que reflejaría los menores costes que implica la obtención de recursos a través de depósitos no interbancarios. Por su parte, CREDOMES tiene un efecto positivo cuando se analiza la ROE de los bancos comerciales, por lo que el desarrollo de los sistemas financieros influye positivamente en la rentabilidad financiera. Finalmente, la variable INTERME afecta positivamente en la ROE de las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito, lo que nos indica la ventaja de convertir una elevada proporción de depósitos en préstamos.

En la tabla 7 se muestran los resultados del análisis de la hipótesis 2 que plantea que las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito europeas únicamente originan mejoras en la eficiencia y en los costes de las entidades adquiridas. El análisis se ha realizado para tres variables dependientes: la eficiencia en costes (EFICIENCIA), los costes totales (COSTES), y los costes operativos (COSTESOP). Comenzando por la primera de ellas (EFICIENCIA), los resultados muestran que ni en la estimación efectuada para la muestra completa, ni en la de la banca, las fusiones y adquisiciones conducen a modificación alguna de la eficiencia de las entidades de crédito. Únicamente en el caso de las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito se aprecia una ligera mejora en las entidades adquirentes a partir del tercer año, ya que el coeficiente asociado a la variable A3 es positivo (con un valor del 5.4%) y significativo al 10%. Estos resultados indican que la mejora de la eficiencia no debería ser un objetivo relevante para realizar fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito europeas, ya que ésta no mejora tras la operación.

Por lo que respecta a los costes totales (COSTES) y los costes operativos (COSTEOP), no se aprecia ningún efecto en las entidades adquirentes y en las que participan en fusiones, puesto que ninguno de los coeficientes asociados a las variables  $A_j$  y  $F_i$  resultan significativos. Por el contrario, se observa una reducción de ambos costes en las entidades adquiridas ( $T_i$ ), tanto en el análisis realizado para la muestra completa como en el de los bancos, no así en el de las cajas. De cualquier manera, las reducciones en los costes de la adquirida son de escasa cuantía, puesto que no superan un 2% en el caso de los costes totales y un 0.7% en los costes operativos, y se producirían a partir del segundo o tercer año tras la operación (T2 y T3), lo que indica que el ahorro de los costes es más probable a largo plazo cuando ya se han superado los problemas derivados de la integración.

TABLA 7. ANÁLISIS DE LOS COSTES

	EFICIENCIA			COSTES			COSTESOP		
	Muestra Completa	Bancos	Cajas y Coop.	Muestra Completa	Bancos	Cajas y Coop.	Muestra Completa	Bancos	Cajas y Coop.
RETARDO	-0.0812525 (-0.39)	-0.153497 (-0.39)	-0.2127642 (-1.28)	-0.1183228 (-0.82)	-0.1453058 (-0.83)	0.4173897 ** (2.38)	-0.3168369 ** (-2.17)	-0.2682614 (-1.58)	0.2846437 * (1.69)
CREDOMES	3.22E-06 (0.02)	0.0000462 (0.1)	-0.0002695 (-0.69)	0.0002997 *** (4.07)	0.0002521 ** (2.37)	0.0002163 *** (4.21)	0.0000161 (0.49)	0.0000516 (1.07)	-0.0000356 (-1.08)
PIBPC	2.47E-06 (0.55)	3.96E-07 (0.04)	7.90E-06 (0.64)	2.61E-06 *** (4.42)	2.52E-06 *** (3.55)	3.31E-07 (0.23)	6.28E-07 *** (3.18)	4.52E-07 * (1.74)	-8.62E-07 (-1.1)
HA	0.2136477 * (1.83)	0.0807355 (0.49)	0.7424393 ** (2.31)	-0.0195549 (-0.49)	-0.0389682 (-0.71)	-0.0121401 (-0.23)	-0.0129407 (-0.73)	-0.0100678 (-0.44)	-0.0720623 ** (-2.52)
ACTIVO	-0.0505929 (-1.14)	-0.006373 (-0.08)	-0.3583344 *** (-2.68)	-0.029096 (-1.44)	-0.0693404 ** (-2.06)	0.0040615 (0.14)	-0.0235272 *** (-2.7)	-0.0259764 *** (-3.19)	-0.0004639 (-0.03)
CAPITAL	-0.0764646 (-0.31)	0.2325159 (0.3)	-2.386723 * (-1.79)	0.063995 (0.67)	-0.1607133 (-0.99)	0.1733316 (0.52)	-0.0072467 (-0.19)	-0.0014511 (-0.04)	0.4937709 *** (3.15)
INTERME	-0.0007355 (-0.97)	-0.0005613 (-1.39)	0.0316555 (0.47)	-0.000557 (-0.95)	-0.0004525 (-1.51)	-0.033068 *** (-2.6)	-0.0001235 (-0.7)	-0.000285 (-1.17)	-0.0154353 ** (-2.4)
NOFINAN	0.0001581 (0.55)	-0.0000479 (-0.18)	0.0050881 ** (2.09)	0.0003428 (1.18)	0.00009 (0.55)	0.000802 ** (2.01)	-0.0000235 (-0.27)	1.42E-06 (0.02)	0.0002258 (1.33)
DEPOSITOS	-0.0072948 (-0.08)	0.2452064 (1.42)	-0.0001246 (0)	-0.0421257 (-1.13)	-0.0084436 (-0.13)	-0.0951548 * (-1.88)	-0.0155438 (-1.06)	-0.0063454 (-0.3)	-0.0297464 (-1.41)
A0	-0.0023796 (-0.43)	-0.0097592 (-1.07)	0.0061118 (0.61)	-0.0023644 (-1.37)	0.0006137 (0.22)	-0.0017092 (-0.89)	-1.64E-06 (0)	0.0002069 (0.24)	-0.001596 (-1.48)
A1	-0.0005076 (-0.08)	-0.0047072 (-0.41)	0.0015686 (0.12)	-0.0013094 (-0.56)	0.0042061 (1.07)	-0.0039511 (-1.01)	0.0006819 (0.69)	0.0013324 (1.12)	-0.0013183 (-1.03)
A2	-0.0035995 (-0.51)	-0.0095636 (-0.71)	0.0128241 (1.05)	-0.0026633 (-0.93)	0.0037645 (1.03)	0.000961 (0.45)	0.0000728 (0.07)	0.0007938 (0.57)	0.0003701 (0.31)
A3	-0.0000389 (0)	-0.012153 (-0.66)	0.0545506 * (1.87)	-0.0034832 (-0.96)	0.0042279 (0.87)	0.0003851 (0.07)	0.0010261 (0.67)	0.0027242 * (1.68)	-0.0037285 (-1.11)
T0	-0.0037847 (-0.55)	-0.0087114 (-0.87)	-0.0007766 (-0.03)	0.0031917 (1.27)	0.0034398 (1.12)	0.0007663 (0.16)	0.0010183 (0.62)	0.0007436 (0.34)	-0.0005427 (-0.17)
T1	0.0075303	0.0054183	0.0085784	-0.004703	-0.0042498	0.0050574	-0.003046	-0.0033439	-0.0006138

*Consecuencias de las fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito de Europa Continental*

T2	(0.82) 0.0171487	(0.44) 0.0163393	(0.27) 0.0509663	(-1.47) -0.0098229 **	(-0.91) -0.0069218	(0.91) -0.0102606	(-1.59) -0.0047007 **	(-1.39) -0.0034912	(-0.14) -0.0103044
T3	(1.64) 0.0136886	(1.18) 0.019085	(0.91) 0.0377202	(-2.32) -0.0155379 ***	(-1.25) -0.0144201 **	(-0.89) -0.0096799	(-2.12) -0.0062511 ***	(-1.38) -0.005902 **	(-1.32) -0.0112787
F0	(1.32) 0.0052388	(1.33) -0.0090298	(0.52) -0.0844682	(-3.47) -0.0040963	(-2.4) -0.0019947	(-0.88) -0.0158568	(-2.65) -0.0005115	(-2.16) -0.0002497	(-1.31) -0.0058542
F1	(0.72) -0.0086117	(-0.82) -0.0247008	(-0.95) -0.0821023	(-0.94) -0.0041295	(-0.55) -0.0063788	(-0.97) -0.009263	(-0.31) -0.0008437	(-0.09) -0.0027747	(-1.02) -0.0026534
F2	(-0.62) -0.0098478	(-1.07) -0.0195302	(-0.98) -0.1046852	(-0.73) -0.0054402	(-0.78) -0.0083558	(-0.6) -0.0164193	(-0.36) -0.0014128	(-0.67) -0.0033206	(-0.49) -0.0058967
F3	(-0.65) -0.0131161	(-0.75) -0.0402427	(-1.21) -0.0585767	(-0.96) -0.0074896	(-0.93) -0.0151401	(-1.09) -0.0089773	(-0.54) -0.0027496	(-0.7) -0.00624	(-1.08) -0.0033091
Sargan	(-0.74) 24.20 (19)	(-0.99) 13.53 (14)	(-0.86) 22.76 (19)	(-1.33) 25.88 (19)	(-1.47) 9.02 (14)	(-0.7) 55.69 (19)	(-1.13) 40.48 (19)	(-1.3) 31.41 (19)	(-0.71) 25.54 (19)
m1	-1.19	-0.56	-1.52	-1.87	-1.07	-2.44	-1.14	-1.23	-3.19
m2	-1.59	-0.92	-1.94	-1.32	-0.27	0.16	-1.84	-1.08	1.11

Entre paréntesis el valor de la t. \*\*\* indica un nivel de significatividad del 1%, \*\* indica un nivel de significatividad del 5%, \* indica un nivel de significatividad del 10%. RETARDO hace referencia a la variable dependiente retardada.  $m_1$  es el test de correlación serial de orden 1 en los errores en primeras diferencias, que se distribuye como una  $N(0,1)$  bajo la hipótesis nula de no correlación. Sargan es el test de sobreidentificación de los instrumentos y se distribuye como una chi-cuadrado (sus grados de libertad figuran entre paréntesis). Las variables dummy temporales se han incluido en el análisis pero no se muestran en las tablas.

En resumen, tal y como propone la hipótesis 2, nuestros resultados muestran únicamente pequeñas reducciones a largo plazo en los costes totales y operativos de las entidades de crédito europeas adquiridas. Sin embargo, no se produce mejora alguna de la eficiencia en costes. Estos resultados reflejan la dificultad que tienen las entidades de crédito europeas para reducir los costes o mejorar su eficiencia a través de la realización de fusiones y adquisiciones, lo que se puede deber a que en muchos países europeos persisten mercados laborales rígidos que impiden un ajuste adecuado de la plantilla tras una operación. En cualquier caso, las reducciones de costes son más importantes a largo plazo, una vez que se ha superado la fase de integración de las entidades, lo que estaría de acuerdo con los resultados de otros trabajos que muestran que una parte importante de las mejoras derivadas de una adquisición se producen cuando ha transcurrido más de un año desde su realización (Rhoades, 1996).

En cuanto a las variables de control significativas, el índice de concentración de herfindhal (HA) y la proporción de otros productos ordinarios sobre el margen ordinario (NOFINAN) disminuyen la eficiencia en costes, mientras que el ratio fondos propios entre activo total (CAPITAL) y el tamaño de las entidades (ACTIVO) la mejoran. Por otra parte, el desarrollo de los sistemas financiero (CREDOMES), el PIB per cápita (PIBPC) y otros productos financieros (NOFINAN) contribuyen a aumentar los costes totales. Por el contrario, la proporción de préstamos sobre depósitos (INTERME), el ratio depósitos sobre activo total (DEPOSITOS) y el tamaño de las entidades (ACTIVO) reducen los costes totales. A su vez, en el estudio de los costes operativos presentan signo positivo los coeficientes asociados a PIBPC y CAPITAL, mientras que resultan negativos los asociados a HA, ACTIVO e INTERME.

En la tabla 8 se muestran los resultados del contraste de la hipótesis 3, que plantea que las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito europeas originan un estancamiento o una pérdida de cuota de mercado en las entidades adquiridas y una ganancia de cuota de mercado en las entidades adquirentes. El análisis se ha realizado considerando como variables dependientes la cuota de mercado de activos (CUOTACT), de depósitos (CUOTADEP) y de préstamos (CUOTAPRES).

En el caso de las entidades adquirentes ( $A_i$ ), se produce, una mejora en los tres tipos de cuota de mercado, tanto en el análisis realizado para la muestra completa, como en el de la banca o las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito. Este efecto es reducido en el año en el que se realiza la operación, pero va incrementando su importancia a medida que transcurre el tiempo. Así, los coeficientes asociados a la variable  $A_0$  toman valores del 0.3% en el caso de CUOTACT, 0.8% en el de CUOTADEP y 0.5% en el de CUOTAPRES, mientras que los de la variable  $A_3$  se sitúan en un 0.6% en el caso de CUOTACT, un 2.6% en el de CUOTADEP y un 1% en el de CUOTAPRES. Por su parte, la ganancia de cuota de la banca comercial es sensiblemente superior a la de las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito. Así, por ejemplo, en la cuota de activo las primeras obtendrían una mejora máxima del 0.8% frente al 0.3% de las últimas.

Por lo que respecta a las entidades adquiridas, no se aprecian ningún efecto en la cuota de mercado de activo (CUOTACT) o en la de préstamos (CUOTAPRES), pero se produce una disminución de la cuota de mercado de depósitos (CUOTADEP) en el análisis realizado para la muestra completa y en el de la banca comercial. Esta pérdida de cuota de mercado de depósitos se hace más intensa cuantos más años han transcurrido desde la fecha en la que se

realizó la operación. Así, en el análisis para la muestra completa, se produce una pérdida de cuota del 0.39% un año después de la operación y del 0.74% tres años después. De manera similar, en la banca comercial la pérdida de cuota asciende a un 0.45% un año después y a un 0.75% tres años después. Las razones que explicarían esta pérdida de cuota de mercado de depósitos podrían venir por dos vías. En primer lugar, es posible que las entidades adquirentes, que sí mejoran su cuota, absorban parte del negocio de las adquiridas (Keeton, 1996). En segundo lugar, como las entidades adquiridas sólo sufren pérdidas en la cuota de depósitos, y no en la de préstamos o activo, puede ocurrir simplemente que tras la operación las entidades adquiridas sufren cambios en las actividades que desarrollan (Peek *et al.*, 1999).

Por su parte, las entidades que han participado en fusiones no sufren alteración alguna de su cuota de mercado. Así, ninguno de los coeficientes asociados a estas entidades ( $F_i$ ) son significativos ni en el análisis realizado para la muestra completa, ni en el de la banca comercial o las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito.

## Consecuencias de las fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito de Europa Continental

	CUOTACT						CUOTADEP						CUOTAPRES					
	Muestra Completa		Bancos		Cajas y Coop.		Muestra Completa		Bancos		Cajas y Coop.		Muestra Completa		Bancos		Cajas y Coop.	
RETARDO	-0.6027652 *** (-5.17)	-0.3277722 (-1.48)	-0.6711572 *** (-3.06)	-0.8119924 (-1.21)	-0.0826434 (-0.2)	-0.4596677 (-0.46)	0.9914456 *** (2.74)	0.0000907 (0)	0.0001637 (1.22)	0.000354 (0.64)	0.734158 (1.63)	0.0001245 ** (2.53)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	-0.0433801 (-0.08)
CREDOMES	0.0000469 (0.9)	0.0000686 (0.81)	-0.0000116 (-0.91)	0.0000907 (1)	0.0001637 (1.22)	0.000354 (0.64)	0.0001245 ** (2.53)	0.0000907 (0)	0.0001637 (1.22)	0.000354 (0.64)	0.0001367 * (1.74)	0.0001245 ** (2.53)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	0.0001367 * (1.74)	-1.62E-06 (-0.08)
PIBPC	3.85E-07 (0.28)	1.23E-06 (0.66)	-9.24E-07 (-1.25)	2.34E-06 (1.24)	3.36E-06 (1.33)	1.94E-06 (1.32)	-2.24E-07 (-0.27)	2.34E-06 (1.24)	3.36E-06 (1.33)	1.94E-06 (1.32)	-1.32E-06 (-0.64)	-2.24E-07 (-0.27)	-1.32E-06 (-0.64)	-1.32E-06 (-0.64)	-1.32E-06 (-0.64)	-1.32E-06 (-0.64)	-1.32E-06 (-0.64)	2.63E-07 (0.42)
POB	-0.080756 (-0.37)	-0.1486565 (-0.56)	0.2910344 ** (2.01)	-0.2138698 (-0.78)	-0.5780546 (-1.58)	0.2310408 (0.73)	-0.0022572 (-0.02)	-0.2138698 (-0.78)	-0.5780546 (-1.58)	0.2310408 (0.73)	0.0543063 (0.21)	-0.0022572 (-0.02)	0.0543063 (0.21)	0.0543063 (0.21)	0.0543063 (0.21)	0.0543063 (0.21)	0.0543063 (0.21)	0.1386744 (1.1)
CRECI	-0.0028834 (-0.42)	-0.0152122 (-0.97)	-0.0082813 (-0.96)	0.0132016 (0.71)	0.032652 (1.28)	-0.0303596 (-1.48)	0.0006714 (0.08)	0.0132016 (0.71)	0.032652 (1.28)	-0.0303596 (-1.48)	0.0006714 (0.08)	0.0006714 (0.08)	0.0006714 (0.08)	0.0006714 (0.08)	0.0006714 (0.08)	0.0006714 (0.08)	0.0006714 (0.08)	-0.0097133 ** (-2.06)
CAPITAL	-0.0195272 (-0.97)	-0.0153262 (-1.19)	-0.0635171 (-1.11)	0.0429951 (1.28)	0.0915719 (1.25)	-0.4170291 * (-1.78)	0.0009859 (0.1)	0.0429951 (1.28)	0.0915719 (1.25)	-0.4170291 * (-1.78)	0.0009859 (0.1)	0.0009859 (0.1)	0.0009859 (0.1)	0.0009859 (0.1)	0.0009859 (0.1)	0.0009859 (0.1)	0.0009859 (0.1)	-0.1105278 (-1.54)
EFICIENCIA	-0.0036751 (-0.22)	-0.0002791 (-0.02)	0.0188565 (1.13)	0.0238298 (0.22)	-0.0008496 (-0.02)	0.0182549 (0.52)	0.0106894 (0.34)	0.0238298 (0.22)	-0.0008496 (-0.02)	0.0182549 (0.52)	0.0123574 (0.61)	0.0106894 (0.34)	0.0123574 (0.61)	0.0123574 (0.61)	0.0123574 (0.61)	0.0123574 (0.61)	0.0123574 (0.61)	0.0059548 (0.42)
ESCALA	-0.0028598 (-1.21)	-0.0044286 (-0.66)	-0.0030318 * (-1.91)	-0.007306 (-0.65)	-0.0726792 * (-1.67)	-0.0076237 (-1.28)	0.0003247 (0.1)	-0.007306 (-0.65)	-0.0726792 * (-1.67)	-0.0076237 (-1.28)	0.0003247 (0.1)	0.0003247 (0.1)	0.0003247 (0.1)	0.0003247 (0.1)	0.0003247 (0.1)	0.0003247 (0.1)	0.0003247 (0.1)	-0.0013804 (-0.59)
PRESREL	-0.0019964 (-0.55)	-0.0051739 (-0.74)	0.0017512 (0.67)	-0.0071511 (-0.49)	-0.0140816 (-0.77)	0.0148928 (1.51)	-0.0046166 (-1.15)	-0.0071511 (-0.49)	-0.0140816 (-0.77)	0.0148928 (1.51)	-0.0046166 (-1.15)	-0.0046166 (-1.15)	-0.0046166 (-1.15)	-0.0046166 (-1.15)	-0.0046166 (-1.15)	-0.0046166 (-1.15)	-0.0046166 (-1.15)	0.0048882 (1.61)
A0	0.003335 ** (2.11)	0.0047416 * (1.86)	0.0011961 * (1.76)	0.0086772 ** (2.02)	0.0143779 ** (2.15)	0.0037649 (1.34)	0.0050466 * (1.89)	0.0086772 ** (2.02)	0.0143779 ** (2.15)	0.0037649 (1.34)	0.00085785 * (1.91)	0.0050466 * (1.89)	0.00085785 * (1.91)	0.00085785 * (1.91)	0.00085785 * (1.91)	0.00085785 * (1.91)	0.00085785 * (1.91)	0.0008217 (0.66)
A1	0.0065393 ** (2.05)	0.0101289 * (1.95)	0.0017544 * (1.79)	0.0198819 ** (2.2)	0.0249878 * (1.9)	0.0084342 ** (2)	0.0089679 * (1.77)	0.0198819 ** (2.2)	0.0249878 * (1.9)	0.0084342 ** (2)	0.0149071 * (1.72)	0.0089679 * (1.77)	0.0149071 * (1.72)	0.0149071 * (1.72)	0.0149071 * (1.72)	0.0149071 * (1.72)	0.0149071 * (1.72)	0.0014981 (1.42)
A2	0.0060181 ** (2.21)	0.0081778 * (1.85)	0.0014868 (1.17)	0.0169869 ** (2.09)	0.0203394 * (1.71)	0.0067297 (1.46)	0.0067184 (1.58)	0.0169869 ** (2.09)	0.0203394 * (1.71)	0.0067297 (1.46)	0.0114778 (1.5)	0.0067184 (1.58)	0.0114778 (1.5)	0.0114778 (1.5)	0.0114778 (1.5)	0.0114778 (1.5)	0.0114778 (1.5)	0.0010852 (1.02)
A3	0.0065203 * (1.75)	0.0087374 (1.6)	0.0030486 * (1.87)	0.0265889 *** (2.77)	0.0352223 ** (2.53)	0.0132097 ** (2.5)	0.0102836 ** (2.27)	0.0265889 *** (2.77)	0.0352223 ** (2.53)	0.0132097 ** (2.5)	0.0160778 ** (2.03)	0.0102836 ** (2.27)	0.0160778 ** (2.03)	0.0160778 ** (2.03)	0.0160778 ** (2.03)	0.0160778 ** (2.03)	0.0160778 ** (2.03)	0.0042026 *** (3.07)
T0	0.0000151 (0.04)	0.0003206 (0.77)	0.0004274 (0.84)	-0.0026564 (-1.59)	-0.0019219 (-1.21)	0.0012109 (0.56)	0.0002011 (0.23)	-0.0026564 (-1.59)	-0.0019219 (-1.21)	0.0012109 (0.56)	0.0003492 (0.28)	0.0002011 (0.23)	0.0003492 (0.28)	0.0003492 (0.28)	0.0003492 (0.28)	0.0003492 (0.28)	0.0003492 (0.28)	0.000453 (0.72)
T1	0.0001769 (0.37)	0.0005552 (0.8)	0.0002581 (0.44)	-0.0039078 ** (-2.22)	-0.0045174 * (-1.7)	0.0011709 (0.49)	-0.0003981 (-0.33)	-0.0039078 ** (-2.22)	-0.0045174 * (-1.7)	0.0011709 (0.49)	-0.0012071 (-0.73)	-0.0003981 (-0.33)	-0.0012071 (-0.73)	-0.0012071 (-0.73)	-0.0012071 (-0.73)	-0.0012071 (-0.73)	-0.0012071 (-0.73)	0.0002557 (0.38)
T2	0.000435 (0.68)	0.0013262 (1.48)	0.0002048 (0.19)	-0.0058318 ** (-2.49)	-0.0051392 * (-1.73)	0.0026485 (0.56)	-0.0002329 (-0.18)	-0.0058318 ** (-2.49)	-0.0051392 * (-1.73)	0.0026485 (0.56)	0.0010902 (0.62)	-0.0002329 (-0.18)	0.0010902 (0.62)	0.0010902 (0.62)	0.0010902 (0.62)	0.0010902 (0.62)	0.0010902 (0.62)	0.0004544 (0.34)



*Consecuencias de las fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito de Europa Continental*

T3	0.0005263 (0.62)	0.0014934 (1.31)	0.0015762 (0.7)	-0.0074112 ** (-2.54)	-0.0075484 ** (-2)	0.0090746 (1.13)	-0.0007047 (-0.55)	-0.0020578 (-1.18)	0.0023521 (0.93)
F0	-0.0032053 (-0.91)	-0.0005339 (-0.18)	-0.0068294 (-1.15)	0.000887 (0.29)	0.0026746 (0.41)	-0.0013091 (-0.67)	0.0003703 (0.4)	0.002988 (0.87)	-0.0016791 (-1.35)
F1	-0.005784 (-1.03)	-0.0026599 (-0.63)	-0.0109954 (-1.16)	-0.0032708 (-0.79)	-0.0039315 (-0.36)	-0.0030851 (-1.27)	-0.0010452 (-0.56)	-0.0006908 (-0.13)	-0.0019979 (-0.85)
F2	-0.0034716 (-0.68)	0.0009992 (0.24)	-0.0083234 (-1.11)	0.0022007 (0.4)	0.0081345 (0.7)	-0.0064025 (-1.37)	0.0035352 (1.16)	0.0099679 (1.39)	-0.004258 (-1.14)
F3	-0.0050692 (-0.93)	-0.0010635 (-0.22)	-0.0079474 (-1.05)	0.0046872 (0.78)	0.0055578 (0.47)	0.0061636 (0.86)	0.0050882 (1.44)	0.0099335 (1.3)	-0.0009264 (-0.39)
Sargan	10.09 (14)	10.01 (14)	5.36 (14)	19.15 (14)	10.53 (14)	11.30 (14)	15.20 (14)	8.07 (14)	12.06 (14)
m1	2.47	1.94	1.46	1.97	0.56	1.29	-1.28	-1.04	1.01
m2	0.59	0.21	1.33	1.42	1.61	0.11	1.12	1.32	0.73

Entre paréntesis el valor de la t. \*\*\* indica un nivel de significatividad del 1%, \*\* indica un nivel de significatividad del 5%, \* indica un nivel de significatividad del 10%.

RETARDO hace referencia a la variable dependiente retardada.  $m_i$  es el test de correlación serial de orden  $i$  en los errores en primeras diferencias, que se distribuye como una  $N(0,1)$  bajo la hipótesis nula de no correlación. Sargan es el test de sobreidentificación de los instrumentos y se distribuye como una chi-cuadrado (sus grados de libertad figuran entre paréntesis). Las variables dummy temporales se han incluido en el análisis pero no se muestran en las tablas.

En resumen, tal y como propone la hipótesis 3, las operaciones de adquisición entre las entidades de crédito europeas mejoran la cuota de mercado de las adquirentes. Por el contrario, las adquiridas perderían cuota de mercado en depósitos y no sufrirían variación alguna en la de activos o préstamos. A su vez las entidades que han participado en fusiones no sufren alteración alguna de su cuota de mercado.

Por lo que respecta a las variables de control significativas, POB ejerce una influencia positiva en el análisis de la cuota de activo de las cajas de ahorro, lo que reflejaría que en los mercados con mayor tamaño es más fácil ganar cuota de mercado. ESCALA, afecta de forma negativa a la cuota de activo en el análisis de las cajas y a la cuota de depósitos en el análisis de los bancos, lo que indica que las economías de escala contribuyen a aumentar la cuota de mercado en esos casos. Por su parte, la variable CAPITAL ejerce una influencia negativa en la cuota de depósitos de las cajas y las cooperativas, CREDOMES positiva en la cuota de mercado de préstamos, tanto en el análisis general como en el de los bancos. Finalmente, CRECI afectaría negativamente a la cuota de mercado de depósitos de las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito.

## 5. CONCLUSIONES

En general, la literatura financiera no ha encontrado que las fusiones y adquisiciones bancarias conduzcan en la mayoría de los casos a ganancias destacadas. A pesar de lo cual, en la última década se ha producido a nivel mundial un incremento sin precedentes de este tipo de operaciones. La nueva situación parece estar relacionada con los cambios que han tenido lugar en los sistemas financieros, los cuales pueden haber alterado las ganancias derivadas de las fusiones y adquisiciones.

Con objeto de evaluar ese nuevo contexto, hemos realizado un análisis de las consecuencias que las fusiones y adquisiciones tienen en las entidades de crédito de la Europa Continental entre 1993 y 2000 mediante una metodología de datos de panel dinámicos. Y con ello, pretendemos aportar nuevas evidencias al debate sobre la conveniencia de este tipo de operaciones, y ayudar a los directivos bancarios y a las autoridades competentes en la toma de sus decisiones en esta materia.

Los resultados obtenidos muestran que las fusiones y adquisiciones mejoran, en términos generales, la rentabilidad de las entidades adquiridas, pero apenas tienen efecto en la de las adquirentes y en la de las que participan en fusiones. En cualquier caso, los incrementos en la rentabilidad de las entidades adquiridas son mayores a largo plazo, probablemente debido a que tras una operación surgen problemas organizativos y conflictos internos derivados del propio proceso de integración que se van resolviendo con el tiempo. Asimismo, las mejoras en la ROE son sensiblemente superiores a las de la ROA. Sin embargo, los resultados obtenidos en el análisis realizado para la muestra completa no se confirman cuando estudiamos por un lado la banca comercial y por otro las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, puesto que no se aprecian mejoras en la rentabilidad.

Por otra parte, los resultados obtenidos permiten concluir que las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito europeas no contribuyen a mejorar la eficiencia y que las reducciones de costes que originan son escasas y se limitarían a las entidades adquiridas. Así, únicamente se aprecian reducciones en los costes totales y operativos en el caso de las entidades adquiridas, no así en las adquirentes o en las que participan en fusiones. En cualquier caso, las reducciones en las adquiridas son de escasa cuantía y se producirían a

partir del segundo o tercer año, una vez que se ha superado la fase de integración de las entidades.

El escaso impacto de las fusiones y adquisiciones en los costes o la eficiencia puede deberse a la rigidez que presentan los mercados laborales europeos. Así, la legislación laboral de muchos países, no permite la realización de reajustes de personal que conduzcan al despido de un número relativamente elevado de trabajadores, por lo que se debe recurrir a las prejubilaciones y a una menor contratación para reducir los costes, lo que limita y retrasa las ganancias que se pueden obtener, por ejemplo, a través del cierre de oficinas solapadas geográficamente (Templeton y Clark, 2001).

Por su parte, la cuota de mercado de las entidades adquirentes mejora tras la operación, siendo este efecto más importante cuantos más años han transcurrido desde la misma. Los resultados que hemos obtenido en el análisis de los costes, nos sugieren que, la razón de este incremento en la cuota de mercado de las adquirentes no se encontraría en mejoras de la eficiencia que posibilitarían una bajada de precios, sino más bien en un aumento de la visibilidad de las entidades y en las ventas cruzadas de productos. Las entidades adquiridas, a su vez, sufren una disminución en la cuota de mercado de depósitos lo que se puede deber a que experimentan un cambio en las actividades que desarrollan (Peek *et al.*, 1999), o también a que parte de su negocio es absorbido por las adquirentes (Keeton, 1996).

En definitiva, los resultados obtenidos no parecen confirmar que los cambios que se han producido en los sistemas financieros contribuyan a incrementar las ganancias en términos de rentabilidad o costes. Por ello, no es posible descartar que ciertas fusiones y adquisiciones estén motivadas por la búsqueda de objetivos privados por parte de los directivos. En este sentido, puede ser conveniente mejorar los mecanismos de control corporativo, aumentando la transparencia en la toma de decisiones, para que las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito generen valor.

Por otra parte, como comenta Boot (1999), en Europa los gobiernos han alentado las operaciones entre entidades de crédito nacionales para evitar las adquisiciones por parte de instituciones extranjeras o para crear campeones nacionales capaces de competir en toda la Unión Europea. Los resultados del trabajo que hemos realizado sugieren que estas actuaciones pueden haber limitado las ganancias derivadas de las fusiones y adquisiciones, ya que se basarían más en criterios políticos que económicos. En este sentido, desde hace varios años la Comisión Europea ha planteado la necesidad de reformar la legislación europea sobre fusiones y adquisiciones bancarias, recogida en la Directiva 2000/12/CE, con objeto de aumentar la armonización para lograr un mercado bancario único, así como para reducir la injerencia de los gobiernos de los países miembros, que de hecho disponen implícitamente de un derecho de veto en esta materia, que han empleado en numerosas ocasiones.

Finalmente, los resultados obtenidos en este trabajo plantean la necesidad de continuar profundizando en el estudio de los resultados de las fusiones y adquisiciones. En particular, parece interesante analizar el efecto que estas operaciones tienen en el negocio desarrollado por las entidades de crédito. Así, Peek *et al.*, (1999) encuentran que, en Estados Unidos, las entidades que son adquiridas por otras extranjeras tienden a experimentar grandes cambios en las actividades que desarrollan. Por otra parte, varios trabajos han encontrado que la realización de fusiones y adquisiciones reduce la proporción de créditos destinados a las Pymes (Berger *et al.*, 1998; Jayaratne y Wolken, 1999).

**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Akhavain, J.D., Berger, A.N. y D.B. Humphrey (1997): "The effects of bank megamergers on efficiency and prices: Evidence from the profit function", *Review of Industrial Organization*, vol. 12, 95-139.
- Arellano, M. y S. Bond (1991): "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations?", *Review of Economic Studies*, vol. 58, 277-297.
- Beitel, P., Schiereck, D. y M. Wahrenburg (2004): "Explaining M&A success in European banks, *European Financial Management*", vol. 10, iss. 1, 109-139.
- Benston, G.J., Hunter, W.C. y L.D. Wall (1995): "Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 27, iss. 3, 777-788.
- Berger, A.N. (1995): "The profit-structure relationship in banking - Tests of market- power and efficient-structure hypotheses", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 27, iss. 2, 404-431.
- Berger, A.N. (1998): "The efficiency effects of bank mergers and acquisitions: a preliminary look at the 1990s data", en: Amihud y Miller (eds.), *In Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic, Dordrecht.
- Berger, A.N., Clarke, G.R.G., Cull, R., Klapper, L. y G.F. Udell (2005): "Corporate governance and bank performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, 2179-2221.
- Berger, A.N., Demsetz, R.S. y P.E. Strahan (1999): "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, 135-194.
- Berger, A.N., Deyoung, R., Genay, H. y G.F. Udell (2000): "The globalisation of financial institutions: evidence from cross-border banking performance", en Litan y Santomero (eds.), *Brooking-Wharton Papers on Financial Services-3*, Brooking Institution Press, Washington, D.C.
- Berger, A.N. y D.B. Humphrey (1992): "Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defence", *Antitrust Bulletin*, vol. 37, 541-600.
- Berger, A.N., Saunders, A., Scalise, J.M. y G. F. Udell (1998): "The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending", *Journal of Financial Economics*, vol. 50, iss. 2, 187-229.
- Boot, A.W.A. (1999): "European lessons on consolidation in banking", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, 609-613.
- Buch, C.M. y G. DeLong (2004): "Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, iss. 9, 2077-2102.
- Calomiris, C.W. y J. Karceski (1998): "Is the bank mergers wave of the 1990s efficient? Lessons from nine case studies", en Kaplan (ed.), *Mergers and Productivity*, University of Chicago Press, Chicago.
- Carbó, S., Humphrey, D.B. y F. Rodríguez (2003): "Bank deregulation is better than mergers", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 13, iss. 5, 429-449.
- Carbó, S. y D.B. Humphrey (2004): "Predicted and actual costs from individual bank mergers", *Journal of Economics and Business*, vol. 56, iss. 2, 137-157.
- Cavallo, L. y S.P.S. Rossi (2001): "Scale and scope economies in the European banking systems", *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 11, 515-531.

- Contreras, P.L. y F. Pampillón (2002): "Efectos sobre la eficiencia operativa de las fusiones bancarias de los noventa en España", Cuadernos de Información Económica, no. 171, 105-117.
- Cornett, M.M. y H. Tehranian (1992): "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions", Journal of Financial Economics, vol. 31, 273-295.
- Corvoisier, S. y R. Gropp (2002): "Bank concentration and retail interest rates", Journal of Banking & Finance, vol. 26, iss. 11, 2155-2189.
- Cuervo, A. (1999): "Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos no explícitos como determinantes del éxito", Economistas, no. 82, 20-31.
- Cuesta, R.A. y L. Orea (2002): "Mergers and technical efficiency in Spanish savings banks: A stochastic distance function approach", Journal of Banking & Finance, vol. 26, iss. 12, 2231-2247.
- Cybo-Ottone, A. y M. Murgia (2000): "Mergers and shareholder wealth in European banking", Journal of Banking and Finance, vol. 24, 831-859.
- Cyree, K.B., Wansley, J.W. y H.A. Black (2000): "Determinants of bank growth choices", Journal of Banking and Finance, vol. 24, 709-734.
- Demsetz, H. (1973): "Industry structure market rivalry, and public policy", Journal of Law and Economics, vol. 16, 1-9.
- Deyoung, R. (1993): "Determinants of cost efficiencies in bank mergers", Washington Office of the Comptroller of the Currency Economic and Policy Analysis Working Paper, 93-1.
- Díaz, B., García, M. y S. Sanfilippo (2004): "Bank Acquisitions and Performance: Evidence from a Panel of European Credit Entities", Journal of Economics and Business, vol. 56, iss. 5, 377-404.
- Dickerson, A.P., Gibson, H.D. y E. Tsakalotos (1997): "The impact of acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms", Oxford Economic Papers, no. 49, 344-361.
- Dietsch, M. y A. Lozano-Vivas (2000): "How the environment determines banking efficiency: A comparison between French and Spanish industries", Journal of Banking & Finance, vol. 24, iss. 6, 985-1004.
- Donaldson, G. y J.W. Lorsch (1983): Decision Making at the Top. The Shaping of Strategic Direction, Basic Books, New York.
- Focarelli, D., Panetta, F. y C. Salleo (2002): "Why do banks merge?", Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 34, iss. 4, 1047-1066.
- Focarelli, D. y A.F. Pozzolo (2001): "The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries", Journal of Banking and Finance, vol. 25, 2305-2337.
- Franks, J.R. y C. Mayer (1990): "Corporate ownership and corporate control: A study of France, Germany and the U.K.", Economic Policy, vol. 1, 189-231.
- Fuentes, I. (2003): "Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España", Boletín Económico, Julio-agosto 2003, Banco de España, 71-78.
- Fuentes, I. y T. Sastre (1999): "Mergers and acquisitions in the Spanish banking industry: Some empirical evidence", Banco de España, Documentos de Trabajo, no. 9924.
- Group Of Ten (2001): "Report on consolidation in the financial sector", www.bis.org.
- Hadlock, C., Houston, J. y M. Ryngaert (1999): "The role of managerial incentives in bank acquisitions", Journal of Banking & Finance, vol. 23, iss. 2-4, 221-249.
- Hannan, T.H. y S.A. Rhoades (1987): "Acquisition targets and motives: The case of the banking industry", The Review of Economics and Statistics, vol. 69, iss. 1, 67-74.
- Haynes, M. y S. Thompson (2005): "Mergers and Market Share: Evidence from the UK Financial Mutual Sector". 32nd Conference of the European Association for Research in Industrial Economics (Porto / Portugal).

- Houston, J.F., James, C.M. y M.D. Ryngaert (2001): "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 285-331.
- Houston, J.F. y M.D. Ryngaert (1994): "The overall gains from large bank mergers", *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, 1155-1176.
- Hughes, J.P., Mester, L.J. y C.G. Moon (2001): "Are scale economies in banking elusive or illusive? Evidence obtained by incorporating capital structure and risk-taking into models of bank production", *Journal of Banking & Finance*, vol. 25, iss. 12, 2169-2208.
- Jackson, R. y A. Gart (1999): "Determinants and non-determinants of bank merger premiums", *The Mid - Atlantic Journal of Business*, vol. 35, iss. 4, 149-157.
- Jayarathne, J. y J. Wolken (1999): "How important are small banks to small business lending?: New evidence from a survey of small firms", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, 427-458.
- Jensen, M. (1986): "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *The American Economic Review*, vol. 76, iss. 2, 71-92.
- Keeton, W.R. (1996): "Do bank mergers reduce lending to businesses and farmers? New evidence from tenth district states", *Economic Review (Federal Reserve Bank of Kansas)*, Third Quarter, 63-75.
- Laderman, E.S. (1993): "Determinants of bank versus nonbank competitiveness in short-term business lending", *Economic Review (Federal Reserve Bank of San Francisco)*, vol. 2, 17-32.
- Lambson, V.E. (1987): "Is the concentration profit correlation partly a artifact on lumpy technology?", *American Economic Review*, vol. 77, 731-733.
- Linder, J.C. y D.B. Crane (1993): "Bank mergers: Integration and profitability", *Journal of Financial Services Research*, vol. 7, 274-282.
- Lozano, A., Pastor, J. y J.M. Pastor (2002): "An Efficiency Comparison of European Banking Systems Operating under Different Environmental Conditions", *Journal of Productivity Analysis*, vol. 18, no. 1, 59 - 77.
- Magri, S., Mori, A. y P. Rossi (2005): "The entry and the activity level of foreign banks in Italy: An analysis of the determinants", *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, iss 5, 1295-1310.
- Martínez, A. (1998): "Las fusiones de cajas españolas: un estudio empírico", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 27, no. 97, 1061-1093.
- Maudos, J., Pastor, J.M., Pérez, F. y J. Quesada (2002): "Cost and profit efficiency in European banks", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 12, iss. 1, 33-58.
- Monclús, R. (1997): "Las fusiones de cajas ahorros desde una perspectiva de rentabilidad, productividad y estructura patrimonial", *Actualidad Financiera*, no.8, 35-45.
- Morck, R., Shleifer, A. y R.W. Vishny (1990): "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance*, vol. 45, no. 1, 31-48.
- Mueller, D.C. (1985): "Mergers and Market Share", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67(2), 259-67.
- Peek, J., Rosengren, S. y F. Kasirye (1999): "The poor performance of foreign bank subsidiaries: Were the problems acquired or created?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, 579-604.
- Peristiani, S. (1997): "Do mergers improve the x-efficiency and scale efficiency of U.S. Banks? Evidence from the 1980s", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, no. 3, 326-337.

- Pilloff, S.J. (1996): "Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institution", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 28, no. 3, 294-310.
- Pilloff, S.J. y A.M. Santomero (1998): "The value effects of bank mergers and acquisitions", en: Amihud y Miller (eds.), *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic, Dordrecht.
- Rajan, R.G. (1996): "The entry of commercial banks into the securities business: A selective survey of theories", en Saunders y Walter (ed.), *Universal Bank*, Irwin. New York.
- Raymond, J.L. (1994): "Fusiones en el sector de cajas de ahorros y economías de escala", *Perspectivas del Sistema Financiero*, no. 48, 90-97.
- Revell, J. (1988): "Las fusiones y el papel de los grandes bancos", *Papeles de Economía Española*, no.36, 90-112.
- Rhoades, S.A. (1993): "Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers", *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, iss. 2-3, 411-422.
- Rhoades, S.A. (1994): "A summary of mergers performance studies in banking, 1980-93, and an assessment of the 'operating performance' and 'event study' methodologies", *Board of Governors of the Federal Reserve System Studies*.
- Rhoades, S.A. (1995): "Market share, inequality, the HHI and other measures of the firm-corporation of a market review of industrial organization", *Review of Industrial Organization*, vol. 10, 657-674.
- Rhoades, S.A. (1996): "Competition and bank mergers: Directions for analysis from available evidence", *Antitrust Bulletin*, vol. 41, iss. 2, 339-364.
- Rhoades, S.A. (1998): "The efficiency effects of bank mergers: An overview of cases studies of nine mergers", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, iss. 3, 273-291.
- Rose, J.T. (1982): "Bank Holding Company Affiliation and Market Share Performance", *Journal of Monetary Economics*, vol. 9, iss. 1, 109-119.
- Rose, P.S. (1992): "Interstate banking: Performance, market share, and market concentration", *Antitrust Bulletin*, vol. 37, iss. 3, 601-630.
- Rose, P.S. (1999): "The local and statewide market-share advantages of interstate banking firms", *Antitrust Bulletin*, vol. 44, no. 2, 285-312.
- Sanfilippo, S., Díaz, B., García, M. y B. Torre (2005): "Análisis de la rentabilidad obtenida por las entidades de crédito en las adquisiciones nacionales y transfronterizas", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LX, no. 185, 307-331.
- Santos, M.V. y M.P. Pérez (1999): "Las cajas de ahorro fusionadas: comportamiento financiero y resultados", *Dirección y Organización. Revista de Dirección, Organización y Administración de Empresas*, no. 21, 44-57.
- Scharfstein, D.S. y J. C. Stein (1990): "Herd behavior and Investment", *The American Economic Review*, vol. 81, no. 3, 465-479.
- Shleifer, A. y W.R. Vishny (1997): "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, 737-783.
- Spindt, P.A. y V. Tarhan (1991): "Are There Synergies in Bank Mergers?", *Tulane University*, New Orleans.
- Srinivasan, A. y L.D. Wall (1992): "Cost savings associated with bank mergers", *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper*, no. 92-2.
- Stiroh, K. y J. Poole (2000): "Explaining the rising concentration of banking assets in the 1990s", *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 6, no. 9, 1-6.
- Templeton, W. y R. Clark (2001): "European banking after the Euro: Progress and problems", *Managerial Finance*, vol. 27, iss. 9, 21-31.

*Consecuencias de las fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito de Europa Continental*

- Vander Vennet, R. (1996): "The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions", *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, 1531-1558.
- Vander Vennet, R. (2002): "Cost and profit efficiency of financial conglomerates and universal banks in Europe", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 34, iss. 1, 254-282.
- Vester, J. (2002): "Lessons learned about integrating acquisitions", *Research Technology Management*, vol. 45, iss. 3, 33-41.
- Worthington, A.C. (2004): "Determinants of merger and acquisition activity in Australian cooperative deposit-taking institutions", *Journal of Business Research*, vol. 57, iss. 1, 47-57.