

Las fusiones y adquisiciones empresariales vistas por los mercados de capitales: un panorama sobre la creación de valor para los accionistas*

Autor: Pablo Sánchez Lorda
Dpto. Administración de Empresas y Contabilidad
Universidad de Oviedo

Resumen

En este trabajo se presenta un panorama de los principales estudios empíricos que han analizado la rentabilidad anormal que obtienen las empresas implicadas en procesos de fusión o adquisición. En concreto, se sistematizan los principales resultados alcanzados en la literatura previa, señalando las oportunidades de investigación que surgen asociadas a los resultados no concluyentes.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones; rentabilidad anormal; estudio de acontecimientos, panorama

Abstract

In this work a review of the main empirical studies that have analyzed the abnormal returns obtained by the companies implied in merger or acquisition processes is presented. Specifically, the main results found in the previous literature are system-

* El autor agradece los comentarios recibidos del profesor Esteban García Canal, así como el apoyo financiero de la Unión Europea (FEDER) y del Ministerio de Ciencia y Tecnología (Proyecto SEC 2003-08069).

atized, pointing out the research opportunities that arise associated to the non-conclusive results.

Key words: mergers and acquisitions, abnormal returns, event study, review

Recibido: 21.02.2006

Aceptado: 08.03.2006

I. Introducción

La metodología del estudio de acontecimientos viene siendo cada vez más utilizada en el campo de la dirección de empresas (McWilliams y Siegel, 1997). Una de las principales ventajas de esta metodología es que consigue aproximar la repercusión de una decisión empresarial concreta —o de cualquier suceso en general— sobre el precio de las acciones de una compañía. En este sentido, cabe destacar que las fusiones y adquisiciones —en adelante F&A— han sido decisiones empresariales analizadas utilizando esta metodología, siendo uno de los tipos de decisiones que más estudios de acontecimientos ha motivado y sigue motivando (McWilliams y Siegel, 1997). No obstante, pese al elevado número de estudios que han analizado la reacción del mercado de capitales ante las F&As, esta línea no puede considerarse cerrada pues existen resultados contradictorios y/o que exigen de nuevos trabajos empíricos.

En este trabajo se presenta un panorama de los principales estudios empíricos que se han realizado en esta línea de investigación hasta el momento, con el fin de sistematizar las conclusiones que se derivan de estos trabajos y las oportunidades de investigación que surgen asociadas a los resultados no concluyentes en este campo. La labor de revisión se centrará principalmente en los trabajos que han analizado la reacción del precio de las acciones de las empresas que participan en F&As.

El trabajo se estructura como sigue. La siguiente sección revisa las argumentaciones teóricas utilizadas en los trabajos que han tratado de explicar la reacción del mercado de capitales ante la formación de F&As. Posteriormente, se sistematizan los resultados obtenidos en esta línea de estudio, identificando las oportunidades de investigación puntuales que existen. El trabajo finaliza presentando diversas ideas para futuras investigaciones que surgen del análisis de las F&As.

II. Aproximaciones teóricas al estudio de las combinaciones empresariales

En la Tabla 1 se recogen los enfoques teóricos que se han utilizado para tratar de explicar la reacción del mercado de capitales ante la realización de F&As. Asimismo, esta tabla también presenta los argumentos desarrollados para explicar dicha reacción.

Tabla 1: Aproximaciones teóricas al estudio de las F&As

Nombre de la Teoría	Estudios empíricos representativos	Hipótesis sobre la reacción del mercado
Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976)	Mercado de control corporativo (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Ruback, 1983) Amihud et al. (1990); Travlos y Waegelein (1992); Song y Walking (1993); Subrahmanyam et al. (1997); Suk y Sung (1997); Shelton (2000)	Las acciones de una empresa adquirida en una operación destinada a reemplazar a directivos ineficientes experimentarán una reacción positiva
	Flujos de caja discretos (Jensen, 1986)	La existencia de flujos de caja discretos unida a las oportunidades de inversión existentes explica la reacción del mercado de capitales ante el anuncio de una adquisición
	Estructura de propiedad (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983; Morck et al., 1990) Jarrell y Poulsen (1987); Stulz et al. (1990); Song y Walking (1993); Subrahmanyam et al. (1997); Suk y Sung (1997); Shelton (2000); Cornett et al. (2003)	Una mayor propiedad directiva puede reducir los problemas de agencia, ya que los intereses de los directivos pueden estar más alineados con los de los accionistas
Asimetría Informativa (Akerlof, 1970; Myers y Majluf, 1984)	Bradley et al. (1988); Amihud et al. (1990); Cornett y De (1991); Travlos y Waegelein (1992); Dewenter (1995); Suk y Sung (1997); Emery y Switzer (1999); Eckbo y Thorburn (2000); Leeth y Borg (2000); Shelton (2000)	La mayor información que los directivos de la empresa adquirente posean sobre el valor de la empresa adquirida y de la propia adquirente influye sobre la reacción de los mercados y sobre distintas decisiones tomadas dentro del propio proceso de adquisición
Teoría de Sinergias (Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987)	Lubatkin (1987); Singh y Montgomery (1987); Seth (1990); Datta y Puia (1995); Brooks et al. (2000); DeLong (2001)	Las F&As influirán positivamente sobre el valor de mercado de las empresas cuando éstas aumenten su poder de mercado.
Teoría de la Organización Industrial (Bain, 1956)	Eckbo (1983, 1985); Chatterjee (1991)	Las F&As conducirán a un aumento en el precio de las acciones de las empresas que las emprenden cuando permitan la explotación de sinergias
Teorías Organizativas (Buono et al., 1985; Jemison y Sitkin, 1986)	Datta y Puia (1995); Very et al. (1997); Frame y Lastrapes (1998); Delios y Beamish (1999); Rad y Beek (1999); Eckbo y Thorburn (2000); Pantzalis y Kohers (2000); DeLong (2001)	Las diferencias entre las características organizativas de las empresas y el contexto cultural en el que se encuentran afectarán al resultado de una F&A
Teoría de Costes de Transacción (Coase, 1937; Williamson, 1975)	Internalización (Buckley y Casson, 1976; Hennart, 1982) Doukas y Travlos (1988); Moreck y Yeung (1992); Hubbard y Palia (1999); Pantzalis y Kohers (2000)	Las F&As crearán más valor cuando el adquirente aporte activos intangibles valiosos a la empresa adquirida que aumenten su rentabilidad

El enfoque más utilizado para el estudio de las F&As ha sido el de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976). Este enfoque analiza estos procesos desde el prisma de los conflictos de intereses asociados a la separación entre la propiedad y el control de las empresas. De este modo, una buena parte de la literatura se ha dedicado a analizar cómo las F&As pueden llegar a ser medios a disposición de los directivos profesionales para la obtención de beneficios privados asociados al crecimiento de la empresa —como poder o prestigio— a costa de los intereses de los accionistas. En este sentido, se espera que cuanto mayores sean los flujos de caja discrecionales —aquellos que se obtienen en exceso sobre los requeridos para financiar todos los proyectos rentables de inversión (Jensen, 1986)— mayores sean los incentivos para acometer este tipo de procesos y, por lo tanto, menor sea la rentabilidad anormal obtenida por el adquirente. No obstante, no siempre se presupone un efecto negativo de las adquisiciones, pues éstas —como ya había apuntado Manne (1965) inicialmente— pueden ser el resultado de la actuación del mercado de control corporativo. De este modo, empresas controladas por directivos ineficientes o negligentes pueden ser objeto de adquisición por parte de otras empresas que reemplacen a los equipos directivos y aumenten su potencial de obtener beneficios (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Ruback, 1983). Finalmente, algunos trabajos (Subrahmanyam *et al.* 1997; Suk y Sung, 1997; Shelton, 2000) analizan el impacto que la estructura de propiedad de las empresas ejerce en la rentabilidad anormal. En este sentido, el incremento de capital en manos de los directivos puede llevar a una reducción de los problemas de agencia, ya que los intereses de dichos directivos pueden estar más alineados con los de los accionistas, de modo que las F&As podrían ser beneficiosas para los accionistas de la empresa compradora.

Un segundo bloque de trabajos ha tratado de explicar la reacción del mercado de capitales a partir de las posibles asimetrías informativas (Akerlof, 1970; Myers y Majluf, 1984) existentes entre las entidades implicadas en F&As. Un problema crucial que se plantea es el de la valoración de los activos de ambas compañías, valoración que se hace más difícil cuando existe información asimétrica, la cual podría conducir a transferencias de riqueza de los accionistas de unas compañías a otras. Esta asimetría de información haría preferible formas de combinación empresarial alternativas a las F&As, como es el caso de las joint ventures —este es el planteamiento del trabajo de Balakrishnan y Koza (1993). No obstante, la forma en la que se financien las F&As y la propia estructuración de la operación podría reducir el efecto negativo de la existencia de tales asimetrías (Datta *et al.*, 1992; Travlos y Waagelein, 1992). Así, Myers y Majluf (1984) relacionan la forma en que se financia una adquisición y la presencia de asimetría de información. La financiación en efectivo de una adquisición indica que se posee una ventaja informativa sobre el valor real de la empresa adquirida, mientras que la financiación por medio de acciones indica una mayor incertidumbre sobre dicho valor (Carow, *et al.*, 2004).

Dentro del enfoque de Asimetría Informativa podríamos situar lo que Roll (1986) denominó Hipótesis Hubris de las adquisiciones. Según esta hipótesis las ren-

tabilidades anormales negativas que obtiene la empresa adquirente se deben a que los directivos cometen errores al evaluar las empresas objetivo —normalmente debido a que hay una sobrevaloración de las ganancias de eficiencia que puede experimentar la empresa objetivo una vez adquirida—, de forma que la prima pagada simplemente reflejaría dicho error. Cuanto mayor sea la información que los directivos posean sobre las demás entidades implicadas en la operación, menor será el error de valoración cometido y se reducirá así la mera transmisión de riqueza de los accionistas de la empresa adquirente hacia los de la adquirida. Esta hipótesis, no obstante, apenas ha sido tratada por trabajos que hayan utilizado metodología de acontecimientos. Como excepción cabría citar a Morck *et al.* (1990), Seth *et al.* (2000) y Fernández y Baixauli (2003). Mientras que Seth *et al.* (2000) concluyen que esta hipótesis coexiste con la Teoría de Sinergias —que se expone a continuación— a la hora de explicar adquisiciones valoradas positivamente por el mercado, Fernández y Baixauli (2003) encuentran que las adquisiciones que generan rentabilidades anormales positivas tienen tras de sí una clara motivación de explotación de sinergias. Sin embargo, las F&As que generan rentabilidades negativas parecen tener motivaciones más próximas a la hipótesis Hubris.

Un tercer enfoque utilizado es lo que diversos autores han venido a denominar como Teoría de Sinergias (Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987; Singh y Montgomery, 1987). Desde este enfoque se defiende que la razón que justifica las combinaciones empresariales es el aprovechamiento de las complementariedades —sinergias— existentes entre las empresas. Según estos autores las sinergias existen cuando el valor conjunto de las entidades implicadas en un proceso de fusión excede la suma de los valores individuales de cada una de ellas, pudiendo estar su origen en incrementos en la eficiencia operativa, en el poder de mercado¹ o en otro tipo de ganancias financieras (Singh y Montgomery, 1987; Seth, 1990). Estas sinergias podrían explicar que tanto la empresa adquirente como la adquirida pudieran experimentar una rentabilidad anormal en un proceso de F&A, pues si una empresa obtuviese la misma rentabilidad de la empresa adquirida que la que ésta tenía cuando era una entidad independiente y pagase por ella su precio real, el efecto sobre el valor de sus acciones sería nulo.

Desde la Teoría de la Organización Industrial (Scherer, 1980), las F&As han sido tradicionalmente consideradas como mecanismos que permiten aumentar a las

¹ Desde un punto de vista teórico sería cuestionable hablar de creación neta de valor ligada al incremento del poder de mercado. En este caso lo que podría darse sería una transmisión de riqueza desde otros sujetos implicados —clientes, potenciales competidores— hacia los accionistas de las empresas implicadas en el proceso, no existiendo, por tanto, tal creación neta de valor. Los aspectos relacionados con la búsqueda del poder de mercado, por otro lado, han sido analizados específicamente desde la Teoría de la Organización Industrial —que se expone a continuación. En realidad, el llamado Enfoque de Sinergias es el que tiene menos entidad como cuerpo teórico, puesto que no establece con precisión cuáles son las causas y consecuencias de la creación de valor asociadas a esas sinergias.

empresas su poder de mercado. Diversos trabajos han recogido este planteamiento, aunque los estudios empíricos se han enfrentado al problema de que resulta difícil diferenciar las ganancias derivadas de un aumento de la eficiencia de las derivadas de un aumento del poder de mercado. Por ello, algunos trabajos, a los que se hará referencia en la última parte de este artículo, han centrado su atención en analizar la repercusión de las F&As en los precios de las acciones de otras empresas rivales.

Otro bloque de trabajos utiliza argumentos derivados de la Teoría de la Organización. Estos trabajos tratan de analizar en qué medida las diferencias entre las características organizativas de las empresas pueden obstaculizar la realización de las sinergias potenciales asociadas a los procesos de F&A (Buono *et al.*, 1985; Jemison y Sitkin, 1986). En concreto, se espera que las diferencias entre las culturas corporativas o las culturas nacionales de las empresas tengan un efecto negativo sobre la rentabilidad anormal ante anuncios de F&As. Son numerosos los trabajos que analizan el efecto del “encaje estratégico” y/o del “encaje cultural” de las empresas implicadas en una F&A sobre el valor generado por ésta. A modo de ejemplo, Chatterjee *et al.* (1992), Datta y Puia (1995) o Very *et al.* (1997), entre otros, encuentran un efecto negativo de la distancia cultural entre las empresas que se unen mediante F&As y la rentabilidad anormal obtenida en estos procesos.

Un último enfoque teórico utilizado es el de la Teoría de Costes de Transacción (Coase, 1937; Williamson, 1975; Hennart, 1982). Desde este enfoque se puede argumentar que las F&As crean valor internalizando mercados, y posibilitando combinaciones de recursos que no se pueden conseguir a través del mercado. El único trabajo que ha recogido este planteamiento para analizar la reacción del mercado de capitales ante F&As es el de Morck y Yeung (1992), que ha presentado este argumento para las adquisiciones internacionales. En este caso se espera que el mercado reaccione de forma positiva cuando las F&As son llevadas a cabo por empresas con activos intangibles valiosos que pretenden explotar en las empresas adquiridas. En relación con esta teoría cabe señalar por último que, pese a que la integración vertical ha sido el problema paradigmático que ha suscitado el desarrollo de la Teoría de Costes de Transacción, apenas ha sido analizado cómo influyen los ahorros en dichos costes sobre la rentabilidad anormal de las empresas que se integran verticalmente mediante F&As.

III. Evidencias empíricas acerca de la reacción de los mercados ante F&As

III.1. Efectos sobre la rentabilidad de los accionistas

El primer impulso dado al estudio empírico de la reacción del mercado de capitales ante las F&As es el trabajo de Manne (1965). Su contribución, aunque es teórica —pues se limita a presentar dos hipótesis alternativas sobre la creación de valor asociada a las F&As—, señala que el estudio de la reacción del mercado de capitales tanto para la empresa adquirente como para la adquirida puede arrojar luz sobre el

efecto neto de la operación. A partir de este trabajo —y de la introducción de la metodología apropiada para el cálculo de la rentabilidad anormal (Fama *et al.*, 1969; Fama, 1970)— se empiezan a suceder numerosos trabajos que tratan clarificar el efecto real de las F&As sobre la riqueza de los accionistas. La Tabla 2 sistematiza los resultados de los principales trabajos realizados tanto a escala internacional como para el caso de empresas españolas. En la tabla se presentan separadamente los efectos estimados para la empresa adquirente, la adquirida así como sobre el conjunto de las empresas —a través de la creación de carteras ponderadas de acciones (Bradley *et al.*, 1988).

Como puede observarse en la Tabla 2, la inmensa mayoría de los estudios de acontecimientos que han analizado el impacto de una F&A sobre el valor de mercado de las empresas implicadas detectan un efecto positivo y significativo claro en las acciones de las empresas adquiridas. En concreto, en más del 40% de los estudios que analizan dicho efecto, éste supera el 20%. Asimismo, doce de los catorce trabajos que evalúan el efecto de este tipo de anuncios sobre la rentabilidad conjunta de las acciones de las empresas involucradas encuentran una influencia positiva y significativa. No obstante, no existe una evidencia tan clara respecto de las acciones de la empresa adquirente. Así, mientras un 42% de los trabajos analizados encuentran un efecto positivo y significativo en torno a los días del anuncio de una F&A, aproximadamente un 29% de ellos detectan el efecto contrario. El 29% restante de dichos trabajos no encuentra un efecto estadísticamente distinto de cero —entre estos estudios el signo del efecto se reparte al 50%, aproximadamente.

Así pues, mientras que los estudios de acontecimientos realizados muestran un efecto muy claro de este tipo de operaciones sobre la empresa adquirida —y que se explicaría por la prima que exigen los accionistas para vender sus acciones—, no hay resultados concluyentes para la empresa adquirente. Esta falta de resultados concluyentes en realidad no es una sorpresa si tenemos en cuenta las diferentes motivaciones que subyacen a los procesos de F&A y que las teorías antes comentadas ponen de manifiesto. En efecto, existen muchas razones para emprender un proceso de F&A y no todas benefician por igual a la empresa que inicia el proceso. En este sentido, los estudios que han tratado de aislar el efecto de los factores determinantes en la rentabilidad anormal de las empresas participantes nos permiten clarificar las claves de la rentabilidad anormal asociadas a los procesos de fusión.

Tabla 2: Rentabilidades anormales asociadas a las F&As

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR ^a adquirente	CAR ^a adquirida	CAR ^a conjunto
Mandelker (1974)	1941-1962	252	CAR (-7,-1). Datos mensuales.	1,4	14***	***
Dodd y Ruback (1977)	1958-1977	172	AR† (0). Datos mensuales.	2,83**	20,58***	***
Bradley (1980)	1962-1977	134 adquirentes 258 adquiridas	CAR (-20,20)	4,36***	32,18***	***
Dodd (1980)	1970-1977	60 adquirentes 71 adquiridas	CAR (-10,10)	-7,22**	33,96***	***
Jarrell y Bradley (1980)	1962-1977	88 adquirentes 147 adquiridas	CAR (-40,20)	6,66***	34,06***	***
Bradley, Desai y Kim (1982)	1962-1980	161	CAR (-10,10)	2,35***	31,8***	***
Ruback (1983)	1962-1981	48	CAR (-5,0)	-0,38	---	---
Jarrell y Poulsen (1987)	1962-1985	663	CAR (-10,5)	2,04**	30***	---
Lubatkin (1987)	1948-1979	315 adquirentes 340 adquiridas	CAR para varios intervalos.	8,4***//(-1,9)/4,3//12,5*** _a -0,5//(-1)/-2,5//1,0 _b	17,6***//16,5***//14,4*** //27,7*** _a	---
Singh y Montgomery (1987)	1975-1980	77	CAR (-5,25)	-0,6//1,9 ^c	35,9***//21,9*** ^c	---
Bradley, Desai y Kim (1988)	1963-1984	236	CAR (-5,5)	0,97***	31,77***	7,43***
Doukas y Travlos (1988)	1975-0983	301	AR (0)	-0,08	---	---
Amihud, Lev y Travlos (1990)	1981-1983	120	CAR (-1,0)	0,44//(-1,19**//0,06 ^d	---	---
Seth (1990)	1962-1979	102	CAR (-39,5)	---	---	9,3***
Stulz, Walking y Song (1990)	1968-1980	104	CAR (-5,5)	-0,83	39,34***	10,91**
Cornett y De (1991)	1982-1986	152 adquirentes 37 adquiridas	CAR (-1,0)	0,55***	8,1***	---
Chatterjee, Lubatkin, Schweiger y Weber (1992)	1985-1987	52	CAR (-10,5) CAR (-3,3)	-3***//6**	---	---
García y Ferrando (1992)	1980-1989	12	CAR para varios intervalos. Datos mensuales.	-4,54** ⁿ	28,51** ⁿ	---
Kyle, Strickland y Fayissa (1992)	1978-1989	24	CAR para varios intervalos	3,72*** ^e	14,47*** ^e	8,51*** ^e
Morek y Yeung (1992)	1978-1988	322	AR (0)	0,29**	---	---
Song y Walking (1993)	1977-1986	153	CAR (-5,5)	---	23,4***	---
Manzon, Shapp y Travlos (1994)	1975-1983	103	CAR (-1,0)	0,2	---	---
Markides e Itner (1994)	1975-1988	276	CAR (-1,0)	0,32*	---	---

Danbolt (1995)	1986-1991	174	CAR (-1,0). Datos mensuales.	0,44	---	---
Datta y Pua (1995)	1978-1990	112	CAR para varios intervalos.	-0,42*/-0,72*f	---	---
Donkas (1995)	1975-1989	463	CAR (-1,0)	0,41**/-0,18*	---	---
Fernández y García (1995)	1985-1992	34 adquisiciones 36 adquisidas	CAR para varios intervalos. Datos mensuales.	0,457i	3,55i***)	---
Cakici, Hessel y Tandon (1996)	1983-1992	195	CAR (0,1)	0,63***	---	---
Subrahmanyam, Rangan y Rosenstein (1997)	1982-1989	225	CAR (-1,0)	-0,63***	---	---
Suk y Sung (1997)	1974-1987	205	CAR (-5,5)	---	29,5***	---
Frame y Lastrapes (1998)	1990-1993	54 adquisiciones 19 adquisidas	CAR (-5,5)	-0,3015**	1,1832**	---
Emery y Switzer (1999)	1967-1987	347	CAR (-1,0)	0,09/-1,95**/-0,77**d	---	---
Fernández y Gómez (1999)	1988-1994	74	CAR (-5,5)	0,75	15,09***	1,98**
Hubbard y Palia (1999)	1961-1970	392	CAR (-5,5)	1,62***//0,24c	---	---
Rad y Beek (1999)	1989-1996	56 adquisiciones 17 adquisidas	CAR (-1,0)	-0,25	4,46**	---
Brooks, Feils y Sahoo (2000)	1981-1989	272	CAR (-1,0)	-0,36**/-0,31h	---	---
Chatterjee (2000)	1977-1990	25	CAR para 1, 2 y 3 años después de la compra. Datos mensuales.	-0,117/-0,187/-0,353* ⁱ	---	---
Cybo-Ortone y Murgia (2000)	1988-1997	54	CAR para varios intervalos	0,99***j	12,93***j	2,22***j
Blackburn Norris y Avres (2000)	1987-1991	116	CAR (-1,1)	-0,60***	---	---
Eckbo y Thorburn (2000)	1964-1983	1261	CAR (-12,-1). Datos mensuales.	2,37***	7,81***	---
Fernández y García (2000)	1987-1995	168 adquisiciones 378 adquisidas	CAR (-t+t) t=[1,5, 20]	-0,06/0,353/0,904n	0,787***//1,463***//3***n	---
Leeth y Bong (2000)	1919-1930	466 adquisiciones	CAR para varios intervalos. Datos mensuales.	2,43***k	15,57***k	---
Lefanowicz, Robinson y Smith (2000)	1980-1995	306	CAR (-5,5) para la adquirente CAR (-20,5) para la adquirida	-2,1	36,5	---
Pantzalis y Kohers (2000)	1992-1997	151	CAR (0,1)	1,93***	---	---
Seth, Song y Peritit (2000)	1981-1990	100	CAR (-10,10)	0,11	38,3***	7,57***
Shelton (2000)	1962-1983	199	CAR para varios intervalos.	-0,6**k	11,2***k	1***k
Song y Walking (2000)	1982-1991	141	CAR para varios intervalos	---	16,74*/21,89*f	---
Delong (2001)	1988-1995	280	CAR (-10,1)	-1,68***	16,61***	0,04
Kallunki, Larimo y Pynnönen (2001)	1985-1996	79	CAR (-1,5)	1,04**	---	---

Tabla 2: Rentabilidades anormales asociadas a las F&As

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR ⁱ adquirente	CAR ⁱ adquirida	CAR ⁱ conjunto
Uhlenbruck, Hitt y Semadeni (2001)	1995-2000	829	AR (0)	1,42***//1,16**//(-0,88)/0,28l	---	---
Wilcox, Chang y Grover (2001)	1996-1998	44	CAR (-1,0)	---	---	0,34***
Capron y Pistré (2002)	1988-1992	101	CAR (-20,1)	-0,34	---	---
Comett, Hovakimian, Pália y Tehranian (2003)	1988-1995	423	CAR para varios intervalos	-0,74**j	---	---
Fernández y Baizualdi (2003)	1990-1998	87	CAR (-5,5)	0,22	1,69*	1,17*
Sudarsanam y Mahate (2003)	1983-1995	519	CAR (-1,1) // CAR (2,40) // CAR (41,750)	-1,39*/0,14//8,71*	---	---
Allen, Jagriani, Peristiani y Saunders (2004)	1995-2000	495 adquirentes 488 adquiridas	CAR (-1,1)	-0,31***	3,38***	---
Bigelli y Mengoli (2004)	1989-1996	228	CAR (-2,2)	0,80**	---	---
Carow, Heron y Saxton (2004)	1979-1998	520	CAR (-1,1)	-1,06	21,63	2,48
Cheng y Leung (2004)	1986-1994	36	CAR para varios intervalos	0,13//1,21**f	4,98***//13,90***f	2,20//6,23***f
Danbolt (2004)	1986-1991	630	CAR (0,1), Datos mensuales.	---	20,10***//22,35*** h	---
Lepetit, Parry y Rous (2004)	1991-2001	180	CAR (-7,7)	1,57	2,00**	2,41**
Moeller, Schlingemann y Stulz (2004)	1980-2001	12.023	CAR (-1,1)	1,10*	---	---
Scholten y de Wit (2004)	1990-2000	81 adquirentes 78 adquiridas	CAR (-7,31)	2,56	9,28**	---
Gleason, McNulty y Pennathur (2005)	1980-2002	97 (privatizac.)	CAR (-1,1)	0,61**	---	---
Luio (2005)	1990-1999	2114	CAR (-1,7)	-1,6***	17,4***	---

ⁱ CAR: rentabilidad anormal acumulada en el periodo señalado; AR: rentabilidad anormal en el día señalado

^a CAR (-18,-1).

^b CAR (1,18).

^c Las rentabilidades hacen alusión a si las adquisiciones son relacionadas/no relacionadas.

^d Las rentabilidades hacen alusión a la submuestra de adquisiciones financiadas con Efectivo/acciones/muestra total.

^e CAR (-2,0).

^f Intervalos de cálculo de CAR (-1,0)//(-5,5).

^g Las rentabilidades hacen alusión a si la Q de Tobin de la empresa adquirente es > 1/< 1.

^h Las rentabilidades hacen alusión a si las adquisiciones son domésticas/internacionales.

ⁱ CAR 1//2//3 años después.

^j CAR (-1,1).

^k CAR (-1,0).

^l Las rentabilidades dependen de si la empresa adquirente y adquirida son ambas de la

"nueva economía"//vieja economía" - nueva economía"//nueva economía" - vieja

economía"//vieja economía" - vieja economía".

^m CAR (-12,-1).

ⁿ Intervalos de cálculo de CAR (-1,1)//(-5,5)//(-20,20).

* Resultado significativo al 90%.

** Resultado significativo al 95%.

*** Resultado significativo al 99%.

III.2. Factores explicativos de la reacción de los mercados

A partir de principios de los años 80 los estudios de acontecimientos han tratado de identificar los principales factores que pueden explicar las respuestas de los mercados de capitales ante los procesos de F&A. El motivo del estudio de estos factores radica, en gran medida, en tratar de encontrar una explicación a los resultados no concluyentes que se encuentran en los primeros trabajos desde el punto de vista de la empresa adquirente. No obstante, los factores también han sido analizados para el caso de la empresa adquirida, con el fin buscar si su estudio puede enriquecer los resultados encontrados para estas empresas. Una revisión de estos factores, junto con los trabajos empíricos que los han analizado, puede observarse en la Tabla 3. En ella se recogen los estudios que para cada factor han encontrado una influencia positiva, negativa o no significativa.

Un análisis inicial de la tabla nos permite ver que no existen resultados concluyentes para todos los factores, de forma que existen abundantes oportunidades de investigación para avanzar en el conocimiento de este problema.

El primer bloque de factores está relacionado con la estructura de propiedad de las empresas participantes. Los resultados de los estudios recogidos en la Tabla 3 muestran que la presencia de directivos en el capital de la empresa adquirente o adquirida tiene un efecto positivo sobre la rentabilidad anormal que, respectivamente, obtiene cada una de éstas. Esta participación les hace en cada caso defender con más eficacia los intereses de los accionistas, pues ellos también lo son, con lo que se confirman las predicciones de la Teoría de la Agencia. No obstante, para el caso de las empresas adquirentes, trabajos recientes como Cornett *et al.* (2003) encuentran que este mecanismo de control de la dirección no siempre es efectivo sino que dependerá del tipo de adquisición que la empresa realice. Así, en las adquisiciones destinadas a la diversificación (geográfica y/o sectorial) estos mecanismos son menos efectivos que en las adquisiciones de empresas de la misma industria o país.

Dentro de este mismo bloque también se ha analizado lo que ocurre cuando es la empresa adquirente la que participa en el capital de la adquirida. En este caso, el efecto sobre las acciones de la última es negativo, si bien no es significativo en algunos trabajos. Siguiendo a la Teoría de la Asimetría Informativa, este efecto debería ser siempre positivo, ya que la mayor información que posee la empresa adquirente sobre la adquirida hace que la prima que pague por las nuevas acciones esté más ajustada a la realidad.

Del mismo modo, también se ha analizado el efecto que pudiese tener la participación de inversores institucionales en la empresa adquirida, si bien no existen evidencias concluyentes al respecto. En concreto, no está claro que estos organismos alineen sus objetivos con los accionistas de las empresas adquiridas a la hora de vender las participaciones. El trabajo de Stulz *et al.* (1990) encuentra un efecto negativo de dicho factor, mientras que Shelton (2000) detecta un alineamiento perfecto entre instituciones y accionistas. Por su parte, Suk y Sung (1997) no encuentran diferencias significativas, si bien utilizan una muestra de adquisiciones financiadas en efectivo. Queda por determinar, por tanto, la influencia real de este factor.

Tabla 3: Factores determinantes de la creación de valor en las F&A

Factores	Reacción Positiva	Efecto Neutro (no significativo)	Reacción Negativa
Participación directiva en la empresa adquirente	Lewellen <i>et al.</i> (1985); Amihud <i>et al.</i> (1990); Morck y Yeung (1992); Travlos y Wäagelein (1992); Subrahmanyam <i>et al.</i> (1997); Lozano <i>et al.</i> (1997); Cornett <i>et al.</i> (2003)		
Participación directiva en la empresa adquirida	Stulz <i>et al.</i> (1990) ^a ; Song y Walking (1993)		
Participación de la empresa adquirente en la adquirida		Fernández y Gómez (1999); Fernández y García (2000)	Stulz <i>et al.</i> (1990)
Participación institucional en la empresa adquirida	Shelton (2000)	Suk y Sung (1997) ^b	Stulz <i>et al.</i> (1990)
Flujos de caja discretionales			Jensen (1986); Travlos (1987); Doukas (1995)
Q de Tobin	Morck y Yeung (1992); Doukas (1995)	Moeller <i>et al.</i> (2004)	
Porcentaje de capital adquirido	Bradley <i>et al.</i> (1988); Fernández y García (2000)		
Múltiples ofertas	Bradley <i>et al.</i> (1988); Gómez (1998); Shelton (2000); Danbolt (2004)		
Financiación en efectivo	Travlos (1987); Emery y Switzer (1999); Cornett <i>et al.</i> (2003); Allen <i>et al.</i> (2004)	Morck y Yeung (1992); Leeth y Borg (2000); Danbolt (2004)	
Financiación con acciones	Amihud <i>et al.</i> (1990) ^c ; Eckbo y Thorburn (2000)	Suk y Sung (1997); Leeth y Borg (2000); Shelton (2000)	Travlos (1987); Amihud <i>et al.</i> (1990); Travlos y Wäagelein (1992); Carow <i>et al.</i> (2004); Danbolt (2004)
Empresa adquirida extranjera	Doukas y Travlos (1988); Cakici, <i>et al.</i> (1996); Frame y Lastrapes (1998); Deltos y Beamish (1999); Brooks, <i>et al.</i> (2000); Eckbo y Thorburn (2000); Pantzalis y Kohers (2000); DeLong (2001)	Rad y Beek (1999); Allen <i>et al.</i> (2004); Danbolt (2004)	
Distancia cultural (Kogut y Singh, 1988)		Dewenter (1995)	Chatterjee <i>et al.</i> (1992); Datta y Puia (1995); Vey <i>et al.</i> (1997)
Empresa adquirida de otro sector	Hubbard y Palia (1999); Leeth y Borg (2000); Cornett <i>et al.</i> (2003); Lepetit <i>et al.</i> (2004)	Doukas y Travlos (1988)	Morck <i>et al.</i> (1990); Shelton (2000); Cornett <i>et al.</i> (2003)
Grado de relación entre los negocios	Balakrishnan y Koza (1993); Singh y Montgomery (1987); Datta y Puia (1995); Shelton (2000); DeLong (2001)	Lubatkin (1987); Seth (1990)	Chatterjee (1986)

^a La reacción es positiva en adquisiciones con múltiples ofertas.

^b Este efecto es neutro en adquisiciones financiadas en efectivo.

^c La reacción es positiva en aquellas empresas cuyos directivos posean una participación importante de capital de la empresa adquirente.

Finalmente, algunos trabajos han estudiado el efecto de otros mecanismos que permitan disciplinar a los directivos de las empresas implicadas en F&As. En este sentido, Lefanowicz *et al.* (2000) encuentran que la existencia de *paracaídas dorados* firmados con los directivos de una empresa evita que estos directivos negocien primas más elevadas cuando otra compañía intenta adquirir a su empresa. Por tanto, este tipo de contratos permite mitigar el efecto positivo que una adquisición ejerce sobre las acciones de la empresa objetivo.

Un segundo bloque de factores está relacionado con los incentivos para invertir y para el crecimiento que se dan en la empresa adquirente. Los resultados en relación con estos factores vienen a confirmar los postulados de la Teoría de la Agencia, penalizando a las empresas cuyos directivos mantienen una política inversora orientada a alcanzar sus intereses privados, más que los de sus accionistas. En concreto, los inversores tienden a primar proyectos de fusión en las empresas con buenas perspectivas de inversión —que suelen ser aproximadas a través de la q de Tobin—, y a penalizar los proyectos acometidos por empresas con abundantes flujos de caja discrecionales. Los resultados para los flujos de caja discrecionales son siempre negativos y significativos, mientras que para la q de Tobin no siempre son significativos. Sin embargo, aquéllos estudios que encuentran un resultado significativo, éste siempre es positivo.

Un tercer bloque de factores está relacionado con las características de las F&As. El mercado valora más positivamente estas operaciones cuanto mayor es el porcentaje del capital adquirido. Por lo que respecta a la existencia de más de una empresa compradora, trabajos como Shelton (2000) o Danbolt (2004) entre otros, encuentran un efecto positivo para las empresas adquiridas, si bien el efecto es negativo para las empresas adquirentes, lo cual se explica porque la prima pagada será mayor. No obstante, no existe unanimidad respecto de los resultados para el modo en que se financia la F&A. El efecto de dicho factor puede depender de la existencia o no de flujos de caja discrecionales, ya que si se cuenta con estos flujos es más probable que las empresas financien sus compras en efectivo. Asimismo, si no existe mucha información sobre la empresa adquirida es más probable que la empresa adquirente no arriesgue efectivo y decida financiar la adquisición con acciones propias, para así evitar la mera transferencia de riqueza hacia los accionistas de la empresa adquirida. Así, evidencias empíricas recientes (Emery y Switzer, 1999; Allen *et al.*, 2004) parecen detectar que la información que los directivos de la empresa adquirente tengan sobre el valor de la empresa objetivo influye sobre la forma de financiación elegida para la compra. En concreto, cuanto más completa sea esta información mayor será la probabilidad de que se utilice efectivo para financiar la adquisición. Por tanto, resultaría interesante incluir variables que controlen este tipo de efectos en futuros trabajos, al objeto de determinar si la forma de financiación es un factor crítico a la hora de explicar la reacción del mercado.

Un cuarto bloque de factores se ha centrado en aspectos relacionados con la internacionalización de las empresas. Los resultados para estos factores muestran que las adquisiciones internacionales crean más valor que las domésticas, si bien este efecto disminuye a medida que aumenta la distancia cultural entre los países origen y destino de la inversión —la distancia cultural se mide utilizando el índice Kogut y Singh (1988), basado a su vez en las medidas de Hofstede (1980; 2001). Para este último factor, el trabajo de Dewenter (1995) no arroja resultados significativos. No obstante, este trabajo es específico de los sectores químico y del comercio minorista. Ambos sectores presentan características particulares que hacen que los resultados deban ser interpretados con cautela. Así, en el sector químico existen importantes inversiones en I+D y en el comercio minorista la publicidad también tiene un papel preponderante. Ambos aspectos pueden constituir una barrera a la entrada y, en este sentido, el crecimiento mediante adquisiciones siempre refuerza el poder de mercado de la empresa, lo que vendría a compensar el efecto negativo de la distancia cultural. El hecho de que la búsqueda de poder de mercado no sea un factor por el que se controle habitualmente en estos estudios empíricos puede explicar estos resultados.

Un último bloque de factores está relacionado con la diversificación de producto. Como se puede apreciar en la Tabla 3, ésta es la línea de investigación que permanece más abierta dentro del campo de las F&As, sobre todo, la relativa a la del efecto genérico de la diversificación, para la que existen resultados contradictorios. En realidad, existe un debate más amplio en la literatura sobre finanzas corporativas y sobre estrategia empresarial acerca de si la diversificación *per se* —con independencia de la forma en que ésta se produce— crea valor o no. En la actualidad están apareciendo trabajos que demuestran cómo la diversificación por sí misma no destruye valor. Entre éstos merecen especial mención Campa y Kedia (2002) y Villalonga (2004). En ambos trabajos se encuentran evidencias de que la diversificación no destruye valor por sí misma sino que ello es debido a que las empresas que deciden diversificar sus actividades poseen unas características que deben ser tenidas en cuenta y que son estas características las que explican la mayor parte del efecto negativo que este tipo de F&A puede tener sobre el valor de las empresas. Uno de los primeros trabajos que siguieron a Campa y Kedia (2002), estudiando si la diversificación mediante adquisiciones crea valor, una vez controlados otros factores inherentes a las empresas que las llevan a cabo, es Cheng y Leung (2004). Estos autores confirman empíricamente las hipótesis planteadas sobre el efecto positivo de la diversificación. Una oportunidad de investigación en el campo de las fusiones, por tanto, es analizar el efecto de la diversificación sobre la rentabilidad anormal asociada a las fusiones, incorporando en las estimaciones variables que controlen tales características distintivas.

Donde sí parece haber mayor unanimidad es en la influencia del tipo de diversificación. Los resultados alcanzados en la mayoría de los trabajos apuntan

que la diversificación es más valorada por los mercados cuanto mayor es el grado de relación de los negocios de las empresas adquirente y adquirida. Entre los trabajos más relevantes podría citarse a Singh y Montgomery (1987) y Shelton (2000). No obstante, Chatterjee (1986) concluye lo contrario. Por otra parte, Lubatkin (1987) determina que el mercado no valora de forma distinta las adquisiciones relacionadas de las no relacionadas. Tratando de clarificar el efecto de este factor, Seth (1990) postula que tanto en las fusiones relacionadas como en las no relacionadas existe creación de valor debido a las sinergias existentes entre las empresas. La diferencia estriba en la fuente de dichas sinergias para uno y otro tipo de adquisición. Mientras que en las adquisiciones relacionadas estas sinergias están principalmente asociadas al tamaño relativo de la empresa objetivo respecto a la adquirente, en las no relacionadas se unen a la posibilidad de conseguir un ahorro de impuestos derivado de la combinación de la deuda de ambas empresas. Otra idea apuntada en este trabajo es que deben afinarse los mecanismos de clasificación de las adquisiciones en cuanto al grado de relación, pues parece que ésta puede ser la causa del desacuerdo previo en este tema. Posteriormente, Flanagan (1996) retoma el argumento de Seth (1990) y define dos tipos de adquisiciones —puramente relacionadas y puramente no relacionadas— en función de la similitud estratégica de las empresas. En el trabajo se llega a la conclusión de que las empresas que adquieren a otras puramente relacionadas obtienen beneficios superiores a aquéllas que adquieren a otras no relacionadas. En cuanto al resultado para las empresas objetivo no se sostiene la misma idea. En ambos tipos de adquisiciones las empresas objetivo experimentan una rentabilidad anormal positiva, pero no existen diferencias significativas entre sus rentabilidades anormales. Tras el trabajo de Flanagan (1996), otros autores como DeLong (2001), Wilcox *et al.* (2001), continúan analizando lo que ocurre con el grado de relación y la rentabilidad de las empresas unidas, si bien éste es un debate que aún permanece abierto.

Todos estos resultados han de ser tomados con cautela a la hora de compararlos debido a que, como ya se ha dicho, las variables que miden el grado de relación son heterogéneas. Mientras que unos utilizan variables *dummy* que toman valor 0 si la adquisición es no relacionada y 1 en caso contrario, otros como Balakrishnan y Koza (1993) miden la distancia que separa las actividades de las empresas que se unen utilizando variables continuas y códigos SIC. Por ello, parece que llegar a definir una variable más refinada que las utilizadas hasta el momento para medir ese grado de relación puede ser un objetivo a alcanzar por futuros trabajos de investigación en este ámbito. También resultaría interesante en este campo introducir controles de características de las empresas que pudieran influir en el tipo de diversificación que se realiza mediante adquisiciones—de forma similar a como se planteó anteriormente para el efecto genérico de la diversificación—, al objeto de medir de una forma más precisa su influencia.

Conclusiones e implicaciones para futuras investigaciones

En las páginas anteriores se ha pasado revista a los principales trabajos empíricos que han tratado de analizar la rentabilidad anormal asociada a las F&As. Como ya se ha comentado, aunque se han realizado numerosos estudios empíricos, existen muchos resultados contradictorios que suponen oportunidades de investigación respecto de la influencia de determinados factores. Entre estos factores, cuyo estudio daría origen a nuevas oportunidades de investigación, los más importantes se resumen en los párrafos siguientes.

En primer lugar, no hay resultados concluyentes sobre el efecto de una adquisición sobre el valor de las acciones de la empresa adquirente. Esta falta de resultados concluyentes en realidad no es una sorpresa si tenemos en cuenta las diferentes motivaciones que subyacen a los procesos de F&A. Una oportunidad de investigación es, por tanto, la identificación de aquellas motivaciones que llevan a las empresas realizar adquisiciones que creen valor para sus accionistas.

En segundo lugar, los trabajos más recientes sobre la participación directiva en el capital de la empresa adquirente encuentran que este mecanismo disciplinador de la dirección no siempre es efectivo. Su efecto dependerá del ámbito geográfico o sectorial al que se dirige la empresa con la adquisición. Esta relación entre propiedad de la empresa adquirente y ámbito de destino de la adquisición apenas había sido estudiada hasta el momento y parece que pueden existir nuevas oportunidades que pasan por comprobar si dicha relación es extrapolable a cualquier sector industrial o si por el contrario, sólo es propia del sector financiero (único sector en el que hasta el momento se ha detectado).

En tercer lugar, no existen evidencias concluyentes al respecto del efecto que pudiese tener la participación de inversores institucionales en el capital de la empresa adquirida. En concreto, no está claro que estos organismos alineen sus objetivos con los accionistas de las empresas adquiridas a la hora de vender las participaciones.

Otro factor que aún no está totalmente acarado es la relación que existe entre la información que la empresa adquirente tiene sobre la adquirida y la forma en que se financia la adquisición. Existen trabajos que encuentran una mayor propensión a financiar las adquisiciones con efectivo cuanto más información se tenga sobre la empresa adquirida, si bien no se ha analizado aún si el mercado valora este comportamiento.

Finalmente, es necesario aclarar el efecto real de la diversificación mediante F&As sobre la rentabilidad de las empresas que las realizan, teniendo en cuenta factores de las compañías que podrían llevar a dicha diversificación. Asimismo, quedaría por determinar si estas características podrían afectar al tipo de diversificación emprendido por las compañías (relacionada versus no relacionada).

Existen pues, oportunidades de investigación en el análisis de la rentabilidad anormal asociada a las F&As, de la que los ejemplos anteriores son buenos exponen-

tes. En cualquier caso, este trabajo muestra la complejidad asociada al estudio de estos procesos, que pueden responder a muy diversas motivaciones y en los que hay muchas variables que deben ser consideradas a la hora de calcular la influencia real de un factor específico. En este sentido, un defecto de buena parte de la literatura que se ha comentado previamente es que a la hora de calcular los factores determinantes de la rentabilidad anormal experimentada por las empresas que acometen F&As no se ha controlado por todos los factores relevantes, algo que debería hacerse en el futuro si se pretende profundizar en el estudio de los factores para los que no se ha llegado todavía a resultados concluyentes.

Bibliografía

- AKERLOF, G. (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 488-500.
- ALLEN, L., JAGTIANI, J. PERISTIANI, S. y SAUNDERS, A. (2004), "The Role of Commercial Bank Advisors in Mergers and Acquisitions", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, nº 2, 197-224.
- AMIHUD, Y., LEV, B. y TRAVLOS, N. G. (1990), "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions", *The Journal of Finance*, vol. 45, nº 2, 603-616.
- ANAND, B. N. y KHANNA, T. (2000), "Do Firms Learn to Create Value? The Case of Alliances", *Strategic Management Journal*, vol. 21, 295-315.
- BAIN, J. S. (1956), *Barriers to New Competition*, Harvard University Press, Cambridge.
- BALAKRISHNAN, S. y KOZA, M. (1993), "Information Asymmetry, Adverse Selection and Joint Ventures", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 20, 99-117.
- BIGELLI, M. y MENGOLI, S. (2004), "Sub-optimal Acquisitions Decisions under a Majority Shareholder System", *Journal of Management & Governance*, vol. 8, 373-405.
- BLACKBURN-NORRIS, K. y AYRES, F. L. (2000), "Security Market Reaction to Purchase Business Combinations at the First Earnings Announcement Date", *Journal of Business Research*, 49, 79-88.
- BRADLEY, M. (1980), "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *Journal of Business*, nº 53, 345-376.
- BRADLEY, M., DESAI, A. y KIM, E. (1982), "Specialized Resources and Competition in the Market for Corporate Control", Working Paper, University of Michigan.
- BRADLEY, M., DESAI, A. y KIM, E. (1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 21, nº 1, 3-40.

- BROOKS, L. D., FEILS, D. J. y SAHOO, B. K. (2000), "The Impact of Shifts in Forecasted Earnings and Systematic Risk on Acquiring Firm Shareholder Wealth in Domestic and International Acquisitions", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol. 13, nº 3, 1-7.
- BUCKLEY, P. J. y CASSON, M. (1976), *The Future of the Multinational Enterprise*, McMillan, London.
- BUONO, A. F., BOWDITCH, J. L. y LEWIS, J. W. (1985), "When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger", *Human Relations*, vol. 38, nº 5, 477-500.
- CAKICI, N., HESSEL, C. y TANDON, K. (1996), "Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms", *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, 307-329.
- CAMPA, J. M. y KEDIA, S. (2002), "Explaining the Diversification Discount", *Journal of Finance*, 57 (4) , 1731-1762.
- CAPRON, L. y PISTRE, N. (2002), "When do Acquirers Earn Abnormal Returns?", *Strategic Management Journal*, vol. 23, 781-794.
- CAROW, K., HERON, R. y SAXTON, T. (2004), "Do Early Birds get the Returns? An Empirical Investigation of Early-Mover Advantages in Acquisitions", *Strategic Management Journal*, vol. 25, 563-585.
- CHATTERJEE, S. (1986), "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 7, 119-139.
- CHATTERJEE, S. (1991), "Gains in Vertical Acquisitions and Market Power: Theory and Evidence", *Academy of Management Journal*, vol. 34, 436-448.
- CHATTERJEE, S. (2000), "The Financial Performance of Companies Acquiring very Large Takeover Targets", *Applied Financial Economics*, vol. 10, 185-191.
- CHATTERJEE, S., LUBATKIN, M. H., SCHWEIGER, D. M. y WEBER, Y. (1992), "Cultural Differences and Shareholder Value in Related Mergers: Linking Equity and Human Capital", *Strategic Management Journal*, vol. 13, 319-334.
- CHENG, L. T. W. y LEUNG, T. Y. (2004), "A comparative Analysis of the Market-Based and Accounting-Based Performance of Diversifying and non-Diversifying Acquisitions in Hong Kong", *International Business Review*, vol. 13, 763-789.
- COASE, R. H. (1937), "The Nature of the Firm", *Económica*, vol. 4, 386-405. Traducido al castellano en CUERVO, J. A.; ORTIGUEIRA, M. y SUÁREZ, A. S. (1979): *Lecturas de Introducción a la Economía de la Empresa*, Pirámide, Madrid, 15-30.
- CORNETT, M. M. y DE, S. (1991), "Common Stock Returns in Corporate Takeover Bids: Evidence from Interstate Bank Mergers", *Journal of Banking and Finance*, vol. 15, nº 2, 273-295.
- CORNETT, M. M., HOVAKIMIAN, G., PALIA, D. y TEHRANIAN, H. (2003),

- “The Impact of the Manager-Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, nº 1, 103-131.
- CYBO-OTTONE, A. y MURGIA, M. (2000), “Mergers and Shareholder Wealth in European Banking”, *Journal of Banking & Finance*, 24, 831-859.
- DANBOLT, J. (1995), “An Analysis of Gains And Losses to Shareholder of Foreign Bidding Companies Engaged in Cross-Border Acquisitions into the United Kingdom 1986-1991”, *European Journal of Finance*, vol. 1, nº 3, 279-309.
- DANBOLT, J. (2004), “Target Company Cross-border Effects in Acquisitions into the UK”, *European Financial Management*, vol. 10, nº 1, 83-108.
- DATTA, D. K. y PUIA, G. (1995), “Cross-border Acquisitions: An Explanation of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms”, *Management International Review*, vol. 35, nº 4, 337-359.
- DATTA, D. K., PINCHES, G. E. y NARAYANAN, V. K. (1992), “Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta-analysis”, *Strategic Management Journal*, vol. 13, 67-84.
- DELIOS, A. y BEAMISH, P. W. (1999), “Geographic Scope, Product Diversification, and the Corporate Performance of Japanese Firms”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, 711-727.
- DeLONG, G. L. (2001), “Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers”, *Journal of Financial Economics*, vol. 59, 221-252.
- DEWENTER, K. L. (1995), “Does Market React Differently to Domestic and Foreign Takeover Announcements? Evidence from the U.S. Chemical and Retail Industries”, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 421-441.
- DODD, P. (1980), “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, 105-137.
- DODD, P. y RUBACK, R. S. (1977), “Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, 351-374.
- DOUKAS, J. (1995), “Overinvestment, Tobin’s q and Gains from Foreign Acquisitions”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, 1285-1303.
- DOUKAS, J. y TRAVLOS, N. G. (1988), “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders’ Wealth: Evidence from International Acquisitions”, *The Journal of Finance*, vol. 43, nº 5, 1161-1175.
- ECKBO, B. E. (1983), “Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 241-273.
- ECKBO, B. E. (1985), “Mergers and the Market Concentration Doctrine: Evidence from the Capital Market”, *Journal of Business*, vol. 58, 325-349.
- ECKBO, B. E. y THORBURN, K. S. (2000), “Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, nº 1, 1-25.
- EMERY, G. W. y SWITZER, J. A. (1999), “Expected Market Reaction and the

- Choice of Method of Payment for Acquisitions”, *Financial Management*, vol. 28, nº 4, 73-86.
- FAMA, E. (1970), “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, vol. 25, 383-417.
- FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 301-325.
- FAMA, E. F., FISHER, L., JENSEN, M. C. y ROLL, R. (1969), “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, vol. 10, nº 1, 1-21.
- FERNÁNDEZ, A. I. y GÓMEZ, S. (1999), “Un Estudio de las Ofertas Públicas de Adquisiciones en el Mercado de Valores Español”, *Investigaciones Económicas*, vol. 23, nº 3, 471-495.
- FERNÁNDEZ, M. y BAIXAULI, J. S. (2003), “Motives for Partial Acquisitions between Firms in the Spanish Stock Market”, *The European Journal of Finance*, vol. 9, 581-601.
- FERNÁNDEZ, M. y GARCÍA, C. J. (1995), “El Efecto de la Publicación de una OPA sobre la Rentabilidad de las Acciones”, *Revista Española de Economía*, vol. 12, nº 2, 219-240.
- FERNÁNDEZ, M. y GARCÍA, C. J. (2000), “La Compra de Volúmenes Significativos de Acciones en el Mercado Español”, *Investigaciones Económicas*, vol. 24, nº 1, 237-267.
- FLANAGAN, D. J. (1996), “Announcements of Purely Related and Purely Unrelated Mergers and Shareholder Returns: Reconciling the Relatedness Paradox”, *Journal of Management*, vol. 22, nº 6, 823-835.
- FRAME, W. S. y LASTRAPES, W. D. (1998), “Abnormal Returns in the Acquisition Market: The Case of Bank Holding Companies, 1990-1993”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 14, nº2, 145-163.
- GARCÍA, C. J. y FERRANDO, M. (1992), “Tomas de Poder: Efectos sobre la Rentabilidad de las Acciones”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 1, nº 1, 115-124.
- GLEASON, K., McNULTY, J. E. y PENNATHUR, A. K. (2005), “Returns to Acquirers of Privatizing Financial Services Firms: An International Examination”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, 2043-2065.
- GÓMEZ, S. (1998), *El Mercado de Control Corporativo y los Efectos Riqueza Asociados a las Adquisiciones de Empresas*, Tesis Doctoral Publicada, Universidad de Oviedo.
- HENNART, J. F. (1982), *A Theory of Multinational Enterprise*, University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan.
- HOFSTEDE, G. (1980), *Culture’s Consequences: International Differences on Work-Related Values*, Sage Publications, Beverly Hills.

- HOFSTEDE, G. (2001), *Culture's Consequences: International Differences on Work-Related Values*, Sage Publications, Beverly Hills.
- HUBBARD, R. G. y PALIA, D. (1999), "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View", *The Journal of Finance*, vol. 54, nº 3, 1131-1152.
- JARRELL, G. A. y BRADLEY, M. (1980), "The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers", *Journal of Law and Economics*, nº 23, 371-407.
- JARRELL, G. A. y POULSEN, A. B. (1987), "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, nº 1, 127-168.
- JEMISON, D. B. y SITKIN, S. B. (1986), "Corporate Acquisitions: A Process Perspective", *Academy of Management Review*, vol. 11, 145-163.
- JENSEN, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, 323-329.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. J. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and the Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 305-360.
- JENSEN, M. C. y RUBACK, R. S. (1983), "The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 5-50.
- KALLUNKI, J.-P., LARIMO, J. y PYNNÖNEN, S. (2001), "Value Creation in Foreign Direct Investments", *Management International Review*, vol. 41, nº 4, 357-376.
- KOGUT, B. y SINGH, H. (1988), "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode", *Journal of International Business Studies*, vol. 19, 411-432.
- KYLE, R., STRICKLAND, T. H. y FAYISSA, B. (1992), "Capital Markets' Assessment of Airline restructuring following Deregulation", *Applied Economics*, vol. 24, 1097-1102.
- LEETH, J. D. y BORG, R. (2000), "The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth During the 1920s Merger Wave", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, nº 2, 217-238.
- LEFANOWICZ, C.E., ROBINSON, J. R. y SMITH, R. (2000), "Golden Parachutes and Managerial Incentives in Corporate Acquisitions: Evidence from the 1980s and 1990s", *Journal of Corporate Finance*, 6, 215-239.
- LEPETIT, L., PATRY, S. y ROUS, P. (2004), "Diversification versus Specialization: An Event Study of M&As in the European Banking Industry", *Applied Financial Economics*, vol. 14, 663-669.
- LEWELLEN, W., LODERER, C. y ROSENFELD, A. (1985), "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms", *Journal of Accounting and Economics*, 209-231.

- LOZANO, B., MIGUEL, A. y PINTADO, J. (1997), "Propiedad y Gestión en el Mercado de Control Empresarial: Un Enfoque de Agencia", Trabajo presentado en el VII Congreso Nacional de ACEDE, Almería.
- LUBATKIN, M. H. (1987), "Merger Strategies and Stockholder Value", *Strategic Management Journal*, vol. 8, 39-53.
- LUO, Y. (2005), "Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions", *The Journal of Finance*, vol. LX, nº 4, 1951-1982.
- MANDELKER, G. (1974), "Risk and Return: The Case of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 1, 303-335.
- MANNE, H. G. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control" *Journal of Political Economy*, vol. 73, 110-120.
- MANZON, G. B. Jr., SHARP, D. J. y TRAVLOS, G. (1994), "An Empirical Study of the Consequences of U. S. Tax Rules for International Acquisitions by U. S. Firms", *The Journal of Finance*, vol. 49, nº 5, 1893-1904.
- MARKIDES, C. C. e ITTNER, C. D. (1994), "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U. S. International Acquisitions", *Journal of International Business Studies*, vol. 25, nº 2, 343-366.
- McWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (1997), "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *Academy of Management Journal*, vol. 40, nº 3, 626-657.
- MOELLER, S. B., SCHLINGEMANN, F. P. y STULZ, R. M. (2004), "Firm Size and the Gains from Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 73, 201-228.
- MORCK, R. y YEUNG, B. (1992), "Internalization: An Event Study Test", *Journal of International Economics*, vol. 33, 41-56.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *The Journal of Finance*, vol. 44, nº 1, 31-48.
- MYERS, S. C. y MAJLUF, N. S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 187-221.
- PANTZALIS, C. y KOHERS, N. (2000), "The Effect of Legal Environment and Foreign Operations Network on U. S. Acquirer Gains in Foreign Takeovers", Working Paper, University of South Florida.
- RAD, A. T. y VAN BEEK, L. (1999), "Market Valuation of European Bank Mergers", *European Management Journal*, vol. 17, nº 5, 532-540.
- ROLL, R. (1986), "The Hubris Hypothesis, of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, vol. 59, 197-216.
- RUBACK, R. S. (1983), "Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 141-153.
- SCHERER, F. M. (1980), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin Company, Boston.

- SCHOLTENS, B. y DE WIT, R. (2004), "Announcement Effects of Bank Mergers in Europe and the US", *Research in International Business and Finance*, vol. 18, 217-228.
- SETH, A. (1990), "Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation", *Strategic Management Journal*, vol. 11, 431-446.
- SETH, A., SONG, K. P. y PETTIT, R. (2000), "Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U. S. Firms", *Journal of International Business Studies*, vol. 31, n° 3, 387-405.
- SHELTON, L. M. (2000), "Merger Market Dynamics: Insights into the Behavior of Target and Bidder Firms", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 41, n° 4, 363-383.
- SINGH, H. y MONTGOMERY, C. (1987), "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 8, 377-386.
- SONG, M. H. y WALKLING, R. A. (1993), "The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 28, n° 4, 439-457.
- SONG, M. H. y WALKLING, R. A. (2000), "Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets: A Test of the 'Acquisition Probability Hypothesis'", *Journal of Financial Economics*, vol. 55, 143-171.
- STULZ, R. M., WALKLING, R. A. y SONG, M. H. (1990), "The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers", *Journal of Finance*, vol. 45, n° 3, 817-833.
- SUBRAHMANYAM, V., RANGAN, N. y ROSENSTEIN, S. (1997), "The Role of Outside Directors in Bank Acquisitions", *Financial Management*, vol. 26, n° 3, 23-36.
- SUDARSANAM, S. y MAHATE, A. A. (2003), "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, 299-341.
- SUK, D. Y. y SUNG, H. M. (1997), "The Effects of the Method of Payment and the Type of Offer on Target Returns in Mergers and Tender Offers", *The Financial Review*, vol. 32, n° 3, 591-607.
- TRAVLOS, N. G. (1987), "Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns", *Journal of Finance*, vol. 42, 943-963.
- TRAVLOS, N. G. y WAEGELEIN, J. F. (1992), "Executive Compensation, Method of Payment and Abnormal Returns to Bidding Firms at Takeover Announcements", *Managerial and Decision Economics*, vol. 13, 493-501.
- UHLENBRUCK, K., HITT, M. A. y SEMADENI, M. (2001), "Corporate Strategy in the 'New Economy': Market Value Effects of Acquisitions Involving Internet Firms", Working Paper, Texas A&M University.
- VERY, P., LUBATKIN, M., CALORI, R. y VEIGA, J. (1997), "Relative Standing and the Performance of Recently Acquired European Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 18, 593-614.

- VILLALONGA, B. (2004), "Does Diversification Cause the Diversification Discount'?", *Financial Management*, 33, 5-27.
- WILCOX, H. D., CHANG, K. C. y GROVER, V. (2001), "Valuation of Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry: A Study on Diversification and Firm Size", *Information and Management*, vol. 38, nº7, 459-471.
- WILLIAMSON, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Wheatsheaf Books, Great Britain.