

**REACCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES ANTE LOS PROCESOS DE
COMBINACIÓN EMPRESARIAL: UN PANORAMA ***

STOCK MARKET REACTION TO BUSINESS COMBINATIONS: A SURVEY

(Publicado en: Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 11, nº 4, pp.

111-133, 2002.)

Esteban García-Canal

Pablo Sánchez Lorda

Marta M^a Vidal Suárez

Universidad de Oviedo

Enviar correspondencia a:

Esteban García-Canal
Dpto. Administración de Empresas y Contabilidad
Universidad de Oviedo
Avda. Cristo s/n. 33071 Oviedo
Tel.: 985103693
Fax: 985236670
e-mail: egarcia@correo.uniovi.es

* Un borrador preliminar de este trabajo ha sido presentado como ponencia en el XV Congreso Nacional y XI Congreso Hispano Francés de AEDEM, Junio 2001, Las Palmas de Gran Canaria. El primer autor agradece el apoyo financiero del Ministerio de Ciencia y Tecnología (Proyecto SEC 2000-0587). Los restantes autores agradecen, además, la financiación de la Fundación Banco Herrero. El trabajo se ha beneficiado de los valiosos comentarios de un evaluador anónimo.

RESUMEN

En este trabajo se presenta un panorama de los principales estudios empíricos que han analizado la rentabilidad anormal que obtienen las empresas que participan en procesos de combinación empresarial. La literatura sobre cada uno de estos procesos —fusiones y adquisiciones, de un lado, y alianzas estratégicas, de otro— ha evolucionado separadamente y, para cada uno de ellos se sistematizan sus principales resultados, señalando las oportunidades de investigación que surgen asociadas a los resultados no concluyentes. Asimismo, se analizan comparativamente ambas líneas de investigación con la finalidad de mostrar la conveniencia de estudios empíricos que exploten las oportunidades asociadas al análisis conjunto de ambos tipos de combinación empresarial.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones; alianzas estratégicas; rentabilidad anormal; estudio de acontecimientos

ABSTRACT

In this work we present a survey of the main empiric studies that have analyzed the abnormal returns obtained by the companies that participate in organizational combination processes. The literature on each one of these processes —mergers and acquisitions, on the one hand, and strategic alliances, on the other— has evolved separately and, for each one of them their main results are systematized, pointing out the research opportunities arising from the non conclusive results. Also, both research lines are analyzed comparatively with the aim of showing the convenience of empiric studies that exploit the opportunities associated to the combined analysis of both types of organizational combination.

Key words: mergers and acquisitions; strategic alliances; abnormal return; event studies

1. 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). Aunque dicha metodología presenta limitaciones, a las que nos referiremos más adelante, una de sus principales ventajas 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 tanto las fusiones y adquisiciones —en adelante F&A— como la realización de alianzas estratégicas han sido decisiones empresariales analizadas utilizando esta metodología, siendo las primeras uno de los tipos de decisiones que más estudios de acontecimientos ha motivado y sigue motivando (McWilliams y Siegel, 1997). El estudio de las alianzas, por su parte, surgió como una continuación lógica de los primeros estudios de acontecimientos sobre fusiones (McConnell y Nantel, 1985), ya que ambos son dos tipos de combinación empresarial que pueden ser utilizados alternativamente en el crecimiento de la empresa y que se pueden estudiar utilizando los mismos enfoques teóricos. No obstante esta conexión inicial entre ambos bloques de trabajos, la evolución de estas líneas de investigación ha discurrido separadamente sin que se hayan realizado estudios empíricos comparativos. La única excepción en este sentido es el trabajo de Balakrishnan y Koza (1993). Por otro lado, pese al elevado número de estudios que han analizado la reacción del mercado de capitales ante las diversas formas de combinación empresarial, ninguna de estas líneas puede considerarse cerrada pues existen resultados contradictorios y/o que exigen de nuevos trabajos empíricos.

En este trabajo presentamos un panorama de los principales estudios empíricos que se han realizado en ambas líneas de investigación hasta el momento, con una doble finalidad. En primer lugar, sistematizar las conclusiones que se derivan de estos trabajos y las oportunidades de investigación que surgen asociadas a los resultados no concluyentes en cada una de las líneas. En segundo lugar, analizar comparativamente ambas líneas de investigación con la finalidad de mostrar la conveniencia de estudios empíricos que exploten las oportunidades

asociadas al análisis conjunto de ambos tipos de combinación empresarial. Este tipo de análisis comparativo permitiría, de un lado, avanzar en el conocimiento de la influencia real de determinados factores en la reacción del mercado de capitales y, de otro, estimular el desarrollo de los enfoques teóricos utilizados en su estudio. En nuestra labor de revisión nos centraremos principalmente en los trabajos que han analizado la reacción del precio de las acciones de las empresas que participan en los procesos.

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 ambos procesos de combinación empresarial; esto es, F&A y alianzas. Posteriormente, analizamos críticamente las ventajas e inconvenientes de la metodología del estudio de acontecimientos, para pasar, a continuación, a sistematizar los resultados obtenidos en ambas líneas de estudio, identificando las oportunidades de investigación puntuales que existen en cada una de ellas. El trabajo finaliza presentando diversas oportunidades de investigación que surgen del análisis conjunto de las F&A y las alianzas.

2. Aproximaciones teóricas al estudio de las combinaciones empresariales

A pesar de que las líneas de investigación sobre la reacción del mercado de capitales ante las F&A y alianzas han evolucionado de forma separada, existen notables coincidencias en los enfoques teóricos que se han utilizado para tratar de explicar la rentabilidad anormal asociada a su formación. En la Tabla 1 se recogen estas teorías junto con los argumentos desarrollados para explicar la reacción del mercado de capitales ante cada uno de los procesos de combinación empresarial, que, lógicamente, no tienen por qué coincidir en cada caso.

Insertar Tabla 1

El enfoque más utilizado —sobre todo para el estudio de las F&A— ha sido el de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976). Este enfoque analiza las combinaciones empresariales 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 diversas modalidades de combinación empresarial 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 de combinación empresarial y, por lo tanto, menor sea la rentabilidad anormal obtenida por el adquirente. No obstante, no siempre se presupone un efecto negativo de estos procesos, al menos 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).

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 los procesos de combinación empresarial —las propias empresas y otras compañías interesadas en estos procesos. 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 otras¹. Esta asimetría de información haría preferible formas de

¹ Dentro de este enfoque podríamos situar lo que Roll (1986) denominó Hipótesis Hubris de las adquisiciones. Según esta hipótesis las rentabilidades 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) y Seth *et al.* (2000). Estos últimos 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.

combinación empresarial alternativas a las F&A, 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&A y la propia estructuración de la operación podría reducir el efecto negativo de la existencia de tales asimetrías (Datta *et al.*, 1992; Travlos y Waegelien, 1992).

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 mercado² 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. De forma análoga, también serían estas sinergias las que explicasen la creación de valor en las alianzas (McConnell y Nantel, 1985).

Desde la Teoría de la Organización Industrial, tanto las fusiones (Scherer, 1980) como las alianzas (Fusfeld, 1958) han sido tradicionalmente consideradas como mecanismos que permiten aumentar a las 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

² 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.

aumento del poder de mercado. Por ello, algunos trabajos a los que haremos referencia en la última parte de este artículo, han centrado su atención en analizar la repercusión de las combinaciones empresariales 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 combinación empresarial (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 combinaciones empresariales.

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&A y alianzas 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 las combinaciones empresariales 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&A son llevadas a cabo por empresas con activos intangibles valiosos que pretenden explotar en las empresas adquiridas. Dentro del campo de las alianzas, la Teoría de Costes de Transacción también se ha utilizado para explicar en qué medida la presencia de mecanismos de gobierno eficientes que reduzcan los riesgos de comportamientos oportunistas influyen positivamente en la rentabilidad anormal (Park y Kim, 1997). 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 adquisiciones.

3. Aproximaciones empíricas al estudio de las combinaciones empresariales

3.1. Una consideración metodológica previa

Según se ha mencionado anteriormente, el estudio de acontecimientos es una técnica de creciente aceptación en el ámbito de la dirección de empresas. Esta metodología se centra en analizar el comportamiento del precio de las acciones de las empresas el día en el que se hace público un suceso relevante —por ejemplo, el anuncio de una combinación empresarial—, tratando de aislar la reacción específica —rentabilidad anormal— asociada a ese suceso, la cual aproxima una valoración de las consecuencias a largo plazo que el mismo tendrá sobre la compañía (Fama, 1970; McConnell y Muscarella, 1985). Aunque la metodología no está exenta de limitaciones y críticas a su validez, diversos motivos justifican su creciente aceptación. En primer lugar, proporciona una valoración instantánea de la repercusión de las decisiones empresariales sobre el valor de la empresa. Esta función valorativa del mercado de capitales será más precisa cuánto más eficiente sea éste, pues en ese caso los precios de los acciones reflejan la valoración de los accionistas sobre los futuros beneficios de las decisiones estratégicas tomadas por los directivos (Allen, 1993). En segundo lugar, permite analizar los resultados de una decisión estratégica sin recurrir a medidas contables, susceptibles de ser manipuladas (McWilliams y Siegel, 1997). Por último, el estudio de acontecimientos permite valorar el acierto de una decisión teniendo en cuenta el contexto en el que se encuentra la empresa y la información con la que contaban los directivos en ese momento. De hecho, las alianzas estratégicas han sido consideradas como opciones reales (Kogut, 1991) para defenderse de la incertidumbre; por ejemplo, ante posibles cambios en la configuración del sector. A través de ellas los socios comprometen sus recursos y capacidades con la finalidad, de un lado, de reducir la incertidumbre y, de otro, de ganar acceso a capacidades competitivas que se prevén importantes en el futuro. Una vez despejada la incertidumbre, muchas de dichas relaciones preferenciales establecidas previamente se consolidan, mientras que en otros casos, la propia evolución del sector hará innecesario o imposible su desarrollo (García-Pont, 1999), sin que ello implique que la decisión tomada en dicho momento fuese una mala decisión estratégica.

Pese a todas las ventajas señaladas, la metodología también presenta algunos inconvenientes. En primer lugar, la validez de la metodología descansa en una serie de supuestos bastante restrictivos (Brown y Warner, 1985) que no siempre son respetados por los investigadores (McWilliams y Siegel, 1997). Así, por ejemplo, los resultados son sensibles a la ventana utilizada por el investigador. La dificultad de predecir el momento exacto en el que se difunde la información lleva a muchos autores a acumular rentabilidades anormales en varios días anteriores y posteriores a aquél en que se hace pública la información relevante, pero esta acumulación, no obstante, puede conducir a que el efecto del acontecimiento quede contaminado por otra información que se haya hecho pública esos días. En segundo lugar, autores como Ravenscraft y Scherer (1987a), Scherer (1988) o Clark y Ofek (1994), entre otros, argumentan que la hipótesis de mercados de capitales eficientes, supuesto de partida de los estudios de acontecimientos, no tiene por qué cumplirse. Ravenscraft y Scherer (1987a) señalan que los incrementos anormales que pueden darse en torno a los días del anuncio de una fusión empresarial pueden deberse a otros factores distintos de la mayor eficiencia que puede alcanzarse con la fusión. Concretamente, destacan que algunas empresas están infravaloradas por el mercado, mientras que otras están sobrevaloradas. En ese caso las primeras serían “gangas” y se convertirían en objetivos primarios para su adquisición. Por ello, la prima pagada no reflejaría mayores expectativas de beneficios conjuntos, sino los errores del mercado a la hora de valorar las empresas.

Por esta razón, otros trabajos han calculado las consecuencias de los procesos de combinación empresarial utilizando otras medidas *ex post*. Con todo, los resultados a los que llegan estos trabajos no son concluyentes. Así, Cornett y Tehranian (1992), Healy *et al.* (1992) o Switzer (1996) encuentran evidencias sobre un efecto positivo de las fusiones sobre la rentabilidad — medida utilizando datos contables— de las empresas que se unen. No obstante, otros trabajos como Ravenscraft y Scherer (1987b) o Herman y Lowenstein (1988) detectan descensos de la rentabilidad económica de las empresas que llevaron a cabo fusiones en las décadas de los 70 y 80, respectivamente. En el caso de las alianzas los trabajos que han tratado de aproximar una

relación entre la formación de alianzas y diversas medidas de rendimiento de las organizaciones que las forman —diferentes del estudio de acontecimientos— tampoco han llegado a resultados concluyentes, aunque predominan los que encuentran un efecto positivo. Una excelente revisión de los mismos se encuentra en Gulati (1998). Por lo tanto, ni a través del estudio de acontecimientos —como veremos más adelante— ni utilizando otras medidas de rendimiento empresarial es posible demostrar un efecto positivo de carácter universal de los procesos de combinación empresarial, probablemente porque, como decíamos antes, existen muchas razones que pueden explicar el que una empresa emprenda estos procesos y no todas tienen por qué beneficiar a sus accionistas.

En cualquier caso, sí existen evidencias empíricas respecto del grado en que los estudios de acontecimientos suponen una buena aproximación al rendimiento de una operación específica de combinación empresarial. Diversos trabajos, tanto en el ámbito de las F&A como en el de las alianzas, han tratado de correlacionar los resultados anticipados por el mercado de capitales con otras medidas de rendimiento *ex post*. Con ello se trataba de observar si existían diferencias significativas entre la valoración del estudio de acontecimientos (que estaba basada en expectativas de los inversores externos sobre rentas y beneficios futuros que, no tienen por qué coincidir con las de los gestores de la empresa cuando toman la decisión) y la de otras medidas y, por tanto, de validar, la técnica del estudio de acontecimientos para valorar la toma de decisiones estratégicas. Para el caso de las F&A cabe destacar los trabajos de Cornett y Tehranian (1992), Healy *et al.* (1992) y Kaplan y Weisbach (1992). En ellos se encuentra una correlación positiva entre el rendimiento de estas operaciones calculado utilizando medidas de rentabilidad basadas en datos contables y los alcanzados utilizando la metodología de acontecimientos. Por su parte, en el campo de las alianzas podríamos citar los de Koh y Venkatraman (1991), Park y Kim (1997) y Kale *et al.* (2001). Todos estos trabajos encuentran, asimismo, una correlación positiva entre la creación de valor anticipada por el mercado y el rendimiento obtenido *ex post* con la alianza, medido éste a través de las medidas convencionales de rendimiento en las alianzas —valoraciones que los socios realizan de la alianza o duración de

la misma. Las evidencias empíricas disponibles muestran, por tanto, que los estudios de acontecimientos permiten aproximar las ganancias que una empresa puede obtener con un proceso de combinación empresarial.

3.2. Reacciones del mercado de capitales ante las fusiones y adquisiciones

Efectos sobre la rentabilidad de los accionistas

El primer impulso dado al estudio empírico de la reacción del mercado de capitales ante las F&A 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&A—, 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&A 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).

Insertar Tabla 2

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 el 50% de los estudios que analizan dicho efecto, éste supera el 20%. Asimismo, siete de los ocho 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 45% 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, mientras que un 26% de estos trabajos no encuentran significativo dicho efecto —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.

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.

Insertar Tabla 3

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. Cuando es la empresa adquirente la que participa en el capital de la adquirida, 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. Por último, no hay evidencias concluyentes respecto de la participación de inversores institucionales en la empresa adquirida. A este respecto, 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.

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 son también significativos pero, en este caso, positivos.

Un tercer bloque de factores está relacionado con las características del proceso por el que se acomete la operación de F&A. 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 los trabajos 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) 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). 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&A, 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 Villalonga (2000) y Campa y Kedia (2002). 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. 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) 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.

3.3. Reacciones del mercado de capitales ante la formación de alianzas estratégicas

Efectos sobre la rentabilidad de los accionistas

El estudio de la rentabilidad anormal asociada a la formación de alianzas surge con posterioridad al del estudio de las F&A. De hecho, la literatura sobre F&A es el principal antecedente, cuando no la razón de ser de los primeros estudios empíricos realizados sobre alianzas, como el de McConnell y Nantel (1985), centrados en un único tipo de alianza, las empresas conjuntas. La Tabla 4 recoge la rentabilidad anormal obtenida en los principales estudios empíricos realizados.

Insertar Tabla 4

Como se observa en la Tabla 4, la inmensa mayoría de los estudios de acontecimientos realizados encuentran un efecto positivo y significativo ante el anuncio de una alianza. En concreto, un 76% de los estudios analizados. Con todo, existen algunos trabajos que evidencian un efecto no significativo e incluso negativo. A pesar de esta importante evidencia sobre la creación de valor, un aspecto muy destacado en las alianzas es que la reacción del mercado de

capitales, es muy pequeña —nunca superior al 1%— y, en general, inferior a la observada para los estudios centrados en F&A y que calculaban el efecto conjunto para las entidades adquirente y adquirida. Asimismo, se observa que a pesar de la respuesta positiva y significativa, por término medio, del mercado ante el anuncio de una alianza, un porcentaje elevado de las empresas que participan en dichas alianzas —sobre el 40%— no obtiene rentabilidades anormalmente positivas en torno al anuncio del suceso. Esta circunstancia, unida a la falta de resultados concluyentes en los estudios empíricos que han tratado de identificar los atributos relevantes en la creación de valor asociada a la formación de alianzas, que se exponen en la siguiente sección, hacen de este campo de estudio un área en la que según Merchant y Schendel (2000) “queda mucho por hacer”, y que, en cualquier caso, está menos desarrollada que la de las F&A.

Factores explicativos de la reacción de los mercados

Según se ha comentado previamente, los primeros estudios de acontecimientos realizados en el campo de las alianzas estratégicas tenían un carácter exploratorio. Su objetivo residía, por tanto, en analizar el impacto de la alianza sobre el valor del mercado de los socios (McConnell y Nantel, 1985; Finnerty *et al.*, 1986; Woolridge y Snow, 1990). A partir de la década de los 90 aparecen trabajos que tratan de identificar los principales factores que pueden explicar la respuesta del mercado ante este tipo de combinaciones empresariales. Una revisión de estos factores, junto con los trabajos empíricos que los han analizado, se recoge en la Tabla 5.

Insertar Tabla 5

Del análisis de la Tabla 5 se puede observar, en primer lugar, que las evidencias respecto a los factores determinantes de la creación de valor en las alianzas estratégicas son mucho menos clarificadoras que las encontradas para las F&A y que se han expuesto en la sección anterior. También se observa que hay mucha más disparidad en los factores analizados.

Un primer bloque de factores guarda relación con el ámbito de actividades la alianza, en relación con el contenido de sus actividades y el grado en el que se produce esa combinación empresarial. En relación con el contenido de la alianza, el mercado tiende a primar inequívocamente aquellas de carácter tecnológico. Las alianzas de carácter tecnológico permiten a las empresas obtener beneficios durante más etapas de la cadena de valor y del ciclo de vida del producto que otro tipo de acuerdos cooperativos como las alianzas de naturaleza comercial (Das *et al.*, 1998). Sin embargo, para el tamaño de la inversión —una variable que no se puede medir en todos los tipos de alianza— existen resultados contradictorios. Con todo, ello puede deberse a que uno de los trabajos (Chen *et al.*, 1991) se centra exclusivamente en el mercado Chino, mientras que el otro (Lummer y McConnell, 1990) analiza empresas conjuntas internacionales en diferentes países. De este modo, la incertidumbre y el riesgo que caracterizan al mercado chino puede explicar la reacción negativa del mercado a medida que aumenta la cantidad invertida en dicho país. Con todo, se trata de un factor que hay que interpretar con cautela dado el escaso número de trabajos que lo han analizado y que merece ser considerado en nuevos estudios empíricos en los que se controle, al mismo tiempo, por otros factores relevantes, como puedan ser los relacionados con la discrecionalidad directiva.

Un segundo grupo de factores está relacionado con la estructura de propiedad de los socios. En primer lugar, se ha analizado la participación de los directivos en el capital de las empresas. Este factor presenta una influencia menos clara en el campo de las alianzas que en el de las adquisiciones, pues tan sólo en el estudio de Park y Kim (1997) se aprecia un resultado positivo de este factor. Sí parece relevante, no obstante, la presencia de cruces accionariales entre los socios, la cual presenta un efecto positivo y significativo en los dos estudios empíricos que la han considerado. Estos cruces en cuanto que inmovilizaciones financieras pueden suponer una prueba de la intención de comportamiento cooperativo por parte de la empresa y de su permanencia en la alianza. En consecuencia, pueden desempeñar el papel de instrumento que facilita la negociación entre los socios cuando la alianza no se ha materializado en proyectos concretos que cuenten con su propia unidad de gestión y de control. Con todo, cabe señalar que

puesto que este factor ha sido analizado tan solo en dos estudios sus conclusiones deben ser consideradas con cautela. Estos resultados nos hacen ver que alianzas y F&A, aunque son procesos de combinación empresarial, presentan características diferenciadas que merecen de más investigación comparativa.

Un tercer bloque de factores está relacionado con los incentivos para el crecimiento y la formación de alianzas. También en el campo de las alianzas ha sido analizada la influencia de los incentivos con los que cuentan las empresas para invertir y crecer. Y nuevamente los resultados son menos claros para las alianzas que para las F&A. No existen evidencias tan concluyentes para los flujos de caja discretos ni para las oportunidades de inversión —que también se miden, como en las F&A, a través de la q de Tobin. Además, siendo, como son, las alianzas difíciles de gestionar, algunos estudios han analizado en qué medida el mercado valora el que la empresa sea capaz de extraer el máximo posible de las alianzas, en virtud de la experiencia acumulada en su gestión. No obstante, los resultados al respecto son contradictorios. Una explicación podría ser que el mercado penaliza la realización de un número elevado de alianzas, pues ello supondría renunciar a otras fórmulas de expansión internacional. De hecho, los resultados no significativos se obtienen en trabajos cuyo ámbito de análisis son empresas conjuntas internacionales. Con todo, profundizar en el verdadero efecto de este factor requiere de nuevos estudios empíricos.

Por lo que respecta a los aspectos relacionados con la internacionalización de la empresa, que habían sido analizados con gran profusión en el campo de las F&A, cabe señalar que para el caso de las alianzas estratégicas este factor *per se* prácticamente no ha sido considerado. Tan sólo dos trabajos (Finnerty *et al.*, 1986; Park y Kim, 1997) han considerado que el carácter internacional o doméstico de las alianzas pudiera ser un factor determinante de la creación de valor. En ninguno de los dos trabajos, además, se obtienen conclusiones significativas. Ello no significa, no obstante, que los estudios de acontecimientos no se hayan ocupado del análisis de las alianzas internacionales. Al contrario, gran parte de los estudios realizados, tal como se observa en la Tabla 4, se han ocupado de estudiar específicamente alianzas de carácter

internacional y, en particular, empresas conjuntas internacionales. En concreto, un 48% de los estudios realizados. Estos trabajos muestran que, en general, el mercado reacciona de forma positiva ante el anuncio de una alianza para la internacionalización. Un 79% de los estudios obtienen dicho resultado. Con todo, cabe destacar que es, precisamente, en este tipo de alianzas en los que se han obtenido reacciones negativas por parte del mercado —en tres de los 14 estudios realizados sobre alianzas internacionales se observa que el mercado penaliza la realización de empresas conjuntas internacionales. Con el fin de identificar y explicar en qué circunstancias las alianzas internacionales pueden crear o destruir valor, se han examinado diversos factores relacionados con el proceso de expansión internacional, como la distancia entre las culturas nacionales de los socios y el grado de desarrollo económico del país del socio. La distancia cultural, nuevamente medida a través del índice de Kogut y Singh (1988), es un factor que también había sido analizado como determinante de la creación de valor en las F&A. En el caso de las alianzas, sin embargo, los resultados obtenidos son menos concluyentes. En principio, la distancia cultural no influye o, por lo menos, no lo hace de forma negativa en la rentabilidad anormal asociada a la formación de alianzas estratégicas. Ello puede deberse, precisamente, a que las alianzas son un medio más atractivo de expansión internacional que las F&A en entornos culturalmente distantes (Kogut y Singh, 1988). Por lo que respecta al grado de desarrollo económico del país del socio, las evidencias al respecto son mixtas. Ello puede deberse, fundamentalmente, a la heterogeneidad de las medidas utilizadas para analizar tal influencia. Además, de estas categorías de factores en los estudios sobre creación de valor en alianzas internacionales se han utilizado otros factores que no han sido incluidos en la Tabla 5 al haber sido empleados, de forma aislada, en tan solo algunos de los trabajos. Entre ellos cabe señalar, por ejemplo, la fortaleza de la moneda local o la presencia previa en el mercado local. Esta amplia variedad de factores, unido al hecho de que son sólo las alianzas internacionales las que han arrojado resultados negativos por parte del mercado de capitales, hacen de la creación de valor en las alianzas internacionales un campo con amplias posibilidades de desarrollo futuro. En particular, se hace necesario estudios que, controlando por todas las variables relevantes —algo que no siempre se ha hecho—, clarifiquen la influencia de estos factores.

En cuanto a la diversificación, al igual que ocurría con las F&A, las evidencias son mixtas. También en este campo podemos identificar dos grandes grupos de estudios. De un lado, se sitúan los trabajos que analizan las alianzas que se realizan entre empresas del mismo sector de actividad. De otro, aquellos que estudian la influencia entre el grado de relación de los negocios de los socios y las actividades a desarrollar en colaboración. En principio, las alianzas entre competidores parecen crear más valor que las que se crean entre socios que pertenecen a sectores diferentes, tal como se refleja en la Tabla 5. Desde el punto de vista de la Teoría de Sinergias, las alianzas entre competidores permitirían obtener mayores sinergias y también podrían beneficiar a los socios con un mayor poder de mercado. Con todo, no todas las evidencias obtenidas al respecto son positivas, existiendo además argumentaciones en sentido contrario. Así, desde la Teoría de la Asimetría Informativa se sugiere que las alianzas entre socios relacionados crean menos valor porque en ese caso no existe asimetría informativa que impida valorar correctamente las capacidades aportadas por cada socio, y, por esta razón las F&A serían una opción más atractiva. Por otro lado, y con independencia de quién sea el socio, el mercado parece valorar de forma más positiva las alianzas que guardan una mayor relación con los negocios principales de los socios. Tal como se recoge en la Tabla 5, todas las evidencias obtenidas al respecto son positivas y en su mayoría significativas. Es más, algunos trabajos (Koh y Venkatraman, 1991) evidencian que el socio que obtiene mayor creación de valor con la alianza es aquél cuyas actividades están más relacionadas con las realizadas en colaboración.

Un último bloque de factores está relacionado con el tamaño. Aunque el tamaño *per se* no presenta una influencia clara, sí parece tenerla el tamaño relativo de los socios, aunque para algunos trabajos tenga un efecto no significativo. Así, podemos observar que los socios de menor tamaño en una alianza son los que obtienen mayor rentabilidad anormal. Parece lógico que las empresas de menor tamaño que, en principio, disponen de un conjunto de recursos más limitado reaccionen más ante el anuncio de una alianza que les permita acceder a nuevos recursos y capacidades. No obstante, también parece lógico pensar que si los socios obtuvieran

las mismas ganancias en términos absolutos, su peso en términos relativos fuese mayor para el socio más pequeño. En cualquier caso, ésta es una de las variables cuya medición y análisis puede ser mejorado, pues salvo en los trabajos de Kim y Park (2000) y Merchant y Schendel (2000) la medida utilizada es una *dummy* que toma valor 1 cuando es el socio de menor tamaño en términos de capitalización bursátil³. Además, en algunos trabajos (McConnell y Nantel, 1985; Koh y Venkatraman, 1991; Chan *et al.*, 1997) se ha analizado únicamente la relación bivariable entre el tamaño y la rentabilidad anormal. Por tanto, solamente mejorando la medición de esta variable e incluyéndose en estudios multivariados con todas las variables de control relevantes podría determinarse si, efectivamente, nos encontramos ante una mayor rentabilidad anormal para los socios más pequeños.

4. Implicaciones para futuras investigaciones

En las páginas anteriores hemos pasado revista a los principales trabajos empíricos que han tratado de analizar la rentabilidad anormal asociada a los procesos de combinación empresarial. Como ya se ha comentado, aunque se han realizado numerosos estudios empíricos, existen muchos resultados contradictorios que suponen oportunidades de investigación que ya se han enumerado puntualmente respecto de la influencia de determinados factores y que no vamos a repetir al objeto de no ser reiterativos. Con todo, existen también oportunidades de investigación asociadas al análisis conjunto de ambos procesos de combinación empresarial. Presentamos, a continuación, diversos problemas que la investigación realizada hasta el momento no ha podido resolver —bien por la falta de resultados concluyentes, o bien por la incapacidad de los enfoques teóricos para explicarlos— y en los que un análisis conjunto de la rentabilidad anormal en F&A y alianzas podría contribuir a clarificar.

1. Los procesos de combinación empresarial no siempre generan una rentabilidad anormal positiva en las empresas que los emprenden. En general, las F&A crean valor para la

³ La mayor parte de los trabajos han utilizado como medida del tamaño la capitalización bursátil, si bien existen otros como Das *et al.* (1998) que han empleado medidas alternativas tales como los activos

empresa adquirida, aunque no siempre para la adquirente. Los resultados para las alianzas también muestran que éstas no siempre crean valor —aunque en la mayor parte de los estudios la rentabilidad anormal es positiva. A la hora de explicar por qué los directivos adoptan decisiones que puedan perjudicar a los accionistas, la Teoría de la Agencia parece el marco teórico más apropiado. En este sentido, los resultados de los estudios empíricos muestran que la falta de alineamiento de incentivos entre directivos y accionistas, así como la disposición de tesorería discrecional son dos de las principales fuentes de rendimientos anormales negativos en el caso de las adquisiciones. Sin embargo, la influencia de estos factores es menos clara en el caso de las alianzas. Las Teorías de la Organización también pueden explicar la existencia de rentabilidades anormales negativas ante este tipo de operaciones. Estos trabajos ponen de manifiesto los importantes obstáculos que pueden encontrarse las empresas en la coordinación y control de estos procesos. En el caso de las F&A, los problemas culturales de la integración. En el caso de las alianzas, las barreras para el trabajo conjunto, la coordinación y la generación de confianza pueden impedir el aprovechamiento de las ventajas económicas de la cooperación. El factor más utilizado como indicador de los problemas de coordinación es la distancia cultural, que ejerce una influencia negativa y significativa en el caso de las F&A, pero no en el de las alianzas. Todos estos resultados muestran, por tanto, que conocer y explicar las causas de destrucción de valor para el caso de las alianzas supone un problema relevante a resolver en futuros trabajos empíricos que clarifiquen la influencia real de los factores críticos y un reto para el desarrollo de los enfoques teóricos susceptibles de explicar por qué las alianzas pueden generar rentabilidades anormales negativas. En el caso particular de la Teoría de la Agencia, debería explicarse por qué los factores relacionados con la discrecionalidad directiva no destruyen valor en las alianzas y sí lo hacen en las F&A.

2. A pesar de que queda demostrado que las combinaciones empresariales pueden generar riqueza para los accionistas, las causas de esa generación no parecen claras. Los estudios

totales, las ventas o el número de empleados. Asimismo, Merchant y Schendel (2000) también han

realizados hasta el momento no han llegado a resultados concluyentes sobre buena parte de los factores analizados y tampoco han explotado las teorías existentes en todo su potencial. En principio los inversores no tendrían por qué valorar sinergias que se pudieran alcanzar a través de formas distintas de las combinaciones empresariales, como la relación de mercado. En este sentido, la Teoría de Costes de Transacción se vuelve como el enfoque más apropiado para explicar la existencia de rentabilidades anormales positivas en estos procesos. Sin embargo, tan sólo ha sido utilizada en el ámbito de la expansión internacional de la empresa, existiendo desarrollos teóricos previos basados en la Teoría de Costes de Transacción para justificar la diversificación (Teece, 1980; 1982; Teece *et al.*, 1994) —e incluso de la Teoría de Recursos y Capacidades (Barney, 1988)— y la elección entre empresas conjuntas y adquisiciones (Hennart, 1988; Hennart y Reddy, 1997) que podrían ser utilizados para explicar la rentabilidad anormal en los procesos de combinación empresarial. En este sentido, la principal oportunidad de investigación está en identificar a través del estudio de acontecimientos criterios para elegir entre alianzas y F&A. De hecho, los resultados muestran que existe complementariedad entre fusiones y alianzas. Así, en la expansión internacional de la empresa ambas fórmulas crean valor. Sin embargo, la distancia cultural afecta negativamente al efecto de las fusiones, pero no a las alianzas. Por el contrario, en el caso de la diversificación, el mercado de capitales prima más la proximidad a los negocios actuales en el caso de las alianzas. Más estudios empíricos que incluyan alianzas —distinguiendo entre diferentes tipos de alianza— y F&A orientadas a la diversificación geográfica y de producto contribuirían a clarificar estos resultados y, en general, a identificar criterios para la elección entre ambas opciones de crecimiento.

3. El grado en que los procesos de combinación empresarial conducen a aumentos de poder de mercado sigue siendo un problema de investigación relevante, al que los estudios de acontecimientos apenas han contribuido a resolver. De hecho, tras la rentabilidad anormal que experimentan las empresas que participan en procesos de combinación empresarial

utilizado el número de empleados para medir el tamaño relativo de los socios.

pueden estar los efectos de un impacto negativo sobre la competencia en la industria, que no supondría una creación de valor propiamente dicha. A la hora de corregir este efecto, uno de los principales obstáculos es, precisamente, identificar criterios que aproximen con precisión la colusión entre las empresas. Algunos trabajos han analizado las reacciones del mercado de capitales en los rivales de las empresas que forman una combinación empresarial, al objeto de determinar si existen efectos anticompetitivos de estos procesos. En la mayor parte de los trabajos se encuentra que cuando dos empresas de una misma industria se fusionan los rivales experimentan una rentabilidad anormal positiva —una revisión de los mismos se encuentra en Song y Walkling (2000). Con todo, no es éste un resultado fácil de interpretar. En principio, una fusión horizontal reduce el número de competidores y eso favorecería la colusión en la industria y con ello el que los rivales experimentasen una rentabilidad anormal positiva ante un posible aumento de su cuota de mercado o sus beneficios. Sin embargo, Song y Walkling (2000) muestran que esta rentabilidad anormal se produce, sobre todo, en aquellos rivales que pueden ser objetivo de una nueva adquisición. Con ello, los inversores estarían anticipando una futura prima por la adquisición y no futuras ganancias por reducción en la competencia. Para el caso de las alianzas, Wu y Wei (1998) encuentran que los rivales de empresas que no participan en alianzas de I+D dentro de una industria experimentan una rentabilidad anormal negativa. No obstante, ello tampoco quiere decir que las alianzas no tengan efectos anticompetitivos. De hecho, de la realización de actividades en cooperación se pueden derivar barreras de entrada para futuros negocios (Vickers, 1985; Porter y Fuller, 1986; Kogut, 1988), lo que explicaría la rentabilidad anormal de los excluidos de la alianza —no olvidemos que las alianzas entre competidores generan mayores rentabilidades anormales que el resto. Nohria y García-Pont (1991) plantean que estas alianzas pueden ser el punto de partida para la formación de bloques estratégicos, grupos de empresas aliadas que compiten contra otros grupos de empresas. García-Pont (1999) señala que estas alianzas suponen una etapa intermedia dentro de procesos de consolidación sectorial a escala internacional, aunque no son siempre las empresas que mantenían vínculos cooperativos las que se fusionan. Más

investigación empírica, centrada en industrias específicas, y que analice la rentabilidad anormal obtenida en ellas por las empresas que participan en las sucesivas olas de alianzas y fusiones podría clarificar el impacto de la colusión y de la anticipación de ganancias en futuros procesos de F&A sobre las rentabilidades anormales estimadas.

Existen pues, oportunidades de investigación en el análisis conjunto de la rentabilidad anormal asociada a alianzas y adquisiciones, de la que los tres problemas anteriores son buenos exponentes. En cualquier caso, nuestro estudio muestra la complejidad asociada al estudio de estos procesos de combinación empresarial, 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 hemos comentado previamente es que a la hora de calcular los factores determinantes de la rentabilidad anormal experimentada por las empresas que acometen procesos de combinación empresarial 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.
- ALCALDE, N.; ESPITIA, M. y GARCÍA N. (2001): "Cooperación Bancaria: Una Aplicación de la Metodología de Eventos a las Empresas Conjuntas Bancarias", Trabajo presentado en el XI Congreso Nacional de ACEDE, Zaragoza.
- ALLEN, F. (1993): "Strategic Management and Financial Markets", *Strategic Management Journal*, vol. 14, 117-128.
- 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.

- BARNEY, J. B. (1988): "Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis", *Strategic Management Journal*, vol. 9, 71-78.
- BRADLEY, M. (1980): "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *Journal of Business*, n° 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, n° 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, n° 3, 1-7.
- BROWN, S. J. y WARNER, J. (1985): "Using Daily Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, 3-31.
- 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, n° 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*, en prensa.
- CHAN, S. H.; KENSINGER, A. J.; KEOWN, A. y MARTIN, J. D. (1997): "Do Strategic Alliances Create Value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 46, 199-221.
- 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.
- CHEN, H.; HU, M. Y. y SHIEH, J. (1991): "The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China", *Financial Management*, Winter, 31-41.
- CHEN, S.; HO, K.; LEE, C. y YEO, G. (2000): "Investment Opportunities, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures", *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, 1747-1765.
- CHUNG, I.; KOFORD, K. y LEE, I. (1993): "Stock Market Views of Corporate Multinationalism: Some Evidence from Announcements of International Joint Ventures", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 35, n°5, 275-293.
- CLARK, K. y OFEK, E. (1994): "Mergers as Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, n° 4, 541-565.

- COASE, R. H. (1937): "The Nature of the Firm", *Economica*, 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. y TEHRANIAN, H. (1992): "Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 31, nº 2, 211-234.
- CRUTCHLEY, C.; GUO, E. y HANSEN, R. (1991): "Stockholder Benefits from Japanese-U.S. Joint Ventures", *Financial Management*, Winter, 22-30.
- DAS, S.; SEN, P. y SENGUPTA, S. (1998): "Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation", *Academy of Management Journal*, vol. 41, nº1, 27-41.
- 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 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.
- FINNERTY, J.; OWERS, J. y ROGERS, R. (1986): "The Valuation Impact of Joint Ventures", *Management International Review*, vol. 26, nº2, 14-26.
- 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.
- FRÖHLS, M.; KEOWN, A.; McNABB, M. y MARTIN, J. (1998): "Growth Opportunities, Corporate Governance and the Market Value of Multinational Joint Ventures", *Managerial and Decision Economics*, vol. 19, 13-29.
- FUSFELD, D. R. (1958): "Joint Subsidiaries in the Iron and Steel Industry", *American Economic Review*, vol. 48, 578-587.
- 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.
- GARCÍA-PONT, C. (1999): "Desarrollando Estrategias Cooperativas", *ICADE*, nº 48, 99-117.
- GÓMEZ, S. (1998): *El Mercado de Control Corporativo y los Efectos Riqueza Asociados a las Adquisiciones de Empresas*, Tesis Doctoral Publicada, Universidad de Oviedo.
- GULATI, R. (1998): "Alliances and Networks", *Strategic Management Journal*, vol. 19, 293-317.
- HE, L.; MYER, F. y WEBB, J. (1997): "The Wealth Effects of Domestic vs International Joint Ventures: The Case of Real Estate", *The Journal of Real Estate Research*, vol. 13, 349-358.
- HEALY, P.; PALEPU, K. y RUBACK, R. (1992): "Does Corporate Performance Improve after Merger?", *Journal of Financial Economics*, vol. 31, 135-175.
- HENNART, J. F. (1982): *A Theory of Multinational Enterprise*, University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan.
- HENNART, J. F. (1988): "A Transaction Cost Theory of Equity Joint Ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 9, 361-374.

- HENNART, J. F. y REDDY, S. (1997): "The Choice Between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: the Case of Japanese Investors in the United States", *Strategic Management Journal*, vol. 18, 1-12.
- HERMAN, E. y LOWENSTEIN, L. (1988): "The Efficiency Effects of Hostile Takeovers", en COFFEE Jr., J. C.; LOWENSTEIN, L. y ROSE-ACKERMAN, S. (eds.): *Knights, Riders and Targets*, Oxford University Press, New York.
- HOFSTEDE, G. (1980): *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, n° 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*, n° 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, n° 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.
- KALE, P.; DYER, J. y SINGH, H. (2001): "Alliance Capability, Stock Market Response, and Long Term Alliance Success: The Role of the Alliance Function", *Strategic Management Journal*, en prensa.
- KALLUNKI, J.-P.; LARIMO, J. y PYNNÖNEN, S. (2001): "Value Creation in Foreign Direct Investments", *Management International Review*, vol. 41, n° 4, 357-376.
- KAPLAN, S. N. y WEISBACH, M. S. (1992): "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures", *Journal of Finance*, vol. 47, n° 1, 107-138.
- KIM, K. y PARK, J. H. (2000): "The Determinants of Value Creation for Partner Firms in the Global Alliance Context", Trabajo presentado at The Annual Meeting of the Academy of Management, Toronto.
- KOGUT, B. (1988): "Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives", *Strategic Management Journal*, vol. 9, 319-332.
- KOGUT, B. (1991): "Joint Ventures and the Option to Expand and Acquire", *Management Science*, vol. 37, 19-33.
- 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.
- KOH, J. y VENKATRAMAN, N. (1991): "Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: an Assessment in the Information Technology Sector", *Academy of Management Journal*, vol. 34, n°4, 869-892.

- KYLE, R.; STRICKLAND, T. H. y FAYISSA, B. (1992): "Capital Markets' Assessment of Airline restructuring following Deregulation", *Applied Economics*, vol. 24, 1097-1102.
- LEE, I. y WYATT, S. (1990): "The Effects on International Joint Ventures on Shareholder Wealth", *The Financial Review*, vol. 25, nº 4, 641-649.
- 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.
- LEWELLEN, W.; LODERER, C. y ROSENFELD, A. (1985): "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms", *Journal of Accounting and Economics*, 209-231.
- LOH, L. y VENKATRAMAN, N. (1992): "Stock Market Reaction to Information Technology Outsourcing: An Event Study", CISR Working Paper, Sloan School of Management.
- 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.
- LUMMER, S. y McCONNELL, J. J. (1990): "Stock Valuation Effects on International Joint Ventures" en RHEE, J. y CHAND, L. (eds.): *Pacific Basin Capital Markets Research*, Elsevier Science Publishers, New York.
- MADHAVAN, R. y PRESCOTT, J. (1995): "Market Value Impact of Joint Ventures: The Effect of Industry Information-Processing Load", *Academy of Management Journal*, vol. 38, nº 3, 900-915.
- 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.
- McCONNELL, J. J. y MUSCARELLA, C. (1985): "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, 399-422.
- McCONNELL, J. J. y NANTEL, J. (1985): "Common Stock Returns and Corporate Combinations: The Case of Joint Ventures", *Journal of Finance*, vol. 40, 519-536.
- 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.
- MERCHANT, H. y SCHENDEL, D. (2000): "How Do International Joint Ventures Create Shareholder Value?", *Strategic Management Journal*, vol. 21, 723-737.
- MOHANRAM, P. y NANDA, A. (1996): "When Do Joint Ventures Create Value", *Academy of Management Proceedings*.

- 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.
- NOHRIA, N. y GARCIA-PONT, C. (1991): "Global Strategic Linkages and Industry Structure", *Strategic Management Journal*, vol. 12, 105-124.
- OJAH, K.; SEITZ, N. y RAWASHDEH, M. (1997): "Why Manufacture Offshore? An Empirical Analysis of Valuation Effects", *The financial Review*, vol. 32, 477-499.
- 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.
- PARK, S. y KIM, D. (1997): "Market Valuation of Joint Ventures: Joint Venture Characteristics and Welth Gains", *Journal of Business Venturing*, vol. 12, 83-108.
- PISANO, G. (1989): "Using Equity Participation to Support Exchange: Evidence from the Biotechnology Industry", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 35, 109-126.
- PORTER, M. y FULLER, M. (1986): "Coalitions and Global Strategy", en PORTER, M. (ed.): *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Boston.
- RAD, A. T. y VAN BEEK, L. (1999): "Market Valuation of European Bank Mergers", *European Management Journal*, vol. 17, nº 5, 532-540.
- RAVENSCRAFT, D. J. y SCHERER, F. M. (1987a): *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution, Washington.
- RAVENSCRAFT, D. J. y SCHERER, F. M. (1987b): "Life after Takeover", *Journal of Industrial Economics*, vol. 36, 147-156.
- REUER, J. y KOZA, M. (2000): "Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 21, 81-88.
- 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.
- SACRISTÁN, M. y GÓMEZ, S. (2001): "Valoración de los Acuerdos de Outsourcing Informático por el Mercado de Valores Español", *Cuadernos Aragoneses de Economía*, vol. 11, nº 1, 117-136.
- SCHERER, F. M. (1980): *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin Company, Boston.
- SCHERER, F. M. (1988): "Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nº 1, 69-82.
- 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.
- 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.
- SWITZER, J. A. (1996): "Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, vol. 48, 443-460.
- TEECE, D. J. (1980): "Economies of Scope and the Scope of the Enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, 223-247.
- TEECE, D. J. (1982): "Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 3, 39-63.
- TEECE, D. J.; RUMELT, D.; DOSI G. y WINTER, S. (1994): "Understanding Corporate Coherence. Theory and Evidence", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 23, 1-30.
- 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.
- VICKERS, J. (1985): "Pre-emptive Patenting, Joint Ventures, and the Persistence of Oligopoly", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 3, 261-273.
- VIDAL, M. (2000): "Las Alianzas Estratégicas Globales para la Internacionalización. Su Contribución a la Creación de Valor en la Empresa", *Economía Industrial*, n° 333, 49-56.
- VILLALONGA, B. (2000): "Does Diversification Cause the 'Diversification Discount'?", Working Paper, UCLA.

- WAHEED, A. y MATHUR, I. (1995): "Wealth Effects of Foreign Expansion by U.S. Banks", *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, 823-842.
- WILLIAMSON, O. E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Wheatsheaf Books, Great Britain.
- WOOLRIDGE, J. R. y SNOW, C. C. (1990): "Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions", *Strategic Management Journal*, vol. 11, 353-363.
- WU, C. y WEI, K. C. (1998): "Cooperative R&D and the Value of the Firm", *Review of Industrial Organization*, vol. 13, 425-446.

Tabla 1: Aproximaciones teóricas al estudio de las combinaciones empresariales

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)	Para F&A: Amihud <i>et al.</i> (1990); Stulz <i>et al.</i> (1990); Travlos y Waegelein (1992); Song y Walking (1993); Subrahmanyam <i>et al.</i> (1997); Suk y Sung (1997); Shelton (2000)
	Flujos de caja discrecionales (Jensen, 1986)	Para F&A: Jensen (1986); Travlos (1987); Doukas (1995) Para alianzas: Mohanram y Nanda (1996); Chen <i>et al.</i> (2000)
Asimetría Informativa (Akerlof, 1970; Myers y Majluf, 1984)	Para F&A: Bradley <i>et al.</i> (1988); Amihud <i>et al.</i> (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
	Para alianzas: Balakrishnan y Koza (1993); Reuer y Koza (2000)	El mercado de capitales reaccionará de forma más positiva ante el anuncio de una alianza cuanto mayor sea la asimetría entre los negocios de los socios
Teoría de Sinergias (Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987)	Para F&A: Lubatkin (1987); Singh y Montgomery (1987); Seth (1990); Datta y Puia (1995); Brooks <i>et al.</i> (2000); DeLong (2001)	Las combinaciones empresariales conducirán a un aumento en el precio de las acciones de las empresas que las emprenden cuando permitan la explotación de sinergias
	Para alianzas: McConnell y Nantel (1985); Lummer y McConnell (1990); Chen <i>et al.</i> (1991); Koh y Venkatraman (1991)	
Teoría de la Organización Industrial (Bain, 1956)	Para F&A: Eckbo (1983; 1985); Chatterjee (1991)	Las combinaciones empresariales influirán positivamente sobre el valor de mercado de las empresas cuando éstas aumenten su poder de mercado.
	Para alianzas: Wu y Wei (1998)	
Teorías Organizativas (Buono <i>et al.</i> , 1985; Jemison y Sitkin, 1986)	Para F&A: Datta y Puia (1995); Very <i>et al.</i> (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 combinación empresarial
	Para alianzas: Kim y Park (2000); Merchant y Schendel (2000)	
Teoría de Costes de Transacción (Coase, 1937; Williamson, 1975)	Internalización (Buckley y Casson, 1976; Hennart, 1982)	Para F&A: Doukas y Travlos (1988); Morck y Yeung (1992); Hubbard y Palia (1999); Pantzalis y Kohers (2000)
	Gobierno efectivo (Hennart, 1988; Pisano, 1989)	Para alianzas: Park y Kim (1997); Kim y Park (2000); Merchant y Schendel (2000)

Tabla 2: Rentabilidades anormales asociadas a las F&A

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR [†] adquirente	CAR [†] adquirida	CAR [†] 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// -1,9 ^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**	---	---
Kyle, Strickland y Fayissa (1992)	1978-1989	24	CAR para varios intervalos	3,72*** ^e	14,47*** ^e	8,51*** ^e
Morck y Yeung (1992)	1978-1988	322	AR (0)	0,29**	---	---
Song y Walking (1993)	1977-1986	153	CAR (-5,5)	---	23,4***	---
Manzon, Sharp y Travlos (1994)	1975-1983	103	CAR (-1,0)	0,2	---	---
Markides e Ittner (1994)	1975-1988	276	CAR (-1,0)	0,32*	---	---
Datta y Puia (1995)	1978-1990	112	CAR para varios intervalos.	-0,42*// -0,72* ^f	---	---
Doukas (1995)	1975-1989	463	CAR (-1,0)	0,41**// -0,18 ^g	---	---
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***	---

(continúa)

Tabla 2 (continuación): Rentabilidades anormales asociadas a las F&A

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR [†] adquirente	CAR [†] adquirida	CAR [†] conjunto
Frame y Lastrapes (1998)	1990-1993	54 adquirentes 19 adquiridas	CAR (-5,5)	-0,3015**	1,1832**	---
Emery y Switzer (1999)	1967-1987	347	CAR (-1,0)	0,09// -1,95**// -0,77** ^d	---	---
Hubbard y Palia (1999)	1961-1970	392	CAR (-5,5)	1,62***//0,24 ^c	---	---
Rad y Beek (1999)	1989-1996	56 adquirentes 17 adquiridas	CAR (-1,0)	-0,25	4,46**	---
Brooks, Feils y Sahoo (2000)	1981-1989	272	CAR (-1,0)	-0,36**// -0,31 ^h	---	---
Chatterjee (2000)	1977-1990	25	CAR para 1, 2 y 3 años después de la compra. Datos mensuales.	-0,117// -0,187// -0,353 [†]	---	---
Eckbo y Thorburn (2000)	1964-1983	1261	CAR (-12,-1). Datos mensuales.	2,37***	7,81***	---
Leeth y Borg (2000)	1919-1930	466 adquirentes 72 adquiridas	CAR para varios intervalos. Datos mensuales.	2,43*** ^j	15,57*** ^j	---
Pantzalis y Kohers (2000)	1992-1997	151	CAR (0,1)	1,93***	---	---
Seth, Song y Pettit (2000)	1981-1990	100	CAR (-10,10)	0,11	38,3***	7,57***
Shelton (2000)	1962-1983	199	CAR para varios intervalos.	-0,6** ^j	11,2*** ^j	1*** ^j
DeLong (2001)	1988-1995	280	CAR (-10,1)	-1,68***	16,61***	0,04
Uhlenbruck, Hitt y Semadeni (2001)	1995-2000	829	AR (0)	1,42***//1,16**// -0,88//0,28 ^k	---	---
García y Ferrando (1992)	1980-1989	12	CAR para varios intervalos. Datos mensuales.	-4,54*** ^l	28,51*** ^l	---
Fernández y García (1995)	1985-1992	34 adquirentes 36 adquiridas	CAR para varios intervalos. Datos mensuales.	0,457 ^m	3,551*** ^m	---
Fernández y Gómez (1999)	1988-1994	74	CAR (-5,5)	0,75	15,09***	1,98**
Fernández y García (2000)	1987-1995	168 adquirentes 378 adquiridas	CAR (-t,t) t={1,5, 20}	-0,06//0,353//0,904 ⁿ	0,787***//1,463***//3*** ⁿ	---
Kallunki, Larimo y Pynnönen (2001)	1985-1996	79	CAR (-1,5)	1,04**	---	---

[†] CAR: rentabilidad anormal acumulada en el período 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 (-1,0).

^k 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".

^l CAR (-12,-1).

^m CAR (-1,1).

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

* Resultado significativo al 90%.

** Resultado significativo al 95%.

*** Resultado significativo al 99%.

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

Factores		Reacción Positiva	Efecto Neutro (no significativo)	Reacción Negativa
Estructura de propiedad de las empresas	Participación directiva en la empresa adquirente	Lewellen <i>et al.</i> (1985); Amihud <i>et al.</i> (1990); Morck y Yeung (1992); Travlos y Waegelein (1992); Subrahmanyam <i>et al.</i> (1997); Lozano <i>et al.</i> (1997)		
	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)
Incentivos para invertir	Flujos de caja discrecionales			Jensen (1986); Travlos (1987); Doukas (1995)
	Q de Tobin	Morck y Yeung (1992); Doukas (1995)		
Características del proceso	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)		
	Financiación en efectivo	Travlos (1987); Emery y Switzer (1999)	Morck y Yeung (1992); Leeth y Borg (2000)	
	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 Waegelein (1992)
Internacionalización	Empresa adquirida extranjera	Doukas y Travlos (1988); Cakici, <i>et al.</i> (1996); Frame y Lastrapes (1998); Delios y Beamish (1999); Brooks, <i>et al.</i> (2000); Eckbo y Thorburn (2000); Pantzalis y Kohers (2000); DeLong (2001)	Rad y Beek (1999)	
	Distancia cultural (Kogut y Singh, 1988)		Dewenter (1995)	Chatterjee <i>et al.</i> (1992); Datta y Puia (1995); Very <i>et al.</i> (1997)
Diversificación	Empresa adquirida de otro sector	Hubbard y Palia (1999); Leeth y Borg (2000)	Doukas y Travlos (1988)	Morck <i>et al.</i> (1990); Shelton (2000)
	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.

Tabla 4: Rentabilidades anormales asociadas a las alianzas estratégicas

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR† (%)
McConnell y Nantel (1985)	1972-1979	136 ^a empresas conjuntas domésticas	CAR (-1,0) 67% positivos	0.73***
Finnerty, Owers y Rogers (1986)	1976-1979	190 empresas conjuntas 80 domésticas 110 internacionales	AR† (0)	0.24 0.22 domésticas 0.19 internacionales
Lee y Wyatt (1990)	1974-1986	109 empresas conjuntas internacionales	AR (0)	-0.466*
Lummer y McConnell (1990)	1971-1980	416 empresas conjuntas internacionales	CAR (-1,0)	0.4**
Woolridge y Snow (1990)	1972-1987	767 decisiones estratégicas 197 empresas conjuntas	AR (0)	0.38** ^b
Chen, Hu y Shieh (1991)	1979-1990	88 empresas conjuntas estadounidenses en China ^c	CAR (-1,0) 51,1% positivos	0.71***
Crutchley, Guo y Hansen (1991)	1979-1987	146 empresas conjuntas internacionales (USA-Japón)	CAR (0,1) 56,7% positivos	0.99***
Koh y Venkatraman (1991)	1972-1986	175 empresas conjuntas	CAR (-1,0) 58% positivos	0.87***
Loh y Venkatraman (1992)	1976-1982	58 anuncios de outsourcing	CAR (-1,1)	1.05*
Balakrishnan y Koza (1993)	1974-1977	64 empresas conjuntas domésticas	AR (0) Datos mensuales.	1.19***
Chung, Koford y Lee (1993)	1969-1989	230 empresas conjuntas internacionales	AR (0)	-0.16
Madhavan y Prescott (1995)	1978-1991	108 empresas conjuntas	CAR (-1,0)	0.529** ^{*d} 0.399 0.024
Waheed y Mathur (1995)	1963-1989	259 anuncios de expansión internacional en banca 35 empresas conjuntas	CAR (-1,0)	-0.11** ^e
Mohanram y Nanda (1996)	1986-1993	253 empresas conjuntas	CAR (-1,1)	0.19
Chan, Kensinger, Keown y Martin (1997)	1983-1992	345 alianzas estratégicas	AR (0) 55% positivos	0.64***
He, Myer y Webb (1997)	1975-1990	81 empresas conjuntas	CAR (-1,0)	0.82**
Ojah, Seitz y Rawashdeh (1997)	1980-1991	125 empresas conjuntas internacionales	AR (0)	0.021
Park y Kim (1997)	1979-1988	158 empresas conjuntas 113 domésticas 45 internacionales	AR (0)	0.763***
Das, Sen y Sengupta (1998)	1987-1991	119 alianzas estratégicas	CAR (-1,0)	0.1

(continúa)

Tabla 4 (continuación): Rentabilidades anormales asociadas a las alianzas estratégicas

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR [†] (%)
Fröhls, Keown, McNabb y Martin (1998)	1987-1992	320 empresas conjuntas internacionales ^f	CAR (0,1)	0.89***
Wu y Wei (1998)	1985-1992	209 anuncios de cooperación en I&D	AR (0)	0.89**
Anand y Khanna (2000)	1990-1993	870 empresas conjuntas	AR (0)	0.67**
Chen, Ho, Lee y Yeo (2000)	1979-1993	174 empresas conjuntas internacionales	CAR (-1,0) 60% positivos	0.96***
Kim y Park (2000)	1989-1998	84 alianzas globales	AR (0)	0.248**
Merchant y Schendel (2000)	1986-1990	101 empresas conjuntas internacionales	AR (0)	-0.2
Reuer y Koza (2000)	1985-1995	297 empresas conjuntas 163 domésticas 134 internacionales	CAR (-1,1)	0.439** 0.655*** domésticas 0.177 internacionales
Vidal (2000)	1987-1997	72 alianzas globales	AR (0) 63% positivos	0.19**
Alcalde, Espitia y García (2001)	1996-1999	81 empresas conjuntas	AR (0)	0.341***
Sacristán y Gómez (2001)	1993-1999	21 anuncios de outsourcing informático	CAR (-2,0)	0.34*

[†] CAR: rentabilidad anormal acumulada en el período señalado; AR: rentabilidad anormal en el día señalado

^a Número total de empresas conjuntas. Incluye los anuncios contaminados por anuncios de pagos de dividendos, adquisiciones y/o fusiones, actividades de inversión. Con todo, los resultados obtenidos para una muestra de anuncios "no contaminados" (N=108) son muy semejantes. En concreto, la rentabilidad anormal observada fue del 0.85%***.

^b En la tabla aparece recogida la rentabilidad anormal obtenida para la submuestra de empresas conjuntas

^c Número total de empresas conjuntas. Incluye los anuncios contaminados por anuncios de pagos de dividendos, adquisiciones y/o fusiones, actividades de inversión. Con todo, los resultados obtenidos para una muestra de anuncios "no contaminados" (N=51) son muy semejantes. En concreto, la rentabilidad anormal observada fue del 1.03%***.

^d En la tabla aparecen recogidas, respectivamente las rentabilidades anormales para las empresas conjuntas formadas en industrias de bajo/medio y alto requerimiento de procesamiento de información

^e En la tabla aparece recogida la rentabilidad anormal obtenida para la submuestra de empresas conjuntas

^f Número total de empresas conjuntas. Incluye los anuncios contaminados por anuncios de pagos de dividendos, adquisiciones y/o fusiones, actividades de inversión. Con todo, los resultados obtenidos para una muestra de anuncios "no contaminados" (N=234) son muy semejantes. En concreto, la rentabilidad anormal observada fue del 0.91%***.

* Resultado significativo al 90%.

** Resultado significativo al 95%.

*** Resultado significativo al 99%.

Tabla 5: Factores determinantes de la creación de valor en las alianzas estratégicas

Factores		Reacción positiva	Efecto Neutro (no significativo)	Reacción negativa
Ámbito actividades de la alianza	Contenido tecnológico	Chan <i>et al.</i> (1997); Das <i>et al.</i> (1998); Wu y Wei (1998); Merchant y Schendel (2000)		
	Tamaño inversión	Lummer y McConnell (1990)		Chen <i>et al.</i> (1991)
Estructura propiedad socios	Participación directiva	Park y Kim (1997)	Fröhls <i>et al.</i> (1998); Chen <i>et al.</i> (2000)	
	Participación institucional	Park y Kim (1997)		
	Cruces accionariales	Kim y Park (2000); Merchant y Schendel (2000)		
Incentivos para la inversión	Flujos de caja discrecionales		Chen <i>et al.</i> (2000)	Mohanram y Nanda (1996)
	Q de Tobin	Chen <i>et al.</i> (2000)	Fröhls <i>et al.</i> (1998)	
	Experiencia previa gestión alianzas	Anand y Khanna (2000)	Kim y Park (2000); Merchant y Schendel (2000)	
Internacionalización	Socio extranjero		Finnerty <i>et al.</i> (1986); Park y Kim (1997)	
	Distancia cultural	Kim y Park (2000)	Merchant y Schendel (2000)	
	Grado de desarrollo económico del país del socio	Lummer y McConnell (1990); Ojah <i>et al.</i> (1997)	Chung <i>et al.</i> (1993); He <i>et al.</i> (1997); Fröhls <i>et al.</i> (1998); Chen <i>et al.</i> (2000)	Lee y Wyatt (1990)
Diversificación	Similitud entre los negocios de los socios	Koh y Venkatraman (1991); Chan <i>et al.</i> (1997); Park y Kim (1997); Wu y Wei (1998)	Merchant y Schendel (2000)	Balakrishan y Koza (1993); Mohanram y Nanda (1996); Reuer y Koza (2000)
	Similitud entre los negocios de los socios y la alianza	Koh y Venkatraman (1991); Merchant y Schendel (2000)	Fröhls <i>et al.</i> (1998)	
Tamaño relativo de los socios			Kim y Park (2000); Merchant y Schendel (2000)	McConnell y Nantel (1985); Crutchley <i>et al.</i> (1991); Koh y Venkatraman (1991); Mohanram y Nanda (1996); Chan <i>et al.</i> (1997); Das <i>et al.</i> (1998)
Tamaño de la empresa		Merchant y Schendel (2000)	Chen <i>et al.</i> (1991); Kim y Park (2000)	Chan <i>et al.</i> (1997); Fröhls <i>et al.</i> (1998); Wu y Wei (1998); Chen <i>et al.</i> (2000)