

UNIVERSIDAD DE OVIEDO



Departamento de Administración de Empresas

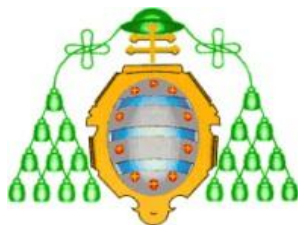
TESIS DOCTORAL

**VALORACIÓN DE LAS FUSIONES Y
ADQUISICIONES EN DISTINTOS
ENTORNOS LEGALES E INSTITUCIONALES**

Isabel Feito Ruiz

2011

UNIVERSIDAD DE OVIEDO



Departamento de Administración de Empresas

TESIS DOCTORAL

**VALORACIÓN DE LAS FUSIONES Y
ADQUISICIONES EN DISTINTOS
ENTORNOS LEGALES E INSTITUCIONALES**

Directoras:

Dra. Ana Isabel Fernández Álvarez

(Catedrática de Economía Financiera)

Dra. Susana Menéndez Requejo

(Profesora Titular de Economía Financiera)

Doctoranda:

Isabel Feito Ruiz

Oviedo, 2011

AGRADECIMIENTOS

Al finalizar esta tesis, me gustaría agradecer a las muchas personas e instituciones cuyo apoyo, guía y ánimos fueron fundamentales para llevar a cabo este trabajo de forma productiva y gratificante.

Primero, me gustaría dar mis más especiales palabras de gratitud a mis directoras las profesoras Dr. Ana Isabel Fernández Álvarez y Dr. Susana Menéndez Requejo por darme la oportunidad de iniciar mi carrera investigadora. Me siento muy afortunada de haber estado bajo la dirección de tan excelentes profesionales. Ellas siempre me han dado un excepcional apoyo académico y personal y han sido un gran ejemplo a seguir durante estos años. Su dedicación, ánimo y confianza han sido determinantes para la realización de esta tesis. Espero que este equipo de trabajo continúe así en el futuro.

Esta tesis ha recibido el apoyo financiero de la Fundación para el Fomento en Asturias de la Investigación Científica Aplicada y la Tecnología (FICYT) durante los últimos cuatro años y de la Fundación Banco Herrero.

Me gustaría también expresar mi profunda gratitud al profesor Dr. Luc Renneboog por proporcionarme la gran oportunidad de estar bajo su dirección durante mi estancia en la Universidad de Tilburg. Le agradezco sus consejos y ayuda durante no sólo mis meses en Tilburg sino también tras mi vuelta a España. Agradezco también al Departamento de Finanzas y al CentER Graduate School de la Universidad de Tilburg por aceptarme durante mi estancia de investigación e integrarme como un miembro más.

Agradezco a mis compañeros del Departamento de Administración de Empresas de la Universidad de Oviedo toda su ayuda, compañerismo y la creación de un ambiente de trabajo tan especial.

Estoy también en deuda con todos mis compañeros del Área de Economía Financiera por darme siempre su apoyo, atención y su amistad durante este duro periodo. En concreto, a Nuria Suárez Suárez y Elena Cubillas Martín quiero agradecerles su amistad y haberme dado siempre un magnífico apoyo, tanto en los buenos como en los malos momentos. Siempre recordaré mi vida como estudiante de doctorado como uno de los mejores años de mi vida gracias a ellas.

Por último, pero no por ello menos importante, quiero dar mi más profundo agradecimiento a mi familia por su incondicional ayuda y cariño. Dedico este trabajo a mis padres por su paciencia, ánimo y apoyo y a mis hermanas por estar siempre ahí para mí. Sin ellos nunca hubiera alcanzado este objetivo.

A todas las personas e instituciones referidas, mi más sincero agradecimiento y mis disculpas por los errores y omisiones cometidos, de los cuales debo ser considerada como la única responsable.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	17
SUMMARY.....	25
PARTE I: FUNDAMENTOS TEÓRICOS Y REVISIÓN DE LA LITERATURA	35
CAPITULO 1: CONFLICTOS DE AGENCIA EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	37
1.1.Introducción	39
1.2.Conflictos Agencia Directivos-Accionistas	41
1.2.1. El Problema del Sobre pago.....	42
1.2.2. Señal de Sobrevaloración.....	46
1.3.Conflictos Agencia Accionistas Mayoritarios-Minoritarios.....	48
1.3.1. Control vs Beneficios Privados del Propietario Mayoritario: El Problema de Tunneling.....	49
1.3.2. Dilución de Propiedad y Pérdida de Control.....	52
CAPITULO 2 : ENTORNO LEGAL E INSTITUCIONAL EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	55
2.1.Introducción	57
2.2.Protección del Inversor y Calidad Institucional.....	58
2.2.1. Obtención de Beneficios Privados del Control mediante F&As.....	59
2.2.2. Creación de Mercados de Capitales Internos a través de las F&As	62
2.3.Desarrollo de los Mercados de Control Corporativo	65
2.3.1. F&A como Mecanismo de Control Corporativo.....	65
2.3.2. Transferencias de Gobierno Corporativo mediante las F&As	68
PARTE II : ANÁLISIS EMPÍRICO.....	73
CAPITULO 3 : VALORACIÓN DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	75
3.1.Introducción	77
3.2.Valoración de las F&As: Hipótesis.....	77
3.3.Base de Datos y Metodología	80
3.3.1. Descripción de las Fusiones y Adquisiciones en la “Sexta Oleada”	80
3.3.2. Metodología: Estudio de Acontecimientos	90
3.4.Resultados Obtenidos: Valoración de las F&As.....	94
3.4.1. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente.....	94

3.4.2. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente según la Estructura de Propiedad	97
3.4.3. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente según las Características del Entorno Legal e Institucional.....	100
3.4.4. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente según Otras Características de las Empresas y de la Operación	102
3.5. Conclusiones	108
CAPITULO 4: MÉTODO DE PAGO EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	111
4.1. Introducción	113
4.2. Método de Pago en las F&As: Hipótesis	114
4.3. Descripción de las F&As según el Método de Pago.....	116
4.4. Metodología y Resultados.....	121
4.4.1. Determinantes del Método de Pago	122
4.4.2. Resultados Obtenidos: Determinantes del Método de Pago	125
4.4.3. Determinantes de la Valoración de las F&As por los Accionistas de la Adquirente según el Método de Pago	128
4.4.4. Resultados Obtenidos: Determinantes la Valoración de las F&As por los Accionistas de la Adquirente según el Método de Pago.....	129
4.5. Conclusiones	134
CAPITULO 5 : DIVERSIFICACIÓN EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	135
5.1. Introducción	137
5.2. Diversificación a través de las F&As: Hipótesis	138
5.3. Descripción de las F&As según la Diversificación de la Actividad.....	140
5.4. Metodología y Resultados.....	142
5.4.1. Determinantes de las F&As de Diversificación	143
5.4.2. Resultados Obtenidos: Determinantes de las F&As de Diversificación	144
5.4.3. Determinantes de la Valoración de las F&As de Diversificación por los Accionistas de la Adquirente	147
5.4.4. Resultados Obtenidos: Determinantes de la Valoración de las F&As de Diversificación por los Accionistas de la Adquirente	149
5.5. Conclusiones	151
CAPITULO 6 : FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSNACIONALES.....	153
6.1. Introducción	155

6.2.F&As Transnacionales: Hipótesis.....	156
6.3.Descripción de las F&As según sean Transnacionales o Domésticas	159
6.4.Metodología y Resultados.....	162
6.4.1. Determinantes de las F&As Transnacionales.....	163
6.4.2. Resultados Obtenidos: Determinantes de las F&As Transnacionales.....	164
6.4.3. Determinantes de la Valoración de las F&As Transnacionales por los Accionistas de la Adquirente	167
6.4.4. Resultados Obtenidos: Determinantes de la Valoración de las F&As Transnacionales por los Accionistas de la Adquirente.....	168
6.5.Conclusiones	174
CONCLUSIONES FINALES	175
FINAL CONCLUSIONS	185
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	193
ANEXOS	209

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

TABLAS

Tabla 1: Distribución Geográfica (F&As).....	81
Tabla 2: Estadísticos Descriptivos	86
Tabla 3: Distribución F&As según Porcentaje Propiedad Accionista Mayoritario Adquirente	87
Tabla 4: Porcentaje Propiedad Accionistas Estratégicos Adquirente.....	89
Tabla 5: Rentabilidad Anormal Acumulada de la Adquirente (CAAR)	95
Tabla 6: Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según el Porcentaje de Propiedad del Accionista Mayoritario	98
Tabla 7: Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según el Tipo de Propiedad del Accionista Mayoritario	99
Tabla 8: Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según las Características del Entorno Legal e Institucional	101
Tabla 9: Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según las Características de las Empresas	104
Tabla 10: Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según las Características de la Operación	107
Tabla 11: Estadísticos Descriptivos (Método de Pago).....	120
Tabla 12: Determinantes del Método de Pago en las F&As (1ª Etapa Modelo <i>Probit</i>) (I).....	127
Tabla 13: Valoración de las F&As Pagadas con Efectivo (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (I).....	132
Tabla 14: Estadísticos Descriptivos (F&As Diversificación vs No Diversificación)	141
Tabla 15: Determinantes de las F&AS de Diversificación (1ª Etapa Modelo <i>Probit</i>) (I).....	146
Tabla 16: Valoración de las F&As de Diversificación (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (I).....	150
Tabla 17: Distribución Geográfica (F&As Transnacionales vs Domésticas)	160
Tabla 18: Estadísticos Descriptivos (F&As Transnacionales vs Domésticas).....	162
Tabla 19: Determinantes de la Decisión de F&A Transnacional (1ª Etapa Modelo <i>Probit</i>) (I).....	166
Tabla 20: Valoración de las F&A Transnacional (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (I).....	170
Tabla 21: Determinantes de la Decisión de F&A Transnacional (1ª Etapa Modelo <i>Probit</i>) (II).....	172
Tabla 22: Valoración de las F&A Transnacional (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (II)	173
Tabla A.3.1: Matriz Correlaciones	213
Tabla A.3.2: Valoración de los Accionistas de la Empresa Adquiriente del Anuncio de una F&A	219
Tabla A.4.1: Distribución Geográfica (Método de Pago)	223

Tabla A.4.2: Determinantes del Método de Pago en las F&As (1ª Etapa Modelo <i>Probit</i>) (II)	224
Tabla A.4.3: Valoración de las F&As Pagadas con Efectivo (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (II)	225
Tabla A.5.1: Distribución Geográfica (F&As Diversificación)	227
Tabla A.5.2: Operaciones de F&A por Sectores Industriales	229
Tabla Definición de Variables	233

GRÁFICOS

Gráfico 1: Promedio F&As según Porcentaje Propiedad Accionista Mayoritario Adquirente	88
Gráfico 2: Promedio Propiedad Accionistas Estratégicos y Capital Flotante (<i>Free-Float</i>)	90
Gráfico 3: Rentabilidad Anormal Promedio Adquirente	96
Gráfico 4: Rentabilidad Anormal Acumulada Promedio Adquirente	96

INTRODUCCIÓN

INTRODUCCIÓN

El objetivo de esta tesis doctoral es analizar la influencia del entorno legal e institucional y de la estructura de propiedad sobre la valoración de las operaciones de fusión y adquisición (F&A) que realizan los accionistas de las empresas adquirentes, considerando que a su vez pueden influir en las decisiones que los directivos pueden tomar discrecionalmente, relativas al método de pago, la diversificación y la internacionalización de la operación.

Mientras que las investigaciones están de acuerdo en que los accionistas de la empresa adquirida valoran positivamente las operaciones de F&A¹, los estudios empíricos muestran divergencias en los resultados en cuanto a la creación de valor de las F&As para los accionistas de la empresa adquirente. Algunos trabajos², señalan una valoración positiva de las F&As. Por el contrario, otros³ observan que los accionistas de la empresa adquirente valoran negativamente el anuncio de una operación de F&A.

Esta investigación contribuye al estudio de las F&As al considerar conjuntamente la influencia de los conflictos de agencia tanto entre accionistas y directivos, como entre accionistas mayoritarios y minoritarios y de las características del entorno legal e

¹ Maquiera et al. (1998); Mulherin y Boone (2000); De Long (2001); Beitel, Schiereck y Wahreburg (2004); Campa y Hernando (2004); Danbolt (2004); Goergen y Renneboog (2004); Campa y Hernando (2006).

² Chang (1998); Maquieira, Megginson y Nail (1998); Fuller, Netter y Stegemoller (2002); Campa y Hernando (2004); Goergen y Renneboog (2004); Moeller, Schlingemann y Stulz (2004); Ben-Amar y André (2006); Faccio, McConnell y Stolin (2006); Martynova y Renneboog (2008).

³ Travols (1987); Walker (2000); De Long (2001); Beitel, Schiereck y Wahreburg (2004); Gregory y McCorriston (2002); Goergen y Renneboog (2004); Campa y Hernando (2006); Hagendorff, Collins y Keasey (2007); Basu, Dimitrova y Paeglis (2008).

institucional sobre la valoración de las F&As de forma directa, e indirecta a través de las características de la operación. Se aporta evidencia empírica sobre el sesgo de selección y el carácter endógeno de las decisiones directivas en cuanto al método de pago de la F&A, la diversificación de la actividad y la internacionalización de la operación, al estar también condicionadas por los conflictos de agencia, el entorno legal e institucional y las características de las empresas.

La tesis se estructura en dos partes. En la parte I, compuesta por dos capítulos, se desarrollan los fundamentos teóricos y la evidencia empírica previa que analiza la valoración de las operaciones de F&A por parte de los accionistas de la empresa adquirente, en relación a los conflictos de agencia y al entorno legal e institucional. En la parte II, se analiza empíricamente la valoración que realizan los accionistas de la empresa adquirente, a partir del cálculo de rentabilidades anormales, de las F&As anunciadas por empresas europeas que cotizan en bolsa, que adquieren una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo, en el período 2002-2007, considerando la estructura de propiedad y el entorno legal e institucional como aspectos que influyen en la valoración. Además, se profundiza en la relevancia del método de pago, la diversificación y la internacionalización de las F&As, como decisiones que condicionan la valoración de los accionistas de la adquirente.

Seguidamente presentaremos el contenido de cada uno de los capítulos.

En el capítulo 1 se examinan los argumentos planteados, desde la perspectiva de la teoría de la agencia, en relación a los conflictos de intereses, tanto entre los directivos y accionistas como entre accionistas mayoritarios y minoritarios, que pueden surgir en la empresa adquirente cuando se realiza una F&A y que influyen negativamente en la valoración de dicha operación. Se describen las razones por las que los directivos de la empresa adquirente pueden sobrepagar una F&A (Roll, 1986; Amihud y Lev, 1981; Jensen, 1986) o aprovecharse de la sobrevaloración de las acciones en el mercado, en detrimento de los accionistas minoritarios (Rhodes-Kropf y Viswathan, 2004; Shleifer y Vishny, 2003), cuando su riqueza no está vinculada a la empresa.

La presencia de accionistas mayoritarios en la empresa adquirente podría reducir los conflictos de intereses entre accionistas y directivos en las operaciones de F&A, o por contra provocar que se realicen operaciones que no benefician a los accionistas minoritarios. Los accionistas mayoritarios podrían preferir operaciones de F&A que les permitan obtener beneficios privados, a través de la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios, influyendo en la reacción negativa de los mercados de capitales. Este aspecto ha recibido escasa atención en la literatura de F&As. Los trabajos de Ben-Armar y André (2006) para las F&As canadienses y de Basu, Dimitrova y Peglis (2008) para las estadounidenses han examinado si los accionistas mayoritarios, como las empresas familiares, obtienen beneficios privados de los procesos de F&A. Sin embargo, no hemos encontrado investigaciones que analicen dicha relación en Europa, cuyo entorno legal e institucional tiene importantes diferencias. En esta tesis se aborda el estudio de esta cuestión.

En el capítulo 2 se revisan los argumentos planteados desde la perspectiva del *law & finance*, sobre cómo las características del entorno legal e institucional pueden

condicionar la valoración de las operaciones de F&A. Se detalla la influencia que pueden tener la protección del inversor (accionista y acreedor) y la calidad institucional, así como el desarrollo de los mercados de control corporativo en los distintos países.

El coste de obtener beneficios privados por parte de los directivos, o accionistas de control, varía en cada país dependiendo de la protección del inversor (La Porta et al., 1997, 1998; Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004). La protección de los accionistas reduce los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, y entre accionistas mayoritarios y minoritarios, siendo menos frecuentes las operaciones de F&A motivadas por el interés directivo, o por la búsqueda de beneficios privados de los accionistas de control. Por su parte la protección del acreedor reduce los problemas de agencia entre directivos y acreedores, reduciendo los costes de acceder a financiación externa en los mercados de capitales. Los menores costes aumentan las fuentes de financiación disponibles para las empresas cuando llevan a cabo una F&A y reduce la necesidad de crear “mercados de capitales internos” en las empresas.

Asimismo, la protección del inversor promueve los sistemas de gobierno corporativo orientados al mercado (La Porta et al., 1999), siendo las operaciones de F&A mecanismos disciplinarios de control corporativo en sí mismas. Además, las F&As entre distintos países pueden servir como mecanismo que facilita la transferencia de los sistemas de gobierno corporativo, entre los países implicados en la operación de F&A (La Porta et al., 2000; Rossi y Volpin, 2004).

La parte II de la tesis se compone de cuatro capítulos empíricos. El capítulo 3 se estima la rentabilidad anormal obtenida por los accionistas de la empresa adquirente en torno al anuncio de una F&As, siguiendo la metodología del estudio de acontecimientos, sobre la base de datos de las F&As anunciadas por empresas europeas en el período 2002-2007. Asimismo, se describe la base de datos y se presentan las variables empleadas en el resto de capítulos, en los que se profundiza en la relevancia del método de pago, la diversificación y la internacionalización que se decida en cada operación.

En el capítulo 4 se analiza cómo el método de pago elegido en una F&A influye en la valoración de las F&As por los accionistas de la adquirente. En la medida en que esta decisión esté condicionada por los conflictos de agencia, asimetrías informativas y costes de transacción, la valoración de las F&As según el método de pago elegido puede estar condicionada por la estructura de propiedad de la empresa adquirente y el entorno legal e institucional. Se plantean dos posibles efectos asociados a la estructura de propiedad en la empresa adquirente. Por una lado, mayor concentración de la propiedad podría mitigar los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, evitando que los directivos elijan la forma de pago de una F&A según les reporte beneficios privados. Por otro lado, sin embargo, la mayor concentración de la propiedad podría favorecer que la F&A se pague con efectivo, para evitar diluir la propiedad de la empresa adquirente, con el consiguiente efecto negativo sobre la valoración. Asimismo, planteamos la relevancia del entorno legal e institucional, pues peor calidad legal e institucional reduce los costes de los directivos y de los accionistas mayoritarios de obtener beneficios privados con la operación, haciendo preferible el pago con efectivo. A su vez, la peor calidad legal e institucional incrementa los costes de financiación externa, lo que de nuevo incentiva el pago con efectivo, siendo en este caso la decisión

mejor valorada por los accionistas de la adquirente. Además, consideramos que el método de pago puede depender de características propias de cada empresa, de manera que, la decisión del método de pago puede depender de las mismas variables que explican la valoración de las F&As, lo cual requiere controlar el posible sesgo de selección y el carácter endógeno del método de pago.

En el capítulo 5 se analizan la relevancia de la diversificación en las F&As, como decisión que influye en la valoración de los accionistas. Se plantea que en países con débil calidad legal e institucional, la diversificación puede conllevar beneficios asociados a la creación de mercados de capitales internos, aunque por otro lado podría generar costes, debido a la mayor intensidad de los conflictos de agencia. La mayor concentración de la propiedad puede matizar la relación, ya que un mayor control directivo por parte de los accionistas mayoritarios puede contribuir a reducir los conflictos de agencia entre directivos y accionistas, siendo los beneficios de la diversificación mayores en entornos con débil calidad legal e institucional. Por el contrario, la mayor concentración de la propiedad puede dar lugar a conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios, incrementando los costes de estas operaciones. Al igual que en la decisión del método de pago, es necesario controlar la posible endogeneidad de la decisión de diversificación, pues los conflictos de agencia, las características del entorno legal e institucional y las características de las empresas pueden influir tanto en la valoración de los accionistas como en la decisión de diversificación.

Finalmente, en el capítulo 6, se aporta evidencia empírica sobre la valoración de las F&As transnacionales por los accionistas de la adquirente, teniendo en cuenta que la decisión de adquirir una empresa en otro país puede depender de la estructura de propiedad y el entorno legal e institucional de la adquirente y del marco legal e institucional de la adquirida, ya que pueden influir en los costes de la operación. En aquellos países con menor desarrollo de los mercados de capitales y de control corporativo, aumenta la posibilidad de encontrar empresas infravaloradas, lo que reduciría el precio pagado en la operación por la empresa adquirente que procede de un mejor entorno legal e institucional, con la consiguiente valoración positiva por los accionistas de la adquirente. Asimismo, la operaciones de F&A transnacional facilitan la transferencias de gobierno corporativo entre países. Cuando el entorno de la empresa adquirente es mejor que el de la adquirida, ésta puede adoptar las prácticas de gobierno corporativo de la adquirente. Esta mejora de eficiencia asociada a dichas transferencias de gobierno corporativo desde la empresa adquirente a la adquirida pueden dar lugar a una valoración positiva de la F&A por los accionistas de la adquirente, dado que beneficia a ambas empresas.

Por el contrario, el peor entorno en el país de la adquirida, puede incrementar los riesgos operativos y dificultar la operación, debido a las divergencias entre las legislaciones corporativas de cada país. Además, la empresa adquirente podría tener que pagar un precio elevado por la adquirida, que compense la mayor facilidad para extraer beneficios privados del control, a los que renuncian con la venta los accionistas de la adquirida (Bris y Cabolis, 2008), en cuyo caso cabe esperar una valoración negativa.

Esta tesis tiene por tanto como objetivo el estudio de la valoración de las F&As por parte de los accionistas de la empresa adquirente, considerando la influencia de su estructura de propiedad y de la calidad del entorno legal e institucional, a través de las decisiones que adoptan los directivos en relación al método de pago, la diversificación y la internacionalización de la operación. Los resultados obtenidos muestran que los accionistas de las empresas adquirentes valoran positivamente el anuncio de una F&A, de manera que los accionistas de la adquirente anticipan F&As creadoras de valor, frente a los argumentos planteados de que los directivos pueden realizar F&As de forma oportunista. Asimismo, la mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente influye positivamente en la valoración que realizan los accionistas de la adquirente de las F&As pagadas con efectivo y de aquellas que diversifican la actividad, de acuerdo con el argumento de mayor control directivo, y, contrario, a los conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Mejor calidad del entorno legal e institucional contribuyen a explicar la valoración de las F&As por los accionistas de la adquirente a través del método de pago elegido, que la F&A diversifique su actividad y que sea un F&A transnacional. La valoración de las F&As pagadas con efectivo es más positiva cuanto mayor es la calidad del entorno de la empresa adquirente, de acuerdo con el argumento de los menores incentivos directivos a pagar una F&A con efectivo para mantener el control de la adquirente en estos países. Mayor calidad legal e institucional conlleva menores beneficios de la diversificación, que en países con débil calidad legal e institucional, de acuerdo con los mayores beneficios de los mercados de capitales internos generados en las empresas, a través de las F&As de diversificación, en aquellos países donde las restricciones financieras son mayores y, en contra, de los mayores costes de agencia cuando se realizan operaciones de diversificación. En países con débil calidad legal e institucional se encuentra que las F&As transnacionales son peor valoradas cuando la empresa adquirida está en un entorno con mejor calidad legal e institucional, de acuerdo con los argumentos de menores costes de adquisición. Asimismo, se arroja evidencia empírica de que el método de pago, la diversificación y la internacionalización de la operación son decisiones endógenas al estar condicionadas por la estructura de propiedad, el entorno legal e institucional y las características de las empresas.

SUMMARY

SUMMARY

The studies about the M&A valuation show mixed results. Some studies conclude that M&As destroy value for acquiring shareholders⁴, while others show that these deals create value for acquiring shareholders⁵. After the detailed revision of previous studies, we consider that these divergences shown in the M&A literature may be explained by different agency conflicts, asymmetric information problems, transaction costs and the legal and institutional environment.

The aim of this thesis is to analyze the Merger and Acquisition (M&A) valuation by acquiring shareholders, as well as the influence that the ownership structure and the legal and institutional characteristics may have, given that these aspects may influence the agency conflicts, asymmetric information problems and the transaction costs around these deals. We propose that the relevant decisions about the design of M&As, which are: payment decision, diversification or focus activity, and cross-border vs. domestic M&As, may be influenced by the agency conflicts between managers and shareholders, or between majority and minority shareholders, and by the legal and institutional characteristics, in terms of investor protection and corporate control market development.

The database to test the hypotheses comprises the M&As announced by European firms during the 2002-2007 period, with the target firms being listed or unlisted in any country in the world. This dataset comes from the *Thomson One Banker Mergers &*

⁴ Travols (1987); Walker (2000); De Long (2001); Beitel, Schiereck and Wahreburg (2004); Gregory and McCriston (2002); Goergen and Renneboog (2004); Campa and Hernando (2006); Hagendorff, Collins and Keasey (2007); Basu, Dimitrova and Paeglis (2008).

⁵ Chang (1998); Maquieira, Megginson and Nail (1998); Fuller, Netter and Stegemoller (2002); Campa and Hernando (2004); Goergen and Renneboog (2004); Moeller, Schlingemann and Stulz (2004); Ben-Amar and André (2006); Faccio, McConnell and Stolin (2006); Martynova and Renneboog (2008).

Acquisitions Database, DataStream, Amadeus and Lexis Nexis. Regarding the methodology, we follow the event study methodology to estimate the acquiring abnormal return around the M&A announcement. To analyze the determinants of the M&A decisions and shareholders' valuation, we follow the two stage Heckman model (1979). In the first stage of each study we estimate a *probit* model to explain the design of the M&A (payment method, diversification or focus activity, and cross-border vs. domestic M&A). In the second stage we estimate the determinants of acquiring shareholders' valuation, taking into account the selection bias and the endogenous character of these decisions.

The thesis is composed of four empirical papers in which we analyze the determinants of the M&A payment method, the diversification M&A decision, and the cross-border M&A decision, as well as the acquiring shareholder's valuation.

I will summarize the empirical chapters as follows:

1. Valuation of Mergers and Acquisitions (M&As)

In the first empirical chapter, we analyze the acquiring shareholder M&A valuation around the M&A announcement, following the event study methodology. Taking into account the controversial results of the previous studies, we consider that the M&A valuation may vary according to the ownership concentration in the acquiring firm, the owner identity, and the legal and institutional environment. These aspects may influence the managers' behavior when they undertake M&As.

On the one hand, ownership concentration facilitates majority shareholders to exert managerial control and to pursue long-term objectives, which minimizes M&A decisions motivated by managerial opportunism (*managerial control*). On the contrary, entrenchment may dominate when majority shareholders have high levels of ownership, allowing them to undertake M&As extracting private benefits from minority shareholders (*private benefits*). Then, the valuation of such deals by acquiring shareholders would be negative. We analyze what effect dominates in the M&As announced by European firms. The hypotheses proposed are defined as follows:

Hypothesis 1.a (managerial control): *Acquiring shareholders will value M&As positively in firms with high levels of ownership concentration.*

Hypothesis 1.b (private benefits): *Acquiring shareholders will value M&As negatively in firms with high levels of ownership concentration.*

M&As in countries with strong legal and institutional environment may generate more acquiring gains than in those countries with weak legal and institutional environment, since the cost of extracting private benefits from firms in these countries reduces the incentives of both managers and majority shareholders to behave opportunistically when they undertake an M&A decision. In this sense, we establish that:

Hypothesis 2: *Acquiring shareholders will value M&As positively when the acquiring firm belongs to countries with strong legal and institutional environment.*

The findings show that acquiring firms value M&As positively in any legal and institutional environment. The abnormal return for bidder firm shareholders on the day of the merger or acquisition transaction announcement ($t=0$) is 0.93% for the entire set of firms. The CAAR for the whole sample is 2.13%, in the interval (-2,+2), and statistically significant. These results are robust for several intervals. Another result found is that firms with high ownership concentration make more value-creating M&As than firms with dispersed ownership structure (*managerial control*). This effect is maintained when the largest shareholder is a family. Firms with the largest shareholder being a financial institution undertake worse M&As than firms held by other types of shareholders.

2. Payment Method Decision in M&As and Acquiring Shareholders' Valuation

The second empirical chapter studies the payment method decision in M&As and the valuation of the M&As by acquiring shareholders. Previous studies establish that managers prefer to pay an M&A with stocks when these stocks are overvalued, in order to benefit from this temporal inefficiency in the capital markets (Myers & Majluf, 1984). Moreover, managers may choose cash as the payment method, when the acquiring firm has an excess of *free cash flow* (Jensen, 1986). In addition to this, the empirical evidence shows that the preferences for cash or stock as payment method may vary depending on the acquiring firm ownership structure. Majority shareholders may have preferences for cash payment in order not to dilute the ownership structure and to avoid the loss of private benefits associated with the control of the firm (Martin, 1996; Faccio & Masulis, 2005).

Higher ownership concentration in the acquiring firm may reduce the managerial opportunism when the payment method is decided. In this sense, the M&A paid with cash may be more frequent (*managerial control*). On the contrary, the ownership concentration may provoke agency conflicts between majority and minority shareholders, with majority shareholders preferring to pay the M&A with cash, in order to avoid diluting ownership (*anti-ownership dilution*). Therefore, we propose the following hypotheses in relation to the acquiring shareholder valuation of the M&As:

Hypothesis 3.a (managerial control): *Acquiring shareholders will value M&As paid with cash positively when the acquiring firm has high levels of ownership concentration.*

Hypothesis 3.b (anti-ownership dilution): *Acquiring shareholders will value M&As paid with cash negatively when the acquiring firm has high levels of ownership concentration.*

Besides, the legal and institutional environment may influence the intensity and the way of solving these imperfections, as established by the *law & finance* literature. The legal and institutional characteristics of a country might influence payment method decisions in M&As, as well as the shareholders' valuation. The costs of extracting private benefits are lower for majority shareholders in countries with weak legal and institutional environment, which encourages them to avoid reducing their participation in the firm, so they can extract private benefits from minority shareholders. Therefore, acquiring shareholders will evaluate M&A cash payment negatively (*private benefits*). But, the costs of stock financing are higher than cash financing in countries with weak legal and institutional environment, given that target shareholders demand a higher price for accepting acquiring stocks from these countries, which increases the transactions costs if the M&A is paid with stocks (*financing cost*). Under these circumstances, managers will overpay for the deal if they pay with stocks. Therefore, shareholders will value the M&A negatively if the payment is in stocks and positively if it is in cash. These effects may be higher in countries with weak legal and institutional environment if the concentrated ownership structure substitutes or, does not substitute the quality of the legal and institutional environment. We establish the following hypotheses:

Hypothesis 4.a (private benefits): *Acquiring shareholders will value M&As paid in cash negatively, if the acquiring firm belongs to a country with weak legal and institutional environment.*

Hypothesis 4.b (financing costs): *Acquiring shareholders will value M&As paid in cash positively, if the acquiring firm belongs to a country with weak legal and institutional environment.*

The findings of the thesis show that the stronger the legal and institutional environment the higher the probability of paying with stocks, in agreement with a lower frequency of M&As paid with cash motivated by managerial opportunism, as an alternative to the dividend payment, and in accordance with majority shareholder opportunism to avoid ownership dilution.

We control the possible selection bias and the endogenous character when deciding on the payment method in order to isolate the exogenous effect on the acquiring shareholder valuation. Acquiring firms choose the payment method according to their ownership structure and the legal and institutional characteristics of their country, as well as other firm characteristics. The findings show that cash payment is an endogenous decision and it is valued positively when the acquiring firm has a high level of ownership, and thus, lower conflicts with managers are expected (*managerial control*). The cash payment is also valued positively when the bidder firm comes from a country with a strong legal and institutional environment, according to the lower agency conflicts in these countries (*private benefits*).

3. Diversification vs. Non-Diversification Decision in M&As and Acquiring Shareholders' Valuation

The third empirical chapter deals with the study of the decision of acquiring a firm coming from a different industry or not, as well as the analysis of the valuation that the acquiring shareholders make. The decision of diversification through an M&A has been associated with managerial opportunism, since these deals may allow managers to increase the size of the firm and diversify their risk in the firm (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Concentrated ownership structures in the acquiring firms may reduce the frequency of these deals, due to the higher managerial control. However, majority shareholders in the acquiring firm may undertake a diversified M&A to reduce the risk of their personal portfolio (Amihud & Lev, 1981). Therefore, the effect of the acquiring ownership in this decision is not clear. We analyze which of these contrary effects dominate.

The legal and institutional environment may determine the diversification decision too. The internal capital market generated by a diversified M&A allows firms to overcome the external capital market restrictions. This benefit is expected to be higher in countries with weak legal and institutional environments, since the cost of accessing external capital is higher. The agency conflicts are also supposed to be higher in countries with weak legal and institutional environments, where the costs of extracting private benefits are lower. Therefore, these arguments establish that the probability of undertaking a diversified M&A will be higher when the acquiring firm belongs to a country with weak legal and institutional environment.

Hypothesis 5: *Diversified M&As are more likely when the acquiring firm belongs to a country with weak legal and institutional environment.*

We also propose that the valuation of diversified M&As will be negative in countries with weak legal and institutional environments, if managerial or majority shareholder opportunism prevails (*managerial or majority shareholders' opportunism*). Otherwise, diversified M&As will be valued positively if the internal capital markets are promoted to overcome financial restrictions (*internal capital markets*).

Hypothesis 6.a (managerial or majority shareholders' opportunism): *Acquiring shareholders will value diversified M&As negatively when the acquiring firm belongs to a country with weak legal and institutional environment.*

Hypothesis 6.b (internal capital markets): *Acquiring shareholders will value diversified M&As positively when the acquiring firm belongs to a country with weak legal and institutional environment.*

Shareholders' valuation of the M&A diversification decision may depend on the acquiring firm ownership, which usually varies across countries (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002; Fauver, Houston, & Naranjo, 2004). Firms with more concentrated ownership may have more managerial control incentives and alignment with minority shareholders, then,

diversified M&As, which destroy value for shareholders will be less likely (Amihud & Lev, 1981; Denis et al., 1997), favouring a positive valuation of the diversified M&A (Lins & Servaes, 1999) (*managerial control*). On the contrary, firm diversification may allow large shareholders to reduce the risks associated with their firm-specific investments. Risk reduction does not necessarily benefit minority shareholders, given that their wealth may be already diversified (Shleifer & Vishny, 1989) (*private benefits*). We establish the following hypotheses to test which of these effects dominate:

Hypothesis 7.a (managerial control): *Acquiring shareholders will value diversified M&As positively when the acquiring firm has high levels of ownership concentration and belongs to a country with weak legal and institutional environment.*

Hypothesis 7.b (private benefits): *Acquiring shareholders will value diversified M&As negatively when the acquiring firm has high levels of ownership concentration and belongs to a country with weak legal and institutional environment.*

The findings of this thesis show that a stronger legal and institutional environment discourages diversified M&As. This result agrees with the lower need to create internal capital markets, coinciding with lower agency conflicts between managers and shareholders and between majority and minority shareholders.

In relation to bidder shareholder valuation, we control the possible selection bias and the endogenous character of the diversification decision through M&As. The diversification decision is determined by the legal and institutional characteristics of the firms' country, as well as by other firms' characteristics. We find that diversified M&As is an endogenous decision. Bidder shareholders value diversified M&As positively in countries with weak legal and institutional environment, according to higher benefits of the diversification in these countries (*internal capital markets*). The acquiring ownership concentration has a positive influence on the acquiring shareholders' valuation in diversified M&As in accordance with the benefits of the high managerial control. In countries with weak legal and institutional environment the effect of the concentrated ownership is also positive, in line with more managerial control and the benefits of internal capital markets (*managerial control*).

4. Cross-border vs. Domestic Decision in M&As and Acquiring Shareholders' Valuation

The fourth empirical chapter analyzes the cross-border M&A decision and its valuation by acquiring shareholders. The decision of buying firms in another country may also depend on the managerial opportunism to increase the firm's size and diversify the managerial risk in the firm (Jensen, 1986). In addition to this, there will be more asymmetric information problems in cross-border than in domestic M&As (Denis, Denis & Yost, 2002). Concentrated ownership in the acquiring firm increases the managerial control and reduces the frequency of M&As motivated by managerial opportunism (*managerial control*). However, agency conflicts between

majority and minority shareholders may also appear, since majority shareholders may undertake cross-border M&As in order to diversify their portfolio internationally (*private benefits*). Therefore, we expect a positive valuation of cross-border M&As in firms with concentrated ownership if the control effect dominates. However, the valuation will be negative if the private benefits extraction prevails.

Hypothesis 8.a (managerial control): *Acquiring shareholders will value cross-border M&As positively when the acquiring firm has high levels of ownership concentration.*

Hypothesis 8.b (private benefits): *Acquiring shareholders will value cross-border M&As negatively when the acquiring firm has high levels of ownership concentration.*

The corporate control market development determines the cross-border M&A frequency in each country (Rossi & Volpin, 2004), as well as the M&A valuation by the shareholders (Bris & Cabolis, 2008; Martynova & Renneboog, 2008). Low corporate market activity reduces growth opportunities for firms in these countries. Moreover, the differences between the acquiring firms' and target firms' legal and institutional environment may affect the cross-border M&A valuation by shareholders (Stark & Wei, 2004; Moeller & Schlingemann, 2005; Bris & Cabolis, 2008; Martynova & Renneboog, 2008, and Kuipers et al., 2009). Previous studies agree about the gains for the target firms in a cross-border M&A, when the acquiring firm comes from a country with a stronger legal and institutional environment than the target firm. Nevertheless, the benefits for acquiring firms are not so clear. We establish two contrary hypotheses in relation to the differences between the acquiring and target firm countries. The less active and less competitive corporate control markets increase the probability of finding undervalued firms in countries with weak legal and institutional environments, reducing the price paid in the bid, which will be valued positively by acquiring shareholders (*lower acquisition costs*). In addition to this, cross-border M&As facilitate corporate governance transferences. Better corporate governance practices in the acquiring country will be transferred to target firms, which may improve the efficiency in both firms. However, a weak legal and institutional environment in the target country may increase the operating risk and hinder acquisition negotiations. The acquiring firm may have to pay a high price in countries with weak legal and institutional environment. Target firm shareholders in countries with weak legal and institutional environment may demand a higher price to sell their shares when the cost of extracting private benefits is lower (Bris & Cabolis, 2008) (*higher acquisition costs*). This thesis examines how the differences between acquiring and target firm's legal and institutional characteristics influence the cross-border M&A valuation. We establish the following hypotheses:

Hypothesis 9.a (lower acquisition costs): *The acquiring shareholders' return will be positive at the announcement of the M&A if the target firm belongs to a country with a weaker legal and institutional environment.*

Hypothesis 9.b (higher acquisition costs): *The acquiring shareholders' return will be negative at the announcement of the M&A if the target firm belongs to a country with a weaker legal and institutional environment.*

The results show that the stronger the legal and institutional environment in the acquiring country the lower the probability to undertake a cross-border M&A. This result is in accordance with less growth opportunities for firms and more agency conflicts in countries with weak legal and institutional environment.

The acquiring shareholders value the cross-border M&As positively when the target firm comes from a country with weaker legal and institutional environment, and negatively when the target country has a stronger one than that of the bidder firm, after controlling the selection bias and the endogenous character of cross border M&As. These results are in agreement with the possibility of finding undervalued firms in countries with a legal and institutional environment weaker than the one in the acquiring firms. Furthermore, the target firm may adopt the better corporate governance practices from the acquiring firm, which will increase the efficiency in both firms (*lower acquisition costs*).

In summary, the main conclusion of the thesis is that the type of M&As regarding method of payment, diversification and cross-border deals, and the acquiring shareholder valuation of these M&As, depends on the ownership structure of the acquiring firm and the legal and institutional environment of the firms. Concentrated ownership structures and strong legal and institutional environments may be considered as factors that moderate the agency conflicts, asymmetric information problems and transactions costs when firms undertake an M&A decision.

PARTE I
FUNDAMENTOS TEÓRICOS Y REVISIÓN
DE LA LITERATURA

CAPITULO 1

CONFLICTOS DE AGENCIA EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

1.1. INTRODUCCIÓN

En este capítulo se presentan los fundamentos teóricos y la evidencia empírica disponible acerca de la relación entre los conflictos de agencia y asimetrías informativas y la valoración de las operaciones de fusión y adquisición (F&A), destacando el papel de la estructura de propiedad de la empresa adquirente como elemento que condiciona dicha relación.

Desde el trabajo seminal de Manne (1965), la evidencia empírica se ha centrado en analizar si las operaciones de fusión y adquisición crean valor para los accionistas y cómo las distintas características de las empresas y de la operación influyen en dicha valoración. Las investigaciones están de acuerdo en que los accionistas de la empresa adquirida valoran positivamente las operaciones de F&A⁶. Sin embargo, la evidencia empírica relativa a la reacción de los accionistas de la empresa que realiza la adquisición presenta divergencias en los resultados, pues, algunos estudios muestran que los accionistas valoran negativamente el anuncio de una F&A⁷, mientras que, por el contrario, otros estudios muestran que esa valoración es positiva⁸.

La teoría de la agencia plantea que la valoración de una F&A por parte de los accionistas de la empresa adquirente cabe esperar que sea positiva si no existen conflictos de agencia entre los directivos y accionistas, o entre los accionistas de control

⁶ Maquieira et al. (1998); Mulherin y Boone (2000); De Long (2001); Beitel et al. (2004); Campa y Hernando (2004); Danbolt (2004); Goergen y Renneboog (2004); Campa y Hernando (2006).

⁷ Travols (1987); Walker (2000); De Long (2001); Beitel, Schiereck y Wahreburg (2004); Gregory y McCriston (2002); Goergen y Renneboog (2004); Campa y Hernando (2006); Hagendorff, Collins y Keasey (2007); Basu, Dimitrova y Paeglis (2008).

⁸ Chang (1998); Maquieira, Megginson y Nail (1998); Fuller, Netter y Stegemoller (2002); Campa y Hernando (2004); George y Renneboog (2004); Moeller, Schlingemann y Stulz (2004); Ben-Amar y André (2006); Faccio, McConnell y Stolin (2006); Martynova y Renneboog (2008).

y los accionistas minoritarios. Los directivos de las empresas adquirentes emprenderán una F&A que genera valor cuando, al igual que los accionistas, persigan el objetivo de maximizar el valor de la empresa. Si no existen problemas de agencia, el mercado tendrá expectativas positivas sobre los resultados de la operación de F&A, reflejándose en la valoración de los accionistas de la empresa adquirente. Sin embargo, los conflictos de agencia, problemas de asimetrías informativas y costes de transacción pueden desviar los incentivos de los directivos del objetivo de maximización del valor de la empresa y entorpecer el funcionamiento de los mercados de control corporativo como mecanismos disciplinarios. Los conflictos de agencia, problemas de asimetrías informativas y costes de transacción se han asociado en los estudios previos con el problema de sobrepago (Roll, 1986) y del “polizón” o *free-rider* (Grossman y Hart, 1980) en la adquisición de la empresa objetivo (Nenova, 2006), así como, con las imperfecciones de los mercados de capitales en la valoración de las empresas (Akerlof, 1970; Rhodes-Kropf y Viswanathan, 2004; Shleifer y Vishny, 2003). Los conflictos de agencia, asimetrías informativas y costes de transacción favorecerán las transferencias de riqueza desde los accionistas de la empresa adquirente a los accionistas de la empresa adquirida, en las operaciones de F&As, con la consiguiente reacción negativa de los mercados de capitales.

Los problemas de agencia entre accionistas y directivos y las transferencias de riqueza a los accionistas de la empresa adquirida serán menores si los directivos participan en la propiedad de la empresa, o la propiedad está concentrada (Jensen y Meckling, 1976). Sin embargo, por otro lado, la concentración de la propiedad puede dar lugar a problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Los accionistas mayoritarios podrían emprender operaciones de F&A, en perjuicio de los accionistas minoritarios, lo que se conoce en la literatura financiera como *tunneling*. El *tunneling* implica transferencias de recursos desde una empresa en la que un accionista tiene bajos derechos de *cash flow* a otra en la que sus derechos sobre el *cash flow* sean elevados, a través de altas remuneraciones, préstamos bancarios a tipos de interés menores a los del mercado, operaciones de F&A que aumenten el valor de otras empresas del grupo (Johnson, López-de-Silanes y Shleifer, 2000). A su vez, la identidad de los propietarios de la empresa adquirente puede matizar la relación entre la propiedad y las operaciones de F&A, pues los accionistas mayoritarios pueden tener más incentivos al control o a la obtención de beneficios privados (Villalonga y Amit, 2006). En particular, las empresas familiares presentan peculiaridades respecto a las no familiares, derivadas de las diferentes relaciones de agencia y movilización de recursos, que pueden influir en las decisiones estratégicas (James, 1999; Schulze, Lubatkin, Dino y Buchholtz, 2001; Westhead y Horth, 2006).

Además del problema del *tunneling*, los grandes accionistas podrían comportarse de manera oportunista en las operaciones de F&A, evitando la dilución de la propiedad y la pérdida de control que pueden conllevar estas decisiones de inversión (Faccio y Masulis, 2005). La elección del medio de pago de la F&A está directamente relacionada con este posible comportamiento oportunista de los accionistas mayoritarios. La falta de diversificación en la cartera de inversión de los grandes accionistas, cuando estos tienen la mayoría de los recursos invertidos en la empresa, puede a su vez conllevar la realización de operaciones de F&A que les permitan diversificar su cartera de inversión, o que no impliquen grandes riesgos para la empresa. Las F&As de diversificación de la

actividad y las F&As transnacionales pueden ser un medio para que los accionistas mayoritarios logren sus objetivos particulares.

A continuación se desarrollan los argumentos teóricos resumidos anteriormente y la evidencia empírica disponible acerca de la influencia de los conflictos de agencia entre directivos y accionistas, o entre accionistas mayoritarios y minoritarios, en las operaciones de F&A, así como su valoración por los accionistas de la empresa adquirente.

1.2. CONFLICTOS AGENCIA DIRECTIVOS-ACCIONISTAS

En este apartado se expone cómo los conflictos de agencia entre directivos y accionistas pueden influir en las decisiones de F&A y en la valoración que realizan los accionistas de la empresa adquirente, entorpeciendo la asignación eficiente de los recursos disponibles para las empresas.

Los conflictos de agencia entre directivos y accionistas en las operaciones de F&A pueden provocar transferencias de riqueza entre la empresa adquirente y adquirida. El precio pagado en la operación, el cual puede estar condicionado por el grado de asimetrías informativas sobre el valor de las empresas, determinan las transferencias de riqueza entre las empresas. El pago de un precio excesivo por parte de la empresa adquirente conlleva la pérdida de riqueza de sus accionistas, en beneficio de los de la adquirida.

El precio pagado en una operación de F&A añade al valor de la empresa adquirida una prima por el valor de los derechos de control. Los accionistas de la empresa adquirida requerirán una prima que será equivalente al valor de los beneficios privados del control que renuncian a percibir al vender sus acciones a la empresa adquirente, esto es, las rentas que los accionistas mayoritarios pueden extraer en perjuicio de los accionistas minoritarios (Dyck y Zingales, 2004). El pago de una prima elevada da lugar a una transferencia de riqueza de los accionistas de la empresa adquirente hacia los accionistas de la empresa adquirida. Este planteamiento está de acuerdo con los trabajos empíricos que sostienen que, tras una adquisición, los accionistas de la entidad adquirente resultan perjudicados, mientras que los de la objetivo obtienen rendimientos extraordinarios positivos (Houston y Ryngaert, 1997).

Si bien la empresa adquirida puede demandar una prima elevada por vender sus acciones, los directivos de la empresa adquirente es más probable que acepten pagarla en la medida en que su riqueza esté menos vinculada a la empresa y sus intereses se alejen de aquéllos que benefician a los accionistas. Este sobrepago de las operaciones de F&A se asocia al interés y orgullo de los directivos (*hubris*) (Jensen y Ruback, 1983, Roll, 1986, Shleifer y Vishny, 1997) y al poder negociador de la empresa adquirida en la operación (Grossman y Hart, 1980).

Asimismo, el grado de asimetrías informativas que surgen entre los accionistas y directivos sobre la naturaleza y resultados de la operación (Arkelorf, 1970), así como la orientación laboral a corto plazo, en la empresa, que puedan tener los directivos, podrían

influir en la transferencia de riqueza entre los accionistas de la empresa adquirente y adquirida. Los directivos pueden acceder a información específica sobre la situación de la empresa, que los inversores externos no poseen, por no estar disponible en el mercado, empleando dicha información para aprovecharse de las asimetrías informativas en el mercado, y así apropiarse de la riqueza de los accionistas. Si bien los directivos de la adquirente podrían realizar F&A aprovechándose de la sobrevaloración de las acciones de la adquirente (Myers y Majful, 1984), los directivos de la adquirida aceptarían estas acciones sobrevaloradas para maximizar sus beneficios a corto plazo, a expensas de los accionistas de la adquirida.

El interés y exceso de orgullo directivo (*hubris*) y la sobrevaloración de las acciones de la adquirente han sido considerados motivos que llevan a los directivos de las empresas adquirentes a realizar operaciones de F&A que les proporcionan beneficios privados (altas remuneraciones, prestigio, entre otros), pero que no generan valor para los accionistas de la empresa. La motivación de los directivos de gestionar una empresa de gran tamaño puede dar lugar a un problema de sobreinversión, con el consiguiente efecto negativo sobre la valoración. Asimismo, los conflictos de agencia entre directivos y accionistas en las operaciones de F&A, podrían asociarse al exceso de *cash flow* libre en la empresa o a la aversión al riesgo de los directivos, pues éstos pueden desaprovechar operaciones creadoras de valor para los accionistas cuando entrañan un riesgo para su posición como gestores de la empresa, o bien realizar otras que les permiten asegurar su puesto de trabajo, pero que de igual forma destruyen valor para los accionistas.

En los apartados que siguen se desarrolla en más detalle cómo los conflictos de agencia entre directivos y accionistas en torno a las F&As influyen en el precio que se paga en estas operaciones, reflejándose esto en la valoración que realizan los accionistas de la empresa adquirente. Se hace referencia al problema de sobrepago en las F&As motivadas por el interés y orgullo directivo, así como a la sobrevaloración de las empresas.

1.2.1. El Problema del Sobrepago

El sobrepago de las operaciones de F&A ha sido justificado en la literatura con diferentes argumentos: (i) los directivos pueden estar dispuestos a pagar un precio demasiado elevado por la empresa adquirida, motivados por el aumento de tamaño de la empresa adquirente y la obtención de altas remuneraciones y prestigio personal, que favorece la operación, más que por los beneficios que se esperan obtener de la misma (Shleifer y Vishny, 1997); (ii) los directivos de las empresas adquirentes tienden a sobrepagar la adquisición de una empresa, porque sobrestiman los beneficios futuros derivados de la operación, o su habilidad para gestionar la empresa adquirida (Roll, 1986); (iii) la existencia de varias empresas que compiten por la adquirida hace que el precio pagado suba, por las sucesivas ofertas y causa que la empresa que finalmente se hace con el control de la objetivo pague un precio demasiado elevado (Jensen y Ruback, 1983). Un precio demasiado elevado podría ser señal de la existencia de problemas de agencia entre directivos y accionistas en la empresa adquirente derivado del interés y exceso de orgullo directivo, lo cual determinaría un efecto negativo en la valoración que

el mercado haga de la operación, al transferirse riqueza desde la empresa adquirente a la adquirida.

El sobrepago puede también estar condicionado por el problema del “polizón” o *free-rider*, planteado por Grossman y Hart (1980), asociado al poder negociador de la empresa adquirida en una operación de F&A. Los accionistas de la empresa adquirida pueden ser reticentes a vender sus acciones si consideran que la F&A va a tener éxito, ya que si deciden mantener sus acciones, su valor en el mercado será más elevado después de la operación. El precio que deberían pagar los accionistas de la empresa adquirente puede ser elevado cuando la empresa objetivo es reticente a vender sus acciones. Si éste resulta excesivo, la valoración que los accionistas de la empresa adquirente harán de la operación de F&A en el mercado será negativa.

A continuación hacemos referencia a los posibles conflictos de agencia entre directivos y accionistas y su influencia sobre la valoración de las F&As por los accionistas de la empresa adquirente. El interés y el orgullo directivo no explican todas las adquisiciones, pero son componentes del comportamiento humano, que se interponen cuando los individuos están interactuando y negociando la adquisición de una empresa.

1.2.1.1. F&A como Señal del Interés Directivo

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, la evidencia teórica y empírica ha puesto de manifiesto que existen distintos motivos que pueden llevar a los directivos a comportarse de forma oportunista cuando se realiza una F&A, en perjuicio de los accionistas. Los directivos de la empresa adquirente pueden emprender una operación de F&A para aumentar el tamaño de la empresa por encima de su nivel óptimo, creando “grandes imperios” (“*empire building*”), y así obtener altas remuneraciones o aumentar su prestigio personal (Roll, 1986). Asimismo, los directivos de empresas consideradas “grandes imperios” y con “pobres” oportunidades de inversión, pero que disponen de *cash-flow* libre (más efectivo que proyectos rentables de inversión) pueden preferir realizar adquisiciones, en lugar de repartir el exceso de *cash-flow* entre sus accionistas en forma de dividendos (Jensen, 1986). Las F&As de diversificación han sido también consideradas operaciones promovidas por el interés directivo, ya que les permiten diversificar su riesgo en la empresa (Amihud y Lev, 1981). Ante los beneficios que les reportan estas operaciones, los directivos podrían pagar un precio demasiado elevado en la operación.

A continuación hacemos referencia a cómo las decisiones discrecionales de los directivos sobre las características de las F&As, relativas al método de pago, la diversificación y la internacionalización, se relacionan con los posibles conflictos de agencia entre los directivos y accionistas de la empresa adquirente.

a) F&As Pagadas con Efectivo como Alternativa al Reparto de Dividendos

El exceso de *cash flow* disponible en la empresa adquirente y el interés de los directivos pueden favorecer la realización de operaciones de F&A pagadas con efectivo, para reducir el *cash flow* de la empresa y evitar el reparto de dividendos (Jensen, 1986). Bajo este enfoque, las empresas con exceso de *cash flow*, es más probable que realicen peores

adquisiciones (Harford, 1999), y por lo tanto, su anuncio será valorado negativamente por parte de los accionistas de la empresa adquirente. Los directivos de empresas con exceso de *cash flow* libre pueden emplear las operaciones de F&A para sobreinvertir (Jensen, 1986).

b) Sobre pago de la Diversificación vía F&As

Las operaciones de F&A que impliquen la diversificación de la actividad de la empresa pueden responder al interés directivo, si éstos buscan asegurar la supervivencia y continuidad de la empresa, incluso cuando desde el punto de vista de la maximización de riqueza de los accionistas no sea conveniente invertir en otros sectores, o cuando los bajos beneficios de la empresa amenazan la posición laboral de los directivos (Morck et al., 1990; Shleifer y Vishny, 1990). Los directivos podrían emprender una operación de diversificación para reducir su riesgo personal (Amihud y Lev, 1981; Denis, Denis y Sarin, 1997) o para incrementar su remuneración y prestigio (Jensen y Murphy, 1990). La mayor complejidad en la organización diversificada incrementa los costes del control corporativo (Jensen, 1989). La creación de mercados de capitales internos, mediante las F&As de diversificación de la actividad, favorece que los directivos transfieran recursos de divisiones rentables a aquéllas que no los son (*“rent-seeking”*) (Morck et al., 1990; Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Maquieira et al., 1998). La asignación ineficiente de recursos entre divisiones cuando los directivos poseen un bajo porcentaje de propiedad se asocia a los problemas de agencia entre directivos y accionistas (Scharfstein, 1998). Para mitigar este problema, los accionistas pueden incrementar los incentivos de los directivos a través compensación vinculada a los resultados de la empresa, si bien esta medida incrementa los costes de agencia (Rotemberg y Saloner, 1994).

Los directivos de la adquirente podrían sobrepagar una F&A de diversificación si ello beneficia sus intereses, o cuando les falta información sobre la empresa adquirida. El desconocimiento del sector puede conllevar que los directivos sobreestimen las ganancias de la operación, pagando un precio excesivo por la compra de la empresa objetivo (Roll, 1986).

Las investigaciones muestran que en general los accionistas de las empresas adquirentes valoran negativamente el anuncio de F&A de diversificación industrial. Maquieira et al. (1998) observan que los accionistas de las empresas estadounidenses valoran negativamente el anuncio de una operación de diversificación de producto (-4,76%), mientras valoran positivamente el anuncio de una operación en la misma industria (6,14%) en el intervalo (-60,+60) días en torno al anuncio de la operación de F&A.

c) Sobre pago de las F&As Transnacionales

Al igual que en las operaciones de diversificación industrial, en las transnacionales, el desconocimiento de la empresa objetivo puede conllevar que los directivos sobreestimen las ganancias de la operación, provocando que el precio pagado resulte excesivo (Roll, 1986). Además, el desconocimiento del país podría incrementar los costes de transacción y de coordinación en las empresas resultantes, de manera que los

directivos tendrían mayor discrecionalidad después de la operación, pues la mayor complejidad de la empresa internacional reduce el control directivo (Jensen, 1986).

La evidencia empírica disponible muestra que las operaciones de F&A transnacional son peor valoradas que las domésticas. En este sentido, Conn et al. (2005) muestran que las empresas de Reino Unido obtienen rentabilidades anormales de 0,68%, cuando realizan F&A domésticas, y de 0,33% cuando son F&A transnacionales. Moeller y Schlingemann (2005) observan que las empresas adquirentes estadounidenses valoran positivamente las operaciones domésticas, 1,17%, y positivamente, pero con menor rentabilidad las transnacionales, 0,37%. Bris y Cabolis (2008), en un estudio a nivel mundial de las F&As transnacionales, observan que las empresas adquirentes obtienen rentabilidades anormales negativas cuando adquieren empresas cotizadas, -1,12%. Martynova y Renneboog (2008) observan que las empresas adquirentes europeas valoran positivamente tanto las operaciones domésticas, 0,83%, como las transnacionales, 0,74%. Kuipers et al. (2009) muestran que las empresas adquirentes de cualquier parte del mundo que adquieren una empresa en EEUU obtienen rentabilidades anormales de 0,92%.

1.2.1.2. El Problema de Orgullo Directivo y de Free-Rider en las F&As

En una operación de F&A, además de los problemas de interés directivo, éstos podrían sobreestimar su habilidad para gestionar la empresa adquirida. Este exceso de “orgullo directivo” llevará también al sobrepago en las operaciones de F&A (Roll, 1986). Los directivos de la empresa adquirente tendrán incentivos a pagar más por la empresa adquirida, que el valor que ésta tiene para los accionistas de la empresa adquirente, hasta el punto en que las adquisiciones les permitan alcanzar sus propios objetivos. Asimismo, pueden sobrepagar una F&A cuando existen varias empresas compitiendo por la empresa objetivo (Jensen y Ruback, 1983). El sobrepago de la operación tendrá como consecuencia una peor valoración de la operación de F&A por parte los accionistas de la empresa adquirente (Moeller et al., 2004; Faccio et al., 2006).

El problema de orgullo directivo y del “polizón” o “free-rider” tienen especial relevancia en las F&As entre empresas cotizadas, en comparación a las no cotizadas. La compra de empresas cotizadas o no cotizadas lleva a diferentes procesos de negociación y afecta al poder negociador de cada parte. La venta de empresas cotizadas es más probable que sea una subasta, lo que atraerá a mayor número de competidores, al disponerse de más información sobre la empresa objetivo (Milgrom, 1987). Cuando existen múltiples compradores en la operación de F&A puede aparecer lo que se conoce como “la maldición del ganador” (“*the winner’s curse*”) (Roll, 1986). La gran competencia por la empresa objetivo lleva a que la empresa adquirente ganadora, motivada por el “orgullo” y “arrogancia” de sus directivos, pague un precio excesivo por la adquirida, ya que ésta aceptará la oferta del mejor postor. Los mecanismos de gobierno en empresas cotizadas ejercen presión sobre los directivos para fomentar la competencia entre compradores y encontrar, así, el mejor precio para sus accionistas (Schwert, 1996; Thompson y Thomas, 2004; Goergen y Renneboog, 2004).

La adquisición de una empresa cotizada favorece también el problema del “polizón” o “free-rider” (Grossman y Hart, 1980), pues los accionistas de la empresa adquirida

serán más reticentes a vender sus acciones si consideran que la operación va a tener éxito, ya que si deciden mantener sus acciones su valor en el mercado será más elevado después de la operación. En este caso, el precio que deberían pagar los accionistas de la adquirente también será más elevado y si resulta excesivo, la adquirente transferirá riqueza a los accionistas de la adquirida.

Por el contrario, empresas que no cotizan en bolsa, normalmente, serán vendidas a través de negociaciones (Koeplin, Sarin, y Shapiro, 2000). En las empresas no cotizadas, las mayores asimetrías informativas conllevan mayores costes de información para la empresa adquirente, lo que reduce la competencia. En la adquisición de empresas no cotizadas, el precio demandado por la empresa objetivo podría ser menor como consecuencia de la selección adversa que influye en las empresas adquirentes (Akerlof, 1970). El menor precio de adquisición puede también asociarse al descuento por falta de liquidez de las empresas no cotizadas (Officer, 2007). Además, aunque las empresas no cotizadas pueden contactar con muchos compradores si quieren promover una atmósfera de subastas, con frecuencia les faltan recursos financieros y contactos sociales con bancos de inversión para hacerlo. Por otro lado, los vendedores de las empresas no cotizadas podrían tener motivaciones diferentes para vender su compañía, que las que pueden tener los de las cotizadas. Pues, con frecuencia, consideran más importante tener un comprador, que crear un proceso de compra competitivo. El encaje cultural y el bienestar de los empleados pueden ser incluso más importantes para las empresas no cotizadas que el precio de venta (Graebner y Eisenhardt, 2004).

La evidencia empírica ha mostrado las diferencias entre la compra de empresas cotizadas y no cotizadas. Moeller et al. (2004) observan que la rentabilidad anormal acumulada que obtienen los accionistas de una empresa cotizada estadounidense que adquiere otra cotizada es negativa, -1,02%; por el contrario, cuando la empresa objetivo es no cotizada la rentabilidad anormal acumulada es positiva, tomando el valor de 1,50%. Faccio et al., (2006), para el mercado europeo, observan que si la adquirida es cotizada, los accionistas de la adquirente obtienen rentabilidades anormales negativas, -0,38%, mientras que si la adquirida es no cotizada, la rentabilidad es positiva, 1,48%.

Una vez analizado cómo el interés y orgullo directivo, así como el problema del “polizón” o “free-rider” pueden motivar el sobrepago de las operaciones de F&A, en el siguiente apartado planteamos cómo los directivos de la empresa adquirente pueden aprovechar las ineficiencias temporales en los mercados de capitales para realizar operaciones de F&A que les reporten beneficios.

1.2.2. Señal de Sobrevaloración

Los estudios teóricos sobre F&As plantean la hipótesis del “*market timing*” para explicar que los directivos de la empresa adquirente emprenden F&As para beneficiarse de las ineficiencias temporales en el mercado de capitales. Bajo este enfoque, los directivos de las empresas adquirentes con mayores ratios de valoración, y posible sobrevaloración de las acciones en el mercado, compran activos con fondos que pueden estar sobrevalorados. Los directivos están más informados que los inversores y esperan que, en el largo plazo, la valoración de la empresa adquirente se reducirá, por lo que tratan de aprovechar esa valoración de la empresa realizando F&As, incluso sobrepagando la

operación (Shleifer y Vishny, 2003). Entonces, los accionistas de la empresa adquirente valorarán peor el anuncio de una F&A cuando tenga mayores ratios de valoración (Dong, Hirshleifer, Richardson y Teoh, 2006).

Por su parte, los directivos de la empresa adquirida aceptarán el pago con acciones sobrevaloradas de la adquirente cuando pretendan abandonar la empresa en el corto plazo. Los directivos de la adquirida pueden negociar, con los directivos de la adquirente, un pago elevado, o mantener su puesto de dirección en la nueva empresa (Shleifer y Vishny, 2003). Según este planteamiento, los mercados son imperfectos y los directivos se aprovechan de estas ineficiencias para maximizar su utilidad. Las F&As sirven entonces como una forma de arbitraje. Rhodes-Kropf y Viswanathan (2004) desarrollan un modelo de comportamiento racional de los directivos y de incertidumbre en la valoración (*market timing*), mostrando una alta correlación entre los resultados del mercado y las “oleadas” de F&As. En su modelo, las empresas objetivo sin información perfecta aceptan más compras de empresas sobrevaloradas durante los períodos en los cuáles los mercados de valores están al alza, pues en estos períodos los directivos sobreestiman las sinergias derivadas de la operación.

Los directivos pueden aprovechar la sobrevaloración temporal de las acciones llevando a cabo compras, con acciones, de empresas menos sobrevaloradas o, en efectivo, cuando las acciones de la adquirente están infravaloradas (Shleifer y Vishny, 2003; Rhodes-Kropf, Robinson y Viswanathan, 2005). Por ello, el pago con acciones transmitirá una señal negativa, que se traducirá en una valoración negativa de la operación por parte los accionistas de la empresa adquirente (Myers y Majluf, 1984). Por el contrario, los accionistas de las empresas adquirentes valorarán mejor una operación en la que el método de pago es todo efectivo, al mitigar las asimetrías informativas derivadas de la posible sobrevaloración de las acciones de la empresa adquirente (Travlos, 1987; Sudarsanam y Mahate, 2003).

La evidencia empírica sobre F&As ha puesto de manifiesto las diferencias en la valoración de los accionistas en relación al pago con acciones y con efectivo. Travlos (1987) muestra que los accionistas de las adquirentes estadounidenses valoran positivamente el pago en efectivo de las F&As, 0,13%, y negativamente el pago con acciones, -1,60%. Walker (2000) muestra también que la valoración de los accionistas de las adquirentes para operaciones domésticas estadounidenses es negativa, tomando el valor de -3,28%, en el intervalo (-2,+2) cuando el método de pago es acciones; y positiva, 0,52%, cuando el pago es en efectivo. Moeller et al. (2004) observan que los accionistas de las empresas adquirentes estadounidenses valoran positivamente tanto el pago con acciones como con efectivo, tomando el valor de 0,15% y 1,38%, respectivamente. Goergen y Renneboog (2004) encuentran que los accionistas de las adquirentes europeas valoran positivamente tanto el pago con acciones, 0,90%, como con efectivo, 2,57%, en el intervalo (-2,+2).

La mayor incertidumbre sobre el verdadero valor de la empresa adquirida puede influir también en la valoración que los accionistas de la adquirente hacen del anuncio de una operación de F&A. Los accionistas de la empresa adquirente no tienen acceso a toda la información disponible por los directivos de la adquirida. Por lo tanto, puede aparecer el problema de selección adversa (“*lemon problem*”) planteado por Akerlof (1970). El

problema de selección adversa hace referencia a que las empresas adquirentes usarán su propia información cuando seleccionen a la empresa adquirida. Si los directivos de la empresa adquirente no pueden distinguir entre “buenas” y “malas” empresas tenderán a valorarlas a todas por igual y ofertarán el mismo precio por unas que por las otras. Se consideran “buenas” empresas aquellas que están correctamente valoradas en el mercado; es decir, el valor de mercado refleja su verdadero valor, y “malas”, aquellas cuya valoración no refleja su verdadero valor. En este sentido, los directivos de la adquirente pueden infravalorar a las empresas “buenas” y sobrevalorar a las “malas”. En cambio, si se establecen relaciones entre ambas empresas, las empresas adquiridas pueden tener incentivos a ser más transparentes y proporcionarán información privada a los directivos de la adquirente, mitigando el problema selección adversa sobre la adquirida.

El pago con acciones en una F&A también permite reducir las asimetrías informativas sobre la empresa adquirida (Hansen, 1987), ya que este medio de pago posibilita que ambas empresas compartan los riesgos de la operación. La valoración negativa de los accionistas de la adquirente cuando el método de pago de la operación es con acciones, asociada a la sobrevaloración de la empresa adquirente, se espera, sin embargo, que se vuelva positiva cuando se adquiere una empresa no cotizada (Fuller et al., 2002). En las compras de empresas no cotizadas, a diferencia de lo que ocurre con las cotizadas, existen mayores asimetrías informativas sobre el valor de la adquirida. El pago con acciones en la compra de empresas no cotizadas permite a la empresa adquirente compartir el riesgo de la operación (Officer, Poulsem y Stegemoller, 2009).

La argumentos expuestos en este apartado muestra que, en las empresas en las que no existe control efectivo de los directivos por parte de los accionistas, los intereses personales de los directivos pueden jugar un papel relevante en las operaciones de F&A, reflejándose ésto en la valoración de los accionistas de la adquirente. Asimismo, las asimetrías informativas sobre el valor de las empresas condicionan dicha valoración, pues los directivos pueden aprovecharse de las ineficiencias temporales de los mercados capitales y apropiarse de la riqueza de los accionistas.

La presencia directiva en el accionariado o la concentración de la propiedad contribuyen a aumentar el control directivo en las empresas, reduciendo su comportamiento oportunista cuando toman decisiones de F&A. Sin embargo, por otro lado, la concentración de la propiedad puede dar lugar a que surjan problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, que condicionen las decisiones de F&A y la valoración por parte de los accionistas de la empresa adquirente. En el siguiente apartado, se profundiza en el estudio de las F&As, teniendo en cuenta la estructura de propiedad de la empresa adquirente como mecanismo para incrementar el control, así como origen del problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

1.3. CONFLICTOS AGENCIA ACCIONISTAS MAYORITARIOS-MINORITARIOS

En este apartado, se examinan los conflictos de agencia que pueden darse entre accionistas mayoritarios y minoritarios cuando tiene lugar una operación de F&A,

asociados al comportamiento oportunista de los accionistas mayoritarios, en perjuicio de los accionistas minoritarios.

A diferencia de las empresas con propiedad dispersa, donde los directivos tienen mayor discrecionalidad en la toma de decisiones de F&A, en las empresas con propiedad concentrada, son los accionistas mayoritarios los que interfieren en las decisiones de F&A. Los incentivos de los accionistas mayoritarios por el control pueden reducir el comportamiento oportunista de los directivos en los procesos de F&A, de manera que el objetivo de estas decisiones sea la maximización de la riqueza de los accionistas. Sin embargo, en empresas con propiedad concentrada pueden surgir problemas de agencia entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Los accionistas mayoritarios pueden emprender una F&A para diversificar el riesgo de su cartera de inversión personal y para obtener beneficios privados, aunque la F&A no genere riqueza para todos los accionistas. O bien, los accionistas mayoritarios podrían coludir con los directivos para expropiar riqueza a los accionistas minoritarios a través de las operaciones de F&A.

Las F&As pueden dar lugar a un cambio en la estructura de propiedad de la empresa cuando el pago es con acciones, lo que conlleva que esta decisión esté influida por la predominancia del objetivo de control o de obtención de beneficios privados, así como por el riesgo de pérdida de control de la empresa para los accionistas mayoritarios. En particular, la estructura de propiedad de la empresa adquirente puede influir en el método de pago elegido en la operación de F&A. El pago con acciones supone un cambio en la estructura de propiedad de la empresa adquirente, con la consiguiente dilución de propiedad (Faccio y Masulis, 2005). Los accionistas mayoritarios podrían evitar este tipo de operaciones, con el objetivo de mantener la estructura de propiedad y control en la empresa. Asimismo, la estructura de propiedad puede condicionar las operaciones de diversificación de la actividad y las transnacionales, pues los accionistas mayoritarios podrían realizar este tipo de operaciones para diversificar el riesgo de su cartera de inversión (Amihud y Lev, 1981).

En los apartados siguientes se presentan los argumentos teóricos relacionados con los conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios en torno a las F&As y cómo se refleja en la valoración de los accionistas de la empresa adquirente. La literatura de F&As ha prestado escasa atención hasta el momento a estos aspectos, en relación a cómo los conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios pueden determinar las transferencias de riqueza entre la empresa adquirente y adquirida.

1.3.1. Control vs Beneficios Privados del Propietario Mayoritario: El Problema de *Tunneling*

En las empresas donde la propiedad está concentrada, es decir, en empresas en las que uno, o varios accionistas, poseen un porcentaje significativo de los derechos de voto, los problemas de agencia entre directivos y accionistas son de menor intensidad, ya que los accionistas con participación significativa tienen mayores incentivos a controlar a los directivos y más poder para interferir en las decisiones directivas. Demsetz y Lehn (1985) muestran que mayor porcentaje de propiedad y control puede ser beneficioso en términos de gobierno corporativo, ya que los grandes accionistas pueden mitigar el

problema de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios por parte de los directivos.

Sin embargo, los grandes accionistas podrían coludir con los directivos, para compartir los beneficios privados derivados de las adquisiciones. En las empresas donde la propiedad está concentrada pueden aparecer conflictos de agencia entre los accionistas de control, o mayoritarios, y los accionistas minoritarios, ya que los primeros pueden tener incentivos a expropiar riqueza a los accionistas minoritarios a través de las operaciones de F&A (Fama y French, 1983; Morck et al., 1988; Shleifer y Vishny, 1997).

La evidencia empírica muestra una relación no lineal entre la concentración de la propiedad y el valor de la empresa, asociada al *trade-off* entre los incentivos del control y la búsqueda de beneficios privados (Morck et al., 1988; McConnell y Servaes, 1990). Claessens, Djankov, Fan y Lang (2002) consideran que la relación no lineal entre la propiedad y el valor de la empresa puede ser debida a la existencia de diferentes tipos de acciones en una empresa, es decir, cuando no se sigue la regla de una acción-un voto. Claessens et al. (2002) muestran que en empresas en las que los derechos de voto y de *cash-flow* están separados, una mayor diferencia entre los derechos de voto y de *cash-flow* poseídos por los grandes accionistas afecta negativamente al valor de la empresa. Mayores derechos de *cash-flow* incentivan el control y mayores derechos de voto el atrincheramiento. Cuanto menor son los derechos de *cash-flow* mantenidos por los grandes accionistas, respecto al porcentaje de derechos de voto, mayores serán sus incentivos a tomar decisiones que les generen beneficios propios, ya que estos accionistas tienen sus beneficios menos ligados a los resultados de la empresa.

El tipo de propietarios puede influir en el efecto de la concentración de la propiedad sobre el valor de las empresas, ya que la preferencia por el control o por la obtención de beneficios privados varía según el tipo de propietario (Thomsen y Pedersen, 2000). La participación directiva, los inversores institucionales o la propiedad familiar pueden por su parte ser agentes que incrementan el control de la actuación de los directivos, o que coludan para expropiar riqueza a los accionistas minoritarios en las operaciones de F&A (Lease, McConnell y Mikkelsen, 1983; James, 1999; Ben-Amar y André, 2006; Basu, Dimitrova y Paeglis, 2008; Ferreira, Massa y Matos, 2010).

1.3.1.1. Participación de los Directivos en la Propiedad

La presencia directiva en la propiedad de la empresa adquirente puede disminuir sus incentivos a emprender operaciones de F&A que no generen valor, pues su riqueza personal está vinculada a la empresa. En este sentido, cabe esperar que haya un efecto de alineamiento de intereses entre directivos-accionistas y con accionistas minoritarios (Jensen y Meckling, 1976), cuando los directivos sean propietarios de la empresa. Sin embargo, en empresas donde los directivos posean una participación elevada, tienden a atrincherarse (Fama y Jensen, 1983; Morck et al., 1998), provocando menor eficiencia en las empresas y peores decisiones de inversión. Las investigaciones sugieren que en tales situaciones predominan los incentivos a extraer beneficios privados del control por parte de los directivos, expropiando riqueza a los accionistas minoritarios (Lease, McConnell y Mikkelsen, 1983). Además, los directivos con una participación relevante

establecerán medidas defensivas ante una oferta de adquisición, ya que su mayor poder de voto les permite aislarse de la actuación supervisora y protegerse de los mecanismos de control tanto internos como externos. No obstante, los directivos que poseen un porcentaje de propiedad muy elevado se convierten ellos mismos en los accionistas dominantes de la empresa, de manera que sus intereses se alinean con el resto de propietarios, volviendo a producirse una convergencia de intereses.

1.3.1.2. Participación de Inversores Institucionales

Los inversores institucionales pueden también ser un grupo de propietarios especial en las empresas. Entre ellos destacan los bancos, fondos de inversión, compañías de seguros y sociedades de inversión. Estos propietarios se caracterizan por poseer inversiones en cartera y tener relaciones a largo plazo con las empresas y sus propietarios, siendo su objetivo la eficiencia de la organización (Hartzell y Stark, 2003). La presencia de inversores institucionales en la propiedad de la empresa también podría reducir el problema de agencia entre directivos y accionistas, debido a su papel supervisor y de control activo (Bathala, Moon y Rao, 1994). La existencia de inversores institucionales con un porcentaje significativo de propiedad y con experiencia en la supervisión, configura un mecanismo de control eficaz para reducir los conflictos de agencia entre accionistas y directivos. El control efectivo de los directivos contribuye a la adecuada toma de decisiones estratégicas en la empresa, de manera que su papel activo en el control de la actuación de los directivos se asocia a la creación de valor de la empresa en el largo plazo.

No obstante, cuando en la empresa coinciden varios inversores institucionales, el control tiende a diluirse entre varios propietarios independientes. Como resultado, estos accionistas mayoritarios tendrán menores incentivos a expropiar riqueza a los accionistas minoritarios. De igual forma, el incentivo de control directivo será menor, dando lugar de nuevo al problema de agencia entre accionistas y directivos (Villalonga y Amit, 2006).

La nacionalidad de los inversores institucionales puede también ser relevante en las F&As. Los inversores institucionales extranjeros promueven en mayor medida cambios en las prácticas de gobierno corporativo que los inversores institucionales domésticos y es menos probable que coludan con los directivos locales para extraer beneficios privados (Guillan y Starks, 2003; Ferreira y Matos, 2008). Los inversores institucionales extranjeros pueden actuar como facilitadores en los mercados internacionales de control corporativo, ya que reducen los costes de transacción y las asimetrías informativas entre la empresa adquirente y la adquirida. La evidencia empírica disponible muestra que los accionistas obtienen ganancias económicas en las operaciones de F&A transnacional (Ferreira, Massa y Matos, 2010).

1.3.1.3. Participación de Empresa de Propiedad Familiar

Los problemas de agencia entre directivos y accionistas, descritos por Berle y Means (1932) o Jensen y Meckling (1976) pueden mitigarse si la mayoría de la propiedad está en manos de una familia o un individuo, debido a que estos accionistas tienen mayores incentivos a controlar a los directivos. Además, para este tipo de accionista sus

objetivos de control podrían ser distintos o adicionales a los puramente financieros (Sharma, Chrisman y Chua, 1997; Chua, Chrisman y Sharma, 1999; Anderson y Reeb, 2003; Carney, 2005; Short, Payne, Brigham, Lumpkin y Broberg, 2009). Las empresas familiares representan un tipo de accionistas de control que, por lo general, siguen modelos de propiedad, gobierno y sucesión que influyen en las decisiones estratégicas de forma particular. Los objetivos especiales de continuidad generacional, la cultura familiar y la relación intergeneracional favorecen en las empresas familiares políticas de adquisición más conservadoras (“*risk-averse*”) que en las no familiares.

Las empresas familiares suelen caracterizarse por mayor planificación a largo plazo, centrando sus intereses en la transferencia del negocio a futuras generaciones –objetivo de continuidad- (James, 1999), promoviendo decisiones estratégicas, como las F&As. En las empresas familiares el problema de agencia asociado a la mayor concentración de la propiedad puede ser mitigado, ya que, en estas empresas, los accionistas de control pueden tener menores incentivos a expropiar a los accionistas minoritarios, dados sus horizontes de inversión de largo plazo (Thomsen y Pedersen, 2000; Crespi y García-Gestona, 2002; Aguiar-Díaz y Santamaría-Martín, 2006). Además, es frecuente que las familias estén involucradas en la gestión y gobierno de las empresas, lo que mitiga los problemas de agencia entre accionistas y directivos. Por el contrario, las empresas adquirentes familiares podrían buscar principalmente el interés familiar y transferir activos a otras empresas que ellos poseen, a expensas de los accionistas minoritarios (Claessens et al., 2002). Las empresas familiares podrían también llevar a cabo F&A subóptimas debido a su interés por mantener el control de la empresa y evitar el control externo (Schulze, Lubatkin, Dino y Buchholtz, 2001).

Ben-Amar y André (2006) encuentran que la rentabilidad anormal para la empresa adquirente en torno a la fecha de anuncio de la operación, para una muestra de F&As anunciadas por empresas canadienses, es positiva y mayor para las empresas familiares que para las no familiares, 2,1% y 0,2%, respectivamente. Basu et al. (2008) observan que, en las operaciones domésticas estadounidenses, los accionistas de las empresas adquirentes obtienen rentabilidades anormales positivas, 1,1%, cuando son empresas familiares y negativas, de -1,3%, cuando son no familiares. Es decir, observan que los accionistas de la empresa adquirente valoran mejor las operaciones de F&A anunciadas por una empresa familiar que no familiar.

1.3.2. Dilución de Propiedad y Pérdida de Control

La estructura de propiedad de las empresas adquirentes varía cuando la F&A es pagada con acciones. Así, la posible dilución de propiedad y pérdida de control de los accionistas mayoritarios en la empresa adquirente puede afectar a la valoración de las F&As, y, por tanto, dependerá de cuál sea el método de pago.

En las empresas con propiedad concentrada, el cambio en la estructura de propiedad puede desanimar a los accionistas mayoritarios a pagar la adquisición con acciones, para evitar diluir la propiedad, con la consiguiente pérdida de control en la empresa adquirente (Martin, 1996; Faccio y Masulis, 2005). El pago con acciones es menos probable que se emplee cuando diluya el poder de voto de los accionistas mayoritarios, o de los directivos, si poseen una participación relevante en la empresa adquirente

(Harris y Raviv, 1988; Stulz, 1988; Amihud, Lev y Travlos, 1990). La reticencia de los accionistas de control, o accionistas mayoritarios, a pagar una F&A con acciones, transmitirá una señal negativa al mercado, relativa a su objetivo de mantener el control en la empresa, evitando diluir la propiedad, lo cual facilita el aprovechamiento de los beneficios privados del control (Faccio y Masulis, 2005).

El pago con acciones conlleva la entrada de un nuevo bloque de accionistas a la estructura de propiedad de la adquirente, sobre todo cuando se adquieren empresas no cotizadas, pues suelen tener propiedad concentrada. Si la empresa adquirida es no cotizada, se espera que los directivos prefieran pagar con efectivo, para evitar la entrada de un nuevo bloque de accionistas procedentes de la empresa adquirida (Grossman y Hart, 1980). El nuevo bloque de accionistas es probable que tenga incentivos a controlar a los directivos, lo cual podría ser positivamente valorado por los accionistas de la adquirente. El mayor control que propicia la entrada de un nuevo bloque de accionistas será tanto más valorada cuanto mayor sea la dispersión de la propiedad en la empresa adquirente. De acuerdo con este planteamiento, Chang (1998), Fuller et al. (2002) y Faccio et al. (2006) muestran que el típico efecto negativo asociado al pago con acciones se torna a positivo cuando la empresa adquirida es no cotizada.

La evidencia empírica pone de manifiesto la diferente reacción de los mercados de capitales al pago con acciones dependiendo de que la empresa adquirida sea cotizada o no cotizada. Chang (1998) observa que la rentabilidad anormal acumulada de los accionistas de las adquirentes de EEUU, cuando el pago es con acciones y la adquirida no cotizada, toma el valor de 0,09%, en el intervalo (-1,0). Fuller et al. (2002) muestran que la valoración de los accionistas de las adquirentes de EEUU toma el valor de 2,43% cuando la adquirida es no cotizada y el pago es con acciones, en el intervalo (-2,+2); cuando la empresa es cotizada el pago con acciones es valorado negativamente, -1,86%; el pago en efectivo es positivo tanto cuando la empresa es cotizada como no cotizada, tomando el valor de 0,34% y 1,62%, respectivamente. Faccio et al. (2006) observan que la rentabilidad anormal de los accionistas de las adquirentes europeas cuando el pago es con acciones toma el valor de -1,81% si la adquirida es cotizada y de 3,90% si es no cotizada. Esto es debido, por un lado, a que el pago con acciones permite a la empresa adquirente compartir los riesgos de la operación, cuando existen problemas de selección adversa sobre la empresa adquirida (Officer et al., 2009); y, por otro lado, al incremento de control directivo en la adquirente, tras la entrada de un nuevo bloque de accionistas procedente de la empresa adquirida (Chang, 1998; Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004).

Cuando se paga con acciones una F&A, el mayor tamaño de la empresa adquirida y su concentración de la propiedad incrementan la amenaza de pérdida de control de los accionistas mayoritarios. El mayor poder de negociación de los directivos de la empresa adquirida cuando es de gran tamaño, incrementará las preferencias de la empresa adquirente por pagar la operación con acciones. Los directivos de la adquirida aceptarán el pago con acciones, con el objetivo de no perder su trabajo, ni tampoco su participación en el control de la nueva empresa (Zhang, 2001). Además, la adquisición de empresas de mayor tamaño puede llevar a que la adquirente supere el nivel de deuda disponible, lo que, a su vez, dará lugar a la preferencia por el pago con acciones. En este sentido, Grullon et al. (1997) investigan los determinantes del método de pago en 146

fusiones entre bancos de Estados Unidos entre 1981 y 1990. Estos autores encuentran que a mayor tamaño relativo de la empresa adquirida, respecto a la adquirente, aumenta la probabilidad de que la operación sea pagada con acciones. Faccio y Masulis (2005), para las empresas no financieras europeas, y Swieringa y Schauten (2008), para las empresas holandesas, encuentran resultados similares.

En resumen, en este capítulo se han expuesto los argumentos teóricos asociados a la teoría de la agencia acerca de la valoración de los accionistas de la empresa adquirente en torno al anuncio de las operaciones de F&As, examinando cómo los conflictos de agencia, tanto entre directivos y accionistas, como entre accionistas mayoritarios y minoritarios, pueden influir en las decisiones de F&A. El sobrepago de la operación, el exceso de orgullo directivo, el problema del “*polizón*” o “*free rider*”, el *tunneling* o la dilución de la propiedad de la empresa, pueden surgir en torno a las decisiones de F&A y conllevar la transferencia de riqueza desde los accionistas de la empresa adquirente a los de la adquirida, o entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

Una vez analizado cómo la valoración de las F&As depende de los conflictos de agencia, así como de las asimetrías informativas sobre el valor de la empresa adquirente y de la adquirida, seguidamente completamos el análisis considerando las características del entorno legal e institucional de los países en los que se encuentran localizadas las empresas implicadas en la F&A. Siguiendo los argumentos teóricos planteados por la literatura del *law & finance*, los conflictos de agencia y asimetrías informativas pueden darse con distinta intensidad en los diferentes países, debido a las características del entorno legal e institucional. Asimismo, la eficiencia de las operaciones de F&A puede variar entre países, dependiendo de la efectividad del mercado de control corporativo como mecanismo disciplinario en cada país.

CAPITULO 2

ENTORNO LEGAL E INSTITUCIONAL EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

2.1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo examina la influencia de las características del entorno legal e institucional sobre las operaciones de fusión y adquisición (F&A). La valoración de una operación de F&A por parte de los accionistas de la empresa adquirente puede venir condicionada no sólo por las propias características de la operación o de las empresas, sino también por las características legales e institucionales de los países en que operan. Las características de las F&As y la frecuencia con que tienen lugar puede diferir entre países en función de las características del entorno legal e institucional, ya que la intensidad y forma de resolver los conflictos de agencia, así como las asimetrías informativas pueden variar.

La perspectiva teórica del *law & finance* (La Porta et al., 1997, 1998) plantea que las diferencias entre países en cuanto a las características del entorno legal e institucional están asociadas al origen legal y contribuyen a explicar las divergencias en sus sistemas financieros (Hayek, 1960; La Porta et al., 1998). Así, algunos países están más orientados a proteger a los inversores y presentan mayor desarrollo de las instituciones (La Porta et al., 1997, 1998; Beck y Levine, 2002, entre otros).

En entornos con mayor protección del inversor, mayor calidad legal e institucional, mayor desarrollo de los mercados financieros y de control corporativo y con regulación específica de las F&As, cabría esperar mejor valoración de estas operaciones por los accionistas de las empresas adquirentes. La protección del inversor (accionista y acreedor) y la calidad y buen funcionamiento de las instituciones contribuyen a mitigar los conflictos de agencia y asimetrías informativas e influyen en el modelo de gobierno corporativo de los distintos países (La Porta et al., 1999; Cuervo, 2002). Las distintas características del entorno legal e institucional pueden, a su vez, influir sobre la valoración de las F&As de manera indirecta, a través de las características de la operación. Las características legales e institucionales del país de la empresa adquirente

pueden condicionar la propensión de las empresas a emprender una operación de F&A que diversifique, que sea transnacional, o su propio método de pago.

En este capítulo, se analizan las F&As en los distintos entornos legales e institucionales, y cómo sus características pueden condicionar las características de las F&As y la valoración que los accionistas de la empresa adquirente hacen de dichas operaciones. En particular, la protección del inversor y la calidad de las instituciones condicionan el riesgo de expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios y acreedores, lo que en último término determina la posibilidad de que los directivos o accionistas de control tengan comportamientos oportunistas en las F&As, así como el coste de financiación al que hacen frente las empresas. Además, el desarrollo de los mercados financieros condiciona también el desarrollo de los mercados de control corporativo en cada país.

2.2. PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y CALIDAD INSTITUCIONAL

El grado de protección del inversor, tanto accionista como acreedor, influye en la intensidad de los conflictos de agencia que se dan en un país entre directivos, accionistas y acreedores y está asociado al propio origen legal del país.

Se clasifican los distintos países en dos categorías muy amplias: países pertenecientes al origen legal “*common law*”, que son considerados países con “fuerte” calidad legal e institucional -Reino Unido, Estados Unidos, Canadá e Irlanda-; y países pertenecientes al origen “*civil law*”, asociados a “débil” calidad legal e institucional -países de Europa continental y Japón- (La Porta et al., 1997, 1998).

La intensidad de los conflictos de agencia cabría esperar que sea menor en el entorno anglosajón (“*common law*”) que en el entorno de Europa continental (“*civil law*”), porque tanto la legislación, más orientada a proteger al inversor, como la predominancia de mecanismos externos de gobierno corporativo, pueden actuar para minorar los conflictos de agencia, y sustituir a los directivos ineficientes, que persigan más la búsqueda de beneficios propios que la maximización de valor de la empresa. El propio sistema judicial que caracteriza a los países del entorno anglosajón establece medidas cuando es necesario penalizar a los directivos que han actuado en contra de los intereses de los accionistas o de los acreedores.

Los costes de extraer beneficios privados del control corporativo y la necesidad de crear mercados de capitales internos en las empresas para superar las restricciones de acceso a financiación en los mercados de capitales externos, dependen de la protección del inversor y de la calidad de las instituciones de un país.

El análisis de las operaciones de control corporativo en los distintos países presenta diferencias fundamentales que pudieran estar asociadas a las características del entorno legal e institucional.

En los apartados siguientes se presenta en mayor detalle cómo la protección del inversor y la calidad de las instituciones influyen en los costes de obtener beneficios privados del

control y en la necesidad de crear mercados de capitales internos y cómo estos aspectos pueden contribuir a explicar las diferencias en las características de las F&As y en la valoración que realicen los accionistas de la empresa adquirente.

2.2.1. Obtención de Beneficios Privados del Control mediante F&As

En países con débil calidad legal e institucional, los costes de obtener beneficios privados a través de las decisiones corporativas de F&As son mayores, que en los países con fuerte protección de los derechos de los inversores (accionistas y acreedores). Mayores costes de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios (“*self-dealing*”), o a los acreedores, para los accionistas de control o los directivos, conllevan una menor intensidad de los problemas de agencia y asimetrías informativas, que la que se da en países donde estos derechos están menos protegidos. En entornos con fuerte calidad legal e institucional, cabe esperar que los directivos (accionistas o no) sean más reticentes a emprender operaciones de F&A para obtener beneficios privados, en perjuicio de la riqueza de los accionistas minoritarios, o acreedores. En entornos con fuerte calidad legal e institucional, la mala actuación directiva cuando las empresas tienen estructuras de propiedad dispersa conllevaría la actuación de los mercados de control corporativo (control externo), sustituyendo a los directivos ineficientes. Este amenaza de toma de control corporativo desincentiva el comportamiento oportunista de los directivos. La menor intensidad de los conflictos de agencia y asimetrías informativas cabría esperar que afectase positivamente a la valoración de las operaciones de F&A por parte de los accionistas de la empresa adquirente.

Los derechos de control adquieren mayor valor cuando la protección del inversor es menor y la expropiación menos costosa, ya que ésto permite a los directivos, o a los accionistas de control, expropiar riqueza a los accionistas minoritarios, o a los acreedores (La Porta et al., 2000). Si los empresarios diluyen el control entre más inversores renunciarán a los beneficios privados en una operación corporativa de toma de control (Zingales ,1995; La Porta et al., 1999; Bebchuck, 1999). La dilución de propiedad en entornos con débil protección del inversor podría ser por tanto una forma de limitar la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios (Bennedsen y Wolfenzon, 2000).

La protección del inversor en un país influye en la decisión de financiación, pues son precisamente las características legales e institucionales de los distintos países las que, a menudo, condicionan a las empresas elegir una u otra forma de financiar sus inversiones. La decisión de financiar una operación de F&A con fondos propios o ajenos dependerá del coste de capital de las empresas, el cual está a su vez condicionado por el entorno legal e institucional (Martynova and Renneboog, 2009).

A continuación argumentamos cómo la protección del accionista y del acreedor en un país puede condicionar la obtención de beneficios privados mediante las operaciones de F&A.

2.2.1.1. Protección del Accionista

En países con débil protección de los accionistas minoritarios, los costes de obtener beneficios privados, esto es, extraer rentas de la empresa en perjuicio de los accionistas minoritarios, son menores para los directivos y los accionistas de control, que en entornos con fuerte protección del accionista. Ello conlleva que los accionistas de control sean más reticentes a diluir la propiedad, para continuar obteniendo beneficios privados del control (Dyck y Zingales, 2004).

El grado de protección de los accionistas en un país se relaciona con la vinculación que exista entre los derechos de voto y los derechos a percibir dividendos de un accionista. En algunos países rigen normas de una acción-un voto y de trato igualitario entre accionistas nacionales y extranjeros (Grossman y Hart, 1988; Harris y Raviv, 1988). No obstante, la posesión de una acción no siempre garantiza el derecho a un voto en la junta de accionistas en todas las empresas y países, pudiendo haber empresas con distintos tipos de acciones, que distingan entre derechos económicos y políticos. Las estructuras piramidales, clases duales (*dual-class*) o participaciones cruzadas (*cross-holdings*) permiten a los accionistas ejercitar el control aunque poseen menor fracción de los derechos económicos. Las acciones sin voto o la restricción del número de votos de algún accionista son algunas de las alternativas utilizadas por las empresas para desviarse de la regla de una acción-un voto (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2002).

Si hay desproporción entre los derechos de voto y los derechos económicos poseídos por los accionistas, pueden aparecer mayores problemas de agencia entre los accionistas de control o los directivos, y los accionistas minoritarios, asociados a la posesión desproporcionada de más derechos de voto que derechos económicos. Esta desproporción de derechos lleva a que los directivos o los accionistas de control sufran menores repercusiones económicas por las decisiones financieras adoptadas e impidan tomas de control, que podría llevarles a perder los beneficios privados e, incluso, su empleo en la empresa. Estas divergencias entre la propiedad y los derechos de voto son más comunes en las empresas de Europa continental que en EEUU, debido a las propias características del entorno legal e institucional (La Porta et al., 1999).

En cambio, la posesión del mismo porcentaje de derechos de *cash-flow* que de derechos de control por un accionista de control o un directivo reduce los incentivos a la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios e incrementa los incentivos al pago de dividendos, reduciéndose así el exceso de *cash flow* en la empresa y desincentivándose las operaciones de F&A como alternativa al reparto de dividendos (Jensen, 1986). Mayor porcentaje de los derechos de *cash-flow* por parte de los directivos o los accionistas de control cabe esperar que aumente el valor de las empresas, al reducirse los conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios. En países con débil protección del inversor, la posesión de un elevado porcentaje de derechos de *cash-flow* por parte del empresario es más relevante, al limitar la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios (La Porta et al., 2000).

En aquellos países donde los costes de obtener beneficios privados del control sean menores, los directivos o los accionistas de control pueden beneficiarse de estos

menores costes expropiando riqueza a los accionistas minoritarios, mientras sus empresas tienen que hacer frente a mayores restricciones de capital, derivadas del mayor riesgo de expropiación de riqueza para los aportantes de fondos.

El coste de financiación externa es más elevado en países donde la calidad del entorno legal e institucional es más débil. Menor protección de los accionistas minoritarios conlleva menor flujo de fondos a las empresas, y, por tanto, menor desarrollo de los mercados de capitales, debido a las mayores asimetrías informativas que se dan en estos países (La Porta et al., 1997, 1998). La menor protección de los accionistas minoritarios acentúa las asimetrías informativas que se asocian a la emisión de acciones, siendo preferible para las empresas la financiación con deuda. Por el contrario, la mayor protección de los accionistas reduce los problemas de selección adversa y riesgo moral que se asocian a la emisión de acciones, haciendo este tipo de financiación preferible a la deuda (González y González, 2008).

Cuando los accionistas están menos protegidos legalmente, los inversores ofrecen unos precios muy bajos por la compra de acciones de la empresa, lo que hará menos atractivo y costoso para las empresas la emisión de nuevas acciones (Doige et al., 2007). La baja demanda de acciones estimulará indirectamente la concentración de la propiedad.

En el marco de una operación de fusión y adquisición, el pago con acciones supone un cambio en la estructura de propiedad de la empresa adquirente, por lo que será una práctica menos habitual de las empresas en las que haya un accionista mayoritario de control, más habitual en entornos con débil calidad legal e institucional. En entornos con débil calidad legal e institucional los costes de obtener beneficios privados son menores, de ahí los mayores incentivos de los accionistas mayoritarios a perseguir objetivos propios (Dyck y Zingales, 2004). Si la adquirente tiene propiedad concentrada, los directivos, o los accionistas de control, serán más reticentes a diluir la propiedad, para evitar perder el control y los beneficios privados asociados a dicho control.

A diferencia de la decisión de financiación, la cual es tomada autónomamente por la empresa adquirente y depende de sus condiciones financieras, la decisión de pago conlleva también la aceptación de las acciones de la empresa adquirente por parte de los accionistas de la empresa adquirida (Martynova y Renneboog, 2009; Officer et al., 2009). La aceptación de las acciones de la adquirente por parte de la empresa adquirida conlleva un riesgo de expropiación de riqueza para los accionistas de la adquirida si estos accionistas pasan a ser accionistas minoritarios de la adquirente y este riesgo será mayor cuando la adquirente procede de un entorno con débil calidad legal e institucional, donde los costes de expropiación de los accionistas minoritarios son menores y las empresas presentan estructuras de propiedad más concentradas (Rossi y Volpin, 2004). Los accionistas de la empresa adquirida exigirán un precio mayor por la venta de sus acciones cuando la empresa adquirente proceda de un entorno con débil calidad legal e institucional y ofrezca acciones como medio de pago, debido al riesgo de expropiación de riqueza (Rossi y Volpin, 2004). Cuando los inversores externos financian las empresas hacen frente al riesgo de que los directivos o accionistas de control expropien la rentabilidad de sus inversiones. Por tanto, cabría esperar que las

operaciones de F&A se financiaran de manera distinta dependiendo del entorno legal e institucional en el que se encuentran las empresas.

Por tanto, en entornos con débil protección del accionista los costes de obtener beneficios privados son menores y es más costosa la financiación con acciones, por lo que cabría esperar que la preferencia por el pago con acciones fuera menor (Faccio y Masulis, 2005).

2.2.1.2. Protección del Acreedor

El grado de protección del acreedor en un país se relaciona con el derecho que tienen los acreedores a liquidar o reestructurar una empresa cuando ésta no atiende a sus obligaciones de pago (La Porta et al., 1998). En entornos donde los derechos de los acreedores están menos protegidos, los directivos, o los accionistas de control, de una empresa podrían realizar operaciones de F&A arriesgadas que maximizan su riqueza a expensas de los acreedores. Las inversiones en proyectos arriesgados permiten a los directivos o a los accionistas de control distribuir la riqueza de los acreedores a los accionistas de la empresa. Este conflicto de intereses entre los acreedores y directivos, o los acreedores y accionistas de control, conlleva que los agentes prestadores de fondos exijan a los demandantes de fondos un precio más elevado por prestar sus fondos en países con débil protección del acreedor que en países con fuerte protección.

En entornos con débil protección del acreedor, el mercado de deuda puede ser menos líquido, existiendo menor número de oferentes de fondos, con el consiguiente incremento en el precio de los recursos financieros. El mayor precio exigido a los demandantes está asociado a las menores garantías y cobertura legal a la que se enfrentan los agentes prestamistas, respecto a la devolución del préstamo. Por lo tanto, menor protección del acreedor motiva que las empresas tengan peor acceso a deuda a largo plazo como medio de financiación. La facilidad que tenga una empresa para acceder a una u otra fuente de financiación (deuda, acciones o recursos internos) va a determinar, en parte, cómo ésta pague sus operaciones de F&As.

Las dificultades para acceder a financiación externa en los entornos con débil calidad legal e institucional podrían incentivar las F&As de diversificación, con el objetivo de promover la creación de mercados de capitales internos en las empresas, que permitan superar las restricciones de acceso a financiación externa de las empresas. Por lo que cabe esperar que, las operaciones de F&A de diversificación sean más frecuentes en entornos con peor protección del acreedor.

2.2.2. Creación de Mercados de Capitales Internos a través de las F&As

En entornos con mayor protección de los inversores (accionista y acreedores) y mayor calidad de las instituciones, los inversores tienen más incentivos a participar en los mercados financieros, favoreciendo su actividad y su desarrollo. La mayor protección de los accionistas afecta al desarrollo del mercado de valores, incrementándose el número de empresas cotizadas y de aquéllas que salen a bolsa (Ofertas Públicas Iniciales). La protección del acreedor favorece la provisión de fondos de los mercados de deuda o, alternativamente, de las instituciones financieras. Por lo tanto, cabría

esperar que la protección del inversor afectara a la amplitud y profundidad de los mercados de capitales (Nenova, 2006). Países con mercados de valores más desarrollados facilitan la asignación eficiente de recursos hacia las inversiones más rentables, ya que el mercado incorpora mejor la información específica sobre las empresas.

En cambio, en entornos con débil calidad legal e institucional existen mayores dificultades de acceso a los mercados de capitales externos. Las F&As entre empresas pertenecientes a distintos sectores pueden ser un mecanismo para reducir los costes de financiación, ya que con este tipo de operaciones se crea un mercado de capitales interno en la empresa (Jensen y Ruback, 1983; Bradley, Desai y Kim, 1988). Los mercados de capitales internos generados en la empresa mediante las F&As de diversificación de la actividad proporcionan una asignación más eficiente de los recursos cuando es más difícil acceder a financiación en los mercados de capitales externos (Rumelt, 1982). La diversificación de la actividad proporciona sinergias de tipo financiero, al reducir el riesgo del negocio, incrementando la capacidad de obtener deuda de la empresa y reduciendo el coste de capital. Las operaciones de F&A que diversifican la actividad cabe esperar que sean promovidas en entornos con débil calidad legal e institucional y en aquellos sectores que dependen más de financiación externa.

Por otro lado, como se planteó en el capítulo 1, la teoría de la agencia postula que los directivos podrían emprender una operación de diversificación para crear “*grandes imperios*”, reducir su riesgo personal (Amihud y Lev, 1981; Denis, Denis y Sarin, 1997) o para incrementar su remuneración y prestigio (Jensen y Murphy, 1990). Este tipo de operaciones, motivadas por el interés y orgullo directivo, cabe esperar que sean más frecuentes en entornos con débil calidad legal e institucional, pues la menor protección del inversor favorece un mayor oportunismo directivo.

Por tanto, en países con débil calidad legal e institucional las F&As de diversificación serán más frecuentes. Asimismo, la valoración de las F&As de diversificación puede variar según la calidad del entorno legal e institucional. La revisión de los estudios previos que han analizado la influencia de la decisión de diversificación sobre el valor de las empresas lleva a considerar que el entorno legal e institucional influye en el valor de las empresas. De igual forma, cabría esperar que la valoración de las F&As de diversificación puede estar condicionada por las características legales e institucionales.

La literatura financiera ha planteado que las características del entorno legal e institucional pueden condicionar el efecto de la diversificación sobre el valor de las empresas (Khanna y Palepu, 2000; Lins y Servaes, 1999, 2002; Comment y Jarrell, 2003; Fauver, Houston y Naranjo, 2003). Estas investigaciones plantean dos argumentos contrapuestos. Por un lado, una relación positiva entre el valor de la empresa y la diversificación, asociada a la creación de mercados de capitales internos en la empresa. Aquellos entornos donde los costes de acceder a financiación externa a la empresa son más elevados, la diversificación será más valorada, al superar las empresas sus restricciones de financiación. Khanna y Palepu (2000) analizan el efecto de la diversificación en las empresas de India y muestran que mayor diversificación aumenta el valor de las empresas en estos entornos. El efecto de la diversificación varía según los

sistemas de gobierno corporativo y el nivel de integración de los mercados de capitales. Lins y Servaes (1999) analizan las empresas de Alemania, Japón y Reino Unido y encuentra un “descuento” para las empresas diversificadas.

Fauver, Houston y Naranjo (2003), para una muestra de 8.000 empresas en 35 países, obtienen que la diversificación está negativamente correlacionada con el desarrollo de los mercados financieros, la calidad legal e institucional y la integración internacional. En países donde los mercados de capitales no estén muy desarrollados y donde el acceso al capital externo sea más costoso, la creación de mercados de capitales internos en la empresa a través de la diversificación permite superar las imperfecciones de los mercados y será más valorada que en países donde es más fácil obtener financiación externa a la empresa. Las empresas pueden repartir los escasos recursos dentro de la empresa, lo que incrementa el valor. Por tanto, el “descuento de diversificación” asociado al mercado estadounidense no es generalizable al resto de países donde los costes de financiación externa son más elevados. El mayor valor de las empresas diversificadas es también observado por Lin y Su (2008) en el análisis de las empresas cotizadas de China. Partiendo de la evidencia previa, cabría esperar una valoración más positiva de las operaciones de F&A de diversificación por parte de los accionistas de la empresa adquirente cuanto menor es la calidad legal e institucional del país de la adquirente. Por su parte, Lins y Servaes (2002) postulan que las empresas diversificadas podrían beneficiarse de los mercados de capitales internos generados en la empresa en los países emergentes o, por el contrario, sufrir más problemas de expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios.

No obstante, los trabajos mencionados no analizan la decisión de diversificación en el marco de una F&A. En entornos con peor calidad legal e institucional, los derechos de los accionistas están menos protegidos, por lo que los directivos o los grandes accionistas podrían emprender operaciones de F&A de diversificación, con el objetivo de reducir el riesgo de las empresas o extraer beneficios privados, aún cuando estas decisiones generen pocos beneficios para los accionistas minoritarios. En este sentido, cabría esperar un efecto negativo de la diversificación sobre la valoración de los accionistas de la empresa adquirente en las operaciones de F&A de diversificación. Sin embargo, en entornos con débil calidad legal e institucional, la menor protección del inversor (accionista y acreedor) incrementa los costes de acceder a financiación externa, siendo la creación de mercados de capitales internos a través de la diversificación una forma de que las empresas superen sus restricciones financieras en los mercados de capitales externos. Los accionistas de la adquirente valorarían positivamente las F&As de diversificación si se da el beneficio financiero mencionado. Por lo tanto, el efecto de la diversificación sobre la valoración de los accionistas de la empresa adquirente es una cuestión empírica, como se desarrolla en el capítulo 5 de esta tesis.

Además de la influencia de la protección del inversor (accionista y acreedor) y la calidad de las instituciones en los distintos países sobre las operaciones de F&A, el desarrollo de los mercados de control corporativo y las posibles transferencias de gobierno corporativo entre países pueden ser características relevantes en el estudio de las operaciones de F&A. En el apartado siguiente se presentan los argumentos teóricos sobre cómo se relaciona el desarrollo de los mercados de control corporativo y las transferencias de gobierno corporativo entre países con el tipo de operación de F&A

predominante en un país y la valoración que realizan de dicha operación los accionistas de la empresa adquirente.

2.3. DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CONTROL CORPORATIVO

El desarrollo de los mercados de control corporativo se relaciona con la calidad legal e institucional de cada país. Aspectos como la calidad de los estándares contables y los requerimientos de auditoría, permiten a los inversores disponer de información sobre la compañía en la que deciden invertir. Cuanto mayor es el grado de información disponible en el mercado sobre una empresa, ésta dispone de más alternativas para obtener fondos. Un sistema legal e institucional más orientado a proteger al inversor (accionista y acreedor) y a garantizar el cumplimiento de las leyes ayuda a reducir las imperfecciones del mercado derivadas de los conflictos de interés y de las asimetrías informativas (La Porta et al., 1999). Por tanto, cabría esperar mayor número de operaciones de F&A creadoras de valor en entornos con fuerte calidad legal e institucional, así como de operaciones de F&A de carácter hostil, como mecanismos disciplinarios de gobierno corporativo. Los cambios regulatorios acontecidos en los últimos años persiguen crear mercados financieros competitivos a nivel internacional, con un marco regulatorio común en Europa, mejorar la transparencia de las empresas tras los escándalos financieros y garantizar el buen funcionamiento de los mercados de control corporativo, de manera que la toma de decisiones por parte de los directivos sea eficiente y beneficie a los accionistas.

Las operaciones de F&A transnacionales pueden considerarse un mecanismo de transferencia de gobierno corporativo entre países, pues las empresas adoptan sistemas de gobierno corporativo de otros países, sin que se produzcan cambios en la regulación del país.

En los epígrafes siguientes se examinan cómo el entorno legal e institucional de los países condicionar que las F&As actúen como mecanismos de control corporativo y de transferencia de gobierno corporativo entre países.

2.3.1. F&A como Mecanismo de Control Corporativo

La actividad de las operaciones de F&A está positivamente correlacionada con la mayor protección del inversor, ya que mercados de control corporativo más activos son el resultado de un sistema de gobierno corporativo con fuerte protección del inversor (La Porta et al., 2000). En aquellos países donde existe mayor protección del accionista, los beneficios privados del control son menores, que en países que se caractericen por menor protección del inversor (Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004). De igual forma, la mayor transparencia informativa en entornos con fuerte calidad legal e institucional, facilita que las empresas adquirentes puedan identificar potenciales empresas adquiridas. Por lo tanto, habrá mayor volumen de operaciones de F&A y habrá mayor competencia en la compra de empresas (Rossi y Volpin, 2004). En países con menor protección del accionista, los accionistas de la empresa adquirida podrían atrincherarse

y establecer medidas de defensa para evitar las operaciones de toma de control corporativo (Bebchuk, 1999).

Mayor actividad del mercado de control corporativo, en entornos con fuerte calidad legal e institucional, amenaza la posición de los “malos” directivos, lo que mitiga sus incentivos a tomar decisiones que no maximicen el valor de todos los accionistas. Cabe esperar que los accionistas de las empresas adquirentes pertenecientes a un país con fuerte calidad legal e institucional, caracterizados por menores conflictos de agencia y asimetrías informativas, valoren más positivamente el anuncio de una operación de F&A, que los pertenecientes a un país con débil calidad legal e institucional.

En Estados Unidos, el sistema de gobierno corporativo está más orientado al mercado, de manera que las empresas son financiadas por un gran número de inversores y las operaciones de control corporativo representan un mecanismo clave de gobierno corporativo. Las F&As hostiles tienen relevancia desde el punto de vista del gobierno corporativo, y son uno de los mecanismos de control externo a los que se enfrentan los directivos ineficientes (Manne, 1965; Jensen, 1993; Franks y Mayer, 1996; Schwert, 2000). La amenaza de una toma de control hostil puede ser considerada una forma indirecta de proteger a los accionistas minoritarios. En entornos con mayor protección del inversor, las operaciones de F&A hostil son más frecuentes. El mercado de trabajo directivo, el mercado de bienes y servicios y el mercado de valores representan el resto de mecanismos externos de control corporativo.

Por el contrario, en la mayoría de países de Europa continental y Asia, los sistemas de gobierno empleados para la resolución de los conflictos de agencia se basan en el control interno de los directivos, por parte de los grandes accionistas, acreedores o empleados (“*stakeholders*”) y en la existencia de códigos de buen gobierno corporativo, que limiten las actuaciones de estos agentes. La compensación directiva ligada a las acciones, el diseño de consejos de administración más eficaces para el control directivo, el endeudamiento o el control directivo por parte de los accionistas mayoritarios (Jensen, 1986), son algunos de los mecanismos empleados para solucionar los problemas de gobierno corporativo que pueden surgir en las empresas. El control directivo por parte de los accionistas mayoritarios se ve, a su vez, condicionado por el grado de concentración de la propiedad y por el tipo de propietarios. Además, en estos países, existe mayor regulación por parte de las entidades públicas y éstas normalmente poseen mayor participación en la propiedad de las empresas.

La eficacia de los distintos mecanismos de gobierno corporativo en los distintos países está relacionada con su legislación. Las restricciones a que los accionistas mayoritarios sean inversores activos y las restricciones a la financiación no bancaria de las empresas puede condicionar la eficacia de estos mecanismos. En todo caso, el hecho de que en un país predominen los mecanismos de gobierno interno o externo, no conlleva la inexistencia del otro tipo, sino simplemente una actuación más débil.

Las reformas de gobierno corporativo llevadas a cabo en los distintos países han tratado de mejorar los mecanismos internos de gobierno corporativo, el poder otorgado a los accionistas, aumentar la transparencia entre los directivos y accionistas y fortalecer el cumplimiento de las leyes. Destacan tres factores que han conducido a las reformas en

Europa continental. El primero, la necesidad de un mercado de capitales nacional más atractivo, en un momento en que la competencia internacional del mercado de valores estaba aumentando, debido a la desregulación, globalización y privatización a gran escala. El segundo, los cambios provocados por el esfuerzo de la Comunidad Europea para establecer un marco regulatorio común respecto a los mercados financieros, especialmente en temas de transparencia. Y el tercero, las reformas de la legislación corporativa promulgadas como consecuencia de los escándalos financieros (Enron, WorldCom, Tyco y Xerox en EEUU, Maxwell, BCCI, y Polly Peck en Reino Unido, Vivendi en Francia, Parmalat en Italia, Ahold en Holanda). La jurisdicción Europea ha avanzado estableciendo leyes similares a las de la legislación de la *Sarbanes-Oxley* de EEUU (Enriques y Volpin, 2007). La *Sarbanes-Oxley Act* de EEUU, o las recomendaciones de *Cadbury* en Reino Unido, establecen recomendaciones para mejorar las prácticas de gobierno corporativo. Estas mejoras están relacionadas con la mejora de efectividad de los consejos de administración y supervisión, o con el establecimiento de reglas más estrictas a aplicar a las partes relacionadas en una transacción. El marco regulatorio ha avanzado también hacia mayores niveles de transparencia, en temas relacionados con la compensación de los directivos, o con los informes financieros, así como también en el fortalecimiento de la independencia y efectividad de los auditores. Tras la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) en 2002, se han implementado reglas más estrictas para el acceso a los mercados estadounidenses por parte de las empresas extranjeras. Dicha regulación se ha extendido a otros países europeos, lo que puede suponer un incremento en los costes de adquisición para las empresas procedentes de “peores” entornos legales e institucionales (Goergen y Renneboog, 2008).

Asimismo, los cambios regulatorios en la legislación de tomas de control pueden dar lugar a que los costes de la transacción varíen dependiendo del país. La legislación de tomas de control de Estados Unidos varía en comparación con las del Reino Unido y la Unión Europea. En los mercados emergentes es frecuente la falta de una regulación específica de OPAs (Nenova, 2006). En países donde la amenaza de una toma de control es menor existen más incentivos de los directivos a expropiar riqueza a los accionistas minoritarios. Además, algunas de las cláusulas legislativas, como el precio justo, o la limitación de medidas defensivas, contribuyen a la eficiencia del funcionamiento del mercado de control corporativo.

La discriminación de precio ofrecido entre accionistas mayoritarios y minoritarios en la adquisición de empresas es una de las formas de expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios que atrae la atención de los reguladores. En ausencia de fuerte protección del inversor, los accionistas minoritarios podrían recibir ofertas para vender sus acciones a precios más bajos que las que reciben los grandes accionistas. La discriminación en el precio en las operaciones de F&A es una característica de los mercados de control corporativo (Franks, Mayer y Rossi, 2009). La legislación de tomas de control corporativo en Europa trata de mitigar este abuso, estableciendo una cláusula de precio justo (Nenova, 2006). La ley de OPAs establece un precio mínimo que la empresa adquirente debe ofertar, estableciendo cada país esta regla según la liquidez de su mercado.

En las OPAs los accionistas de control en la adquirida se verían obligados a renunciar a los privilegios que tenga sobre los accionistas minoritarios, es decir, a los beneficios privados del control. De ahí que, en ocasiones, los accionistas de control bloqueen las operaciones que serían deseables desde el punto de vista social. El establecimiento de medidas anti-opa ha reducido el volumen de operaciones hostiles como mecanismos de control corporativo externo al que se enfrentan los directivos ineficientes. Las píldoras venenosas (“*poison pills*”) y otras medidas defensivas más sofisticadas (“*greemail*”, paracaídas dorados) son raramente empleadas y, especialmente infrecuentes en países emergentes. La concentración de la propiedad, cambios en la estructura de capital (emisión de elevados niveles de deuda, emisiones de acciones defensivas o recompras de acciones propias de la empresa) y las limitaciones en los derechos de votos de las acciones, son algunas de las medidas que toman los países, con mercados de capitales menos desarrollados y menor calidad legal e institucional, para protegerse de las tomas de control hostiles (Nenova, 2006). La regulación de fusiones y adquisiciones trata de limitar el uso de medidas defensivas, para garantizar el funcionamiento de los mercados de control corporativo.

El efecto de la nueva legislación en los países con fuerte calidad legal e institucional puede conllevar el incremento en el precio pagado por adquirir empresas, siendo este precio mayor cuanto peor es el entorno de la empresa adquirente y si la empresa adquirida es cotizada, debido a la mayor relevancia del problema de *free-rider* (Grossman y Hart, 1980) y a la aplicación de la legislación a este tipo de empresas. Asimismo, en entornos con fuerte calidad legal e institucional, cabe esperar que los mercados de control corporativo sean más activos y competitivos y por lo tanto, la probabilidad de encontrar empresas infravaloradas será menor.

2.3.2. Transferencias de Gobierno Corporativo mediante las F&As

En entornos con débil calidad legal e institucional, la actividad y competencia en los mercados de control corporativo será menor y más costoso el acceso a financiación externa. Una empresa puede presentar oportunidades de crecimiento no realizadas, debido a que las condiciones del mercado doméstico no permitan materializar la expansión de estas empresas, con la consiguiente mayor probabilidad de internacionalización. Las empresas procedentes de débiles entornos legales e institucionales tienen incentivos a acceder a los mercados internacionales, porque estos mercados ofrecen la posibilidad de que se adhieran a sistemas que protegen mejor los derechos del inversor, mejorando la protección de todos los accionistas, incluso de los que están localizados fuera del país (Reese y Weisbach, 2002; Rossi y Volpin, 2004). Además, la entrada en los mercados internacionales les facilita el acceso a financiación externa. Por lo tanto, cabe esperar que la débil calidad legal e institucional del país aumente la probabilidad de que las empresas emprendan una F&A transnacional.

El desarrollo tecnológico y la globalización han contribuido al incremento de las operaciones transnacionales en los últimos años. Representan una alternativa en la estrategia de expansión de las empresas, siendo la forma más rápida de entrada en un nuevo país y de que las empresas continúen siendo competitivas en mercados globalizados. Asimismo, la apertura de los mercados de capitales a los inversores extranjeros ha dado lugar a un aumento de la inversión directa extranjera (Stulz, 2005).

En las operaciones de F&A transnacionales, las diferencias entre el entorno legal e institucional de la empresa adquirente y adquirida podrían ser un medio de transferencia de gobierno corporativo entre países (La Porta et al., 2000; Rossi y Volpin, 2004). Coffee (1999) distingue entre convergencia legal y funcional. La convergencia legal se refiere a las reformas legales, regulatorias y judiciales que se llevan a cabo en un país para lograr sistemas de gobierno que faciliten el acceso a financiación, la dilución de la propiedad de las empresas y mejoren la asignación eficiente de recursos hacia las inversiones más rentables. Alternativamente, la convergencia funcional mediante transferencias de gobierno corporativo entre empresas no conlleva reformas legales tan importantes. La liberalización de los mercados de capitales incrementa no sólo el flujo de inversión extranjera, sino también la presión política y económica para crear instrumentos financieros para los inversores extranjeros (La Porta et al., 2000). Las empresas pueden establecer en sus estatutos corporativos contratos con los que garantizar a los inversores sus derechos. Ser adquirida por una empresa operando en un país con mejor calidad legal e institucional puede ser un importante mecanismo para la transferencia funcional de gobierno corporativo entre países. Asimismo, cotizar en una bolsa extranjera (“*cross-listing*”) puede ser una estrategia que permite a la empresa acceder a financiación externa y aumentar la protección de los derechos de los inversores nacionales o extranjeros. Cotizar en la bolsa de Estados Unidos es práctica habitual cuando las empresas deciden cotizar en otros mercados. Uno de los motivos que pueden llevarle a tomar esta decisión es la búsqueda de mejor protección del inversor (Pagano, Roell, Zechner, 2002; Reese y Weisbach, 2002). La cotización en otro país puede proporcionar mejoras en términos de transparencia, pero no garantiza derechos efectivos a los accionistas minoritarios (La Porta et al., 2000).

Dado que las operaciones domésticas no se benefician de estas sinergias, cabría esperar que las operaciones transnacionales crearan más riqueza para los accionistas. Las operaciones de F&A transnacionales están, en parte, condicionadas a que las sinergias derivadas de la operación excedan en gran medida el alto coste de una compra en el extranjero y las asimetrías informativas asociadas a este tipo de decisiones.

Si hay diferencias positivas entre el entorno de la adquirente y de la adquirida, es decir, si la empresa adquirente pertenece a un país con mejor entorno legal e institucional que la adquirida, esta última puede adoptar las mejores prácticas de gobierno corporativo de la empresa adquirente, aumentando la eficiencia de ambas empresas. La adquirida pasará a aplicar las mejores prácticas de gobierno corporativo de la adquirente, reduciendo sus costes de agencia, ya que, según la ley internacional, si la empresa adquiere el cien por cien de las acciones de la adquirida, ésta adoptará la nacionalidad de la adquirente (Bris y Cabolis, 2008; Martynova y Renneboog, 2008). Esta mejora de eficiencia derivada de la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo, mayor transparencia y mejor protección del accionista en la empresa adquirida beneficiará a ambas empresas, con la consiguiente valoración positiva por parte de los accionistas de la adquirente. Una vez la adquirida adopte la nacionalidad de la adquirente, los accionistas estarán más protegidos, lo que aumentará el valor de la empresa adquirida.

La evidencia empírica disponible no muestra resultados concluyentes. Moeller y Schlingemann (2005) obtienen que los accionistas de las empresas adquirentes estadounidenses valoran peor una operación transnacional cuando la empresa adquirida

es de Reino Unido. Este efecto negativo se asocia a la mayor competencia en el mercado de control corporativo de Reino Unido. Moeller y Schlingemann (2005) no encuentran evidencia sobre la influencia del entorno legal e institucional cuando el entorno legal de la adquirida es peor que el de la adquirente. Por su parte, Francis et al. (2008) observan que los accionistas de las empresas adquirentes estadounidenses sí obtienen rentabilidades positivas cuando la adquirida procede de un país con mercados financieros segmentados, es decir, en entornos con débil calidad legal e institucional. Las empresas adquirentes, a través de un mercado de capitales interno creado con la operación, proporcionan a las empresas adquiridas acceso a financiación a menor coste. Las F&As transnacionales pueden ser consideradas como un mecanismo para evitar las ineficiencias del mercado, proporcionando fondos a la empresa adquirida. Francis et al. (2008) argumentan que las diferencias en los resultados respecto al trabajo de Moeller y Schlingemann (2005) se deben a los menores costes de las operaciones transnacionales y el mayor desarrollo de los mercados financieros después de la década de los 90.

Stark y Wei, (2004) y Kuipers et al. (2009) observan que si el entorno legal e institucional de la adquirente es peor que el de la adquirida esto reduce las ganancias para la empresa adquirente. La adquisición en entornos con mejor calidad legal e institucional conllevaría que las empresas tuvieran que pagar un precio más alto por la empresa adquirida, para compensar el incremento de riesgo de la adquirida, al adoptar peores prácticas de gobierno corporativo de la adquirente.

En el entorno europeo, Martynova y Renneboog (2008) muestran que los accionistas de empresas adquirentes obtienen rentabilidades anormales positivas tanto si la adquirida pertenece a un entorno con peores estándares de gobierno corporativo que la empresa adquirente, como si el entorno tiene mejores estándares de gobierno corporativo. En este último caso, las empresas adquirentes adoptan voluntariamente las mejores prácticas de gobierno corporativo de la empresa adquirida.

Sin embargo, en entornos con “débil” calidad legal e institucional podrían existir barreras que dificultan la entrada de empresas extranjeras, aumentando los costes de la transacción. Asimismo, las exigencias políticas pueden obligar a establecer ciertos acuerdos que limiten los beneficios que potencialmente se esperaba obtener con la operación, así como otras dificultades asociadas con el menor control de la corrupción, el menor desarrollo de los mercados y el menor cumplimiento de las leyes y de los contratos. Todo ello redundará en un incremento en el riesgo de la empresa adquirente de operar en países con débil calidad legal e institucional. La dificultad de operar en un país es independiente del cambio o no de nacionalidad de la adquirida. Además, de acuerdo con lo planteado por Bris y Cabolis (2008) cabría esperar que la empresa adquirente pague una prima mayor por la adquirida en entornos con débil calidad legal e institucional, que la que pagaría en su propio país, por la mayor concentración de la propiedad de la adquirida y su incremento de valor después de la operación. Cuando la empresa adquirida tiene propiedad concentrada demandará una prima por el control más elevada que en países con fuerte calidad legal e institucional. De acuerdo con lo planteado en los estudios previos, el valor de los derechos de control es igual a los beneficios privados que se estima que se podrían obtener si no se venden estos derechos. Menor protección de los derechos de los accionistas minoritarios incrementa el valor del control (Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004). Por lo tanto, se puede

esperar un efecto negativo en la valoración de los accionistas de la adquirente en la adquisición de empresas en entornos con “peor” calidad legal e institucional, asociado a las dificultades de operar en estos países.

En definitiva, los argumentos presentados en los apartados precedentes apuntan la necesidad de considerar la influencia del entorno legal e institucional, no sólo como determinante de la valoración de las operaciones de F&A por parte de los accionistas de la empresa adquirente, sino también como determinante de las decisiones directivas que definen la operación de F&A, en relación al método de pago, la diversificación y la internacionalización de la operación.

Una vez establecidos, en el capítulo 1 y 2, los argumentos teóricos asociados a la influencia de los conflictos de agencia y asimetrías informativas, así como del entorno legal e institucional sobre la valoración de las F&As, siguiendo la teoría de la agencia y del *law & finance*, en la segunda parte de esta tesis doctoral se desarrolla el estudio empírico de la valoración de las operaciones de fusión y adquisición por parte de los accionistas de la empresa adquirente. Se examinan las decisiones discrecionales de los directivos relativas al método de pago empleado en la F&A, las operaciones de diversificación y las F&As transnacionales, teniendo en cuenta el posible sesgo de selección y la endogeneidad de estas decisiones. El estudio conjunto de los conflictos de agencia y del entorno legal e institucional, como aspectos que condicionan tanto la valoración como las decisiones directivas que definen la operación de F&A, aporta evidencia empírica acerca de cómo el mayor control directivo contribuye a explicar la valoración positiva de las F&As por parte de los accionistas de la empresa adquirente en los distintos países, así como las decisiones que definen la F&A relativas al método de pago, la diversificación de la actividad y la internacionalización de la operación.

PARTE II
ANÁLISIS EMPÍRICO

CAPITULO 3

**VALORACIÓN DE LAS FUSIONES Y
ADQUISICIONES**

3.1. INTRODUCCIÓN

La segunda parte de la tesis, dedicada al análisis y contraste empírico, comienza con este capítulo, en el que se estima la valoración que realizan de las F&As los accionistas de la empresa adquirente en torno al anuncio de la operación, examinando las diferencias según la estructura de propiedad, el entorno legal e institucional y las características de las empresas y de la operación, aplicando la metodología del estudio de eventos. En los siguientes capítulos se plantean y contrastan hipótesis en relación a la influencia en la valoración de los accionistas de las decisiones directivas relativas al método de pago, la diversificación y la posible internacionalización, que a su vez pueden estar condicionadas por la estructura de propiedad de la empresa adquirente y el entorno legal e institucional.

Se analizan las operaciones de F&A anunciadas por empresas europeas no financieras que adquieren una empresa en cualquier parte del mundo, en el periodo 2002-2007, período que coincide con la denominada “*sexta oleada*” de F&As. Siguiendo la metodología del estudio de eventos estimamos la rentabilidad anormal obtenida por los accionistas de la empresa adquirente en torno a la fecha de anuncio de la F&A. Además de describir las operaciones de F&A que conforman la base de datos, se presentan las variables a considerar en el resto de capítulos y los argumentos relativos a su influencia sobre la valoración de las F&As.

3.2. VALORACIÓN DE LAS F&As: HIPÓTESIS

Los diferentes resultados que muestran los estudios empíricos sobre la valoración que realizan de las F&As los accionistas de la empresa adquirente pueden venir explicados por las diferencias de los entornos legales e institucionales, así como de la estructura de propiedad de las empresas. Los conflictos de agencia entre directivos y accionistas en

los procesos de F&A pueden provocar transferencias de riqueza desde los accionistas de la empresa adquirente a la adquirida. Según se expuso en el capítulo 1, el sobrepago de la operación (Roll, 1986), el problema de “*polizón*” o “*free rider*” (Grossman y Hart, 1980), así como la eventual sobrevaloración de las empresas (Rhodes-Kropf y Viswanathan, 2003; Shleifer y Vishny, 2003), explican que algunas F&As destruyan valor para los accionistas de la adquirente.

El planteamiento anterior ha de completarse teniendo en cuenta que la concentración de la adquirente puede reducir los problemas de agencia entre accionistas y directivos y evitar las transferencias de riqueza desde los accionistas de la adquirente a los de la adquirida, pues es mayor el control directivo y se reduce su comportamiento oportunista (Jensen y Merkling, 1976). Sin embargo, por otro lado, la concentración de la propiedad puede conllevar problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, de manera que pueden darse transferencias de riqueza de los accionistas minoritarios a los accionistas mayoritarios (*tunneling*). Los estudios empíricos previos, que se centran en esta cuestión, muestran que la propiedad familiar influye positivamente sobre la valoración de las F&As, de acuerdo con el argumento de mayor control directivo que favorece la existencia de accionistas mayoritarios (Ben-Armar y André, 2006 y Basu et al., 2008). El ámbito geográfico de estos estudios se centra, no obstante, en países caracterizados por fuerte protección del accionista, lo cuál puede ser una circunstancia relevante. El trabajo de Ben-Armar y André (2006) se centra en las F&As en el mercado canadiense y el de Basu et al. (2008) analiza las F&As domésticas en el mercado estadounidense.

La preferencia de los accionistas mayoritarios por el control, o por la obtención de beneficios privados puede variar entre países dependiendo del grado de protección del inversor y del desarrollo de los mercados de control corporativo, como se mencionó en el capítulo 2 de esta tesis. En aquellos países donde los inversores están más protegidos, la intensidad de los conflictos de agencia es menor (La Porta et al., 1997, 1998). La protección de los accionistas minoritarios incrementa los costes de obtener beneficios privados del control (Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004), por parte de los directivos y de los accionistas mayoritarios. Por tanto, la transferencia de riqueza desde los accionistas minoritarios a los directivos, o a los accionistas de control, a través de las operaciones de F&A, puede variar según las características del entorno legal e institucional, reflejándose en la valoración que realizan de la operación los accionistas de la empresa adquirente.

De acuerdo con los argumentos anteriores, analizamos si sobre la valoración de las F&As en los distintos entornos legales e institucionales predomina lo que denominaremos el efecto control o el efecto beneficios privados de la mayor concentración de la propiedad en la adquirente. Asimismo, se estudia si influyen en la valoración de las F&As las mayores posibilidades de obtener beneficios privados en entornos con débil calidad legal e institucional.

Mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente puede aumentar el control directivo, reduciendo las operaciones de F&As motivadas por comportamientos oportunistas de los directivos. Sin embargo, por otro lado, la concentración de la propiedad puede dar lugar a que los accionistas mayoritarios emprendan operaciones de

F&A buscando beneficios personales, en perjuicio de los accionistas minoritarios (*tunneling*). Por consiguiente, los accionistas de la empresa adquirente con propiedad concentrada valorarán positivamente las F&As, si el mayor control directivo reduce los conflictos de agencia entre directivos y accionistas (*problema de agencia tipo I*) (*control directivo*), pero negativamente si predominan los conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios (*problema de agencia tipo II*), cuando los mayoritarios obtienen beneficios privados, en perjuicio de los accionistas minoritarios (*beneficios privados*). Es objetivo de esta investigación ver cuál de estos dos efectos predomina. Se plantean las siguientes hipótesis contrapuestas:

Hipótesis 1.a (*control directivo*): *La concentración de la propiedad de la empresa adquirente influye positivamente en la valoración de los accionistas de la empresa adquirente del anuncio de una operación de F&A.*

Hipótesis 1.b (*beneficios privados*): *La concentración de la propiedad de la empresa adquirente influye negativamente en la valoración de los accionistas de la empresa adquirente del anuncio de una operación de F&A.*

Asimismo, examinamos si la calidad del entorno legal e institucional de los países influye sobre la valoración de las F&As. La calidad del entorno legal e institucional, en lo que se refiere a la protección del inversor (accionista y acreedor) y el desarrollo de los mercados de control corporativo, pueden ser relevantes en la valoración de las F&As, al condicionar los incentivos de los directivos o accionistas de control a comportarse de forma oportunista.

La mayor protección del accionista está positivamente correlacionada con el desarrollo de los mercados de control corporativo (Rossi y Volpin, 2004). En países con mayor desarrollo de los mercados de control corporativo es más frecuente que las F&As actúen como mecanismos de control corporativo, sustituyendo a los directivos ineficientes. La amenaza de la actuación de los mercados de control corporativo y los mayores costes de obtener beneficios privados por parte de los directivos, o de los accionistas de control, reducen sus incentivos a comportarse de forma oportunista cuando toman decisiones de F&A. Además, en países donde existe mayor protección del inversor, la información sobre las condiciones de la adquisición son más transparentes y existe regulación sobre el uso de información privilegiada (Bris, 2005). Cabe esperar que en aquellos países donde existe mayor protección del accionista y mayor desarrollo de los mercados de control corporativo, las operaciones de F&As sean valoradas positivamente por los accionistas de las empresas adquirentes.

Hipótesis 2: *Mejor entorno legal e institucional en el país de la adquirente influyen positivamente en la valoración de los accionistas de la empresa adquirente.*

3.3. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

3.3.1. Descripción de las Fusiones y Adquisiciones en la “Sexta Oleada”

La base de datos sobre la que se contrastan las hipótesis anteriormente planteadas son las empresas no financieras⁹ europeas cotizadas que anuncian una F&A, en el período 2002-2007, siendo la empresa adquirida cotizada, o no cotizada, en cualquier parte del mundo. Se trata por consiguiente de una base de datos internacional, que permite analizar la relevancia del entorno legal e institucional de diferentes países.

La información económica y financiera de las empresas y de la operación, se toman de las bases de datos *Thomson One Banker M&A database*, *Datastream*, *Lexis Nexis* y *Amadeus*. *Thomson One Banker M&A database* proporciona información detallada de las operaciones de F&A, así como también de las características de las empresas implicadas. La base de datos internacional *Datastream*, aporta la serie temporal de rentabilidad de las acciones en el mercado de valores de las empresas, que permitirá calcular la rentabilidad anormal de los accionistas de la empresa adquirente, en torno al anuncio de la operación. *Lexis Nexis* recoge información procedente tanto de prensa económica de ámbito mundial como de revistas especializadas, páginas web o información proporcionada por otras empresas y se emplea para cotejar la fecha de anuncio de la operación. Las bases de datos *Amadeus (Bureau Van Dijk)* y *Datastream* proporcionan la información relativa a la estructura de propiedad de las empresas adquirentes.

Se consideran las operaciones de F&A anunciadas entre el 1 de enero 2002 y el 31 de diciembre de 2007, que sean operaciones completadas, y que supongan un cambio de control en la empresa adquirida. El periodo analizado coincide con el comienzo de una nueva “oleada” de F&A, tras la crisis de las “*punto com*”, denominada “*sexta oleada*” (Gregoriou y Renneboog, 2007). Este período se caracteriza por la reestructuración del sector de las telecomunicaciones y los cambios regulatorios en los sistemas de gobierno corporativo en la mayoría de los países. Otra de las características destacables de este período es el mayor volumen de F&As transnacionales y aquellas en las cuáles la empresa adquirida es no cotizada.

Se llevan a cabo los siguientes filtros, con el objetivo de homogenizar la información disponible. Se eliminan aquellas operaciones en las que: (i) la empresa adquirente realiza más de un anuncio, esto es, coincide con alguna otra noticia relevante, dentro de intervalo de (-20, +20) días, empleado como ventana del evento (Campbell, Lo y MacKinlay, 1997, pág. 151); (ii) las operaciones en las que la estimación del parámetro beta, necesario para determinar la rentabilidad anormal esperada, no era significativo a un nivel de confianza del 95%; (iii) no hay datos disponibles sobre el porcentaje de propiedad del accionista mayoritario, o no se puede identificar la identidad de éste.

⁹ Se excluyen las empresas con código SIC comprendido entre 6000 y 6999 (Travlos, 1987; Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004; Campa y Hernando, 2004; Martynova y Renneboog, 2008, 2009; Kuipers et al., 2009, entre otros), que son las empresas financieras, ya que la regulación en términos de F&As de este tipo de empresas difiere respecto a los no financieras.

La muestra final se compone de 447 operaciones de F&A en 32 países (tabla 1) y 56 sectores de actividad (2 dígitos códigos SIC), una vez eliminadas las operaciones anteriormente mencionadas.

Tabla 1. Distribución Geográfica (F&As)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, que adquieren una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo (2002-2007).

País	Todas	
	Adquirente	Adquirida
Alemania	24	27
Australia		7
Austria	2	2
Bélgica	7	6
Brasil		1
Canadá		10
China		4
Dinamarca	4	8
Egipto		2
Emiratos Árabes		1
Eslovenia		1
España	34	27
Estados Unidos		58
Finlandia	22	10
Francia	42	25
Grecia	7	5
Hong Kong		1
Hungría	1	1
India		2
Irlanda	10	7
Israel		1
Italia	20	18
Jamaica		1
Marruecos		1
Noruega	28	20
Países Bajos	15	18
Polonia	3	2
Portugal	1	2
Reino Unido	178	142
República Checa		1
República Congo		1
Rusia	1	3
Singapur		2
Sur África		1
Suecia	37	20
Suiza	11	9
Total	447	447

La tabla 2 muestra los estadísticos descriptivos de toda la muestra, según la estructura de propiedad de la empresa adquirente (*panel A*), las características del entorno legal e institucional de los países (*panel B*), las características de las empresas y de la operación (*panel C*). Hacemos también referencia a la definición de las variables que serán empleadas en los distintos capítulos empíricos de esta tesis.

En cuanto a la estructura de propiedad de la empresa adquirente (*panel A*), definimos la variable de estructura de propiedad (*Propiedad*) como el porcentaje de propiedad directa e indirecta que posee el accionista mayoritario de la empresa, recogido en el último informe anual antes de la operación. El porcentaje de propiedad representa la propiedad con derechos de voto que posee dicho accionista (Fuente: *Amadeus Bureau Van Dijk Database*). Cuando hay dos clases de acciones, el porcentaje de propiedad se

corresponde con aquellas acciones que tienen derechos de voto. La consideración de los derechos de control tanto directos como indirectos permite controlar por los distintos tipos de acciones, las estructuras piramidales, las cadenas de control y las participaciones cruzadas (*cross-holdings*). El porcentaje de propiedad y derechos de control en poder del accionista mayoritario es, en promedio, de 25,30%.

En lo que se refiere a las características del entorno legal e institucional (*panel B* de la tabla 2), se aproxima la calidad legal e institucional de los países definiendo las variables propuestas en los estudios previos.

1. *Protección del accionista*. Calculamos la variable protección del accionista como el producto del índice revisado de derechos de propiedad de los accionistas (*revised anti-director right*), propuesto por Djankov et al. (2008), por la medida de eficiencia legal (*rule of law*), definida por Kaufmann et al. (2007), siguiendo los estudios previos de Rossi y Volpin (2004), Hangendorff et al. (2007), y Bris y Cabolis (2008). Esta variable permite controlar tanto por el origen legal del país como por la calidad de las instituciones. La variable de protección de los derechos de propiedad de los accionistas revisada por Djankov et al. (2008) está disponible para 72 países y soluciona la ambigüedad considerada por Pagano y Volpin (2005), o Spamman (2005), sobre el índice calculado por La Porta et al. (1998), y varía entre 0 y 5, de manera que, mayores valores de la variable se asocian con mejor protección del inversor por la existencia de leyes que, explícitamente, establecen disposiciones favorables para los accionistas minoritarios. Tomamos el valor de este índice calculado para mayo de 2003, dada la falta de información para períodos posteriores. El índice de protección de los accionistas revisado, al igual que el índice original (La Porta et al., 1998), aproxima la protección del accionista minoritario en las decisiones corporativas, incluyendo el derecho de voto. El índice se calcula como promedio de 6 aspectos relacionados con la protección de la accionista minoritario: 1) voto por mail, 2) obstáculos para ejercitar los derechos de voto, 3) representación de los minoritarios en el consejo de administración a través de representación de voto o proporcional, 4) un mecanismo de opresión de los minoritarios para solicitar compensación en caso de expropiación, 5) derechos de prevención para suscribir nuevas emisiones de activos financieros por parte de la compañía, y 6) el derecho a convocar Junta de Accionistas extraordinaria. La medida de eficiencia legal, por la que se multiplica el índice anterior, recoge la calidad de aplicación de los contratos, del sistema de defensa y del sistema judicial del país, así como la probabilidad de crimen y violencia (Kaufmann et al., 2007). Esta variable varía anualmente y toma valores entre -2,5 y 2,5, de manera que valores más altos del índice indican mayor eficiencia legal. Se observa que, en promedio, el valor de la variable protección del accionista, la cual varía entre -12,5 y 12,5, en el país de la adquirente es de 6,50.
2. *Protección del accionista minoritario contra la expropiación de riqueza de los accionistas mayoritarios*. Calculamos la variable protección del accionista minoritario como el producto del índice de derechos de propiedad de los accionistas minoritarios (*anti-self dealing index*), calculado por Djankov et al. (2008), por la medida de eficiencia legal (*rule of law*), definida por Kaufmann et

al. (2007). El índice de protección de los accionistas minoritarios contra la expropiación de los accionistas de control se compone de 10 aspectos: (1) aprobación por desinterés de los accionistas, (2) transparencia del comprador, (3) transparencia del accionista de control, (4) revisión independiente, (5) cada elemento del índice de transparencia en un archivo periódico, (6) derecho a demandar; (7) rescisión, (8) facilidad de expropiación del accionista de control, (9) facilidad de expropiación del grupo responsable, (10) acceso a la evidencia. Este índice varía entre 0 y 1. Mayores valores de esta variable indican mayor protección de los accionistas minoritarios, frente al riesgo de expropiación de riqueza por parte de los accionistas mayoritarios. La variable de eficiencia legal varía anualmente y toma valores entre -2,5 y 2,5, de manera que mayores valores de esta variable se asocian a mayor eficiencia legal en el país. El valor promedio de la variable protección del accionista minoritario, la cual resulta de multiplicar los índices anteriormente mencionados y varía entre -2,5 y 2,5, es 0,97 en el país de la adquirente.

3. *Protección del acreedor.* Calculamos la variable protección del acreedor multiplicando los derechos de propiedad de los acreedores (*creditor right*), definido por Djankov et al. (2003), por la medida de eficiencia legal (*rule of law*), siguiendo los estudios previos de Rossi y Volpin (2004), Hangendorff et al. (2007) y Bris y Cabolis (2008). El índice de derechos de los acreedores mide la seguridad de los prestamistas en caso de quiebra. Se compone de 4 aspectos: 1) si hay restricciones, como el acceso de un acreedor en una restructuración; 2) si los acreedores pueden hacerse con la garantía cuando se aprueba una restructuración; 3) si los acreedores cobran primero en un proceso de liquidación de una empresa quebrada; 4) si un administrador, y no directivo, es el responsable de gestionar el negocio durante la reorganización. Cada una de estas medidas toma el valor 1 cuando la ley y regulación del país proporciona estos poderes a los acreedores. El índice agrega estos valores y varía entre 0 (baja protección del acreedor) y 4 (alta protección del acreedor). Tomamos el valor de la variable calculado para el año 2003, dada la falta de información para períodos posteriores. Mayores valores de la variable indican mayor protección de los derechos de los acreedores en el país. La variable de eficiencia legal varía anualmente y toma valores entre -2,5 y 2,5, de manera que mayores valores de esta variable se asocian a mayor eficiencia legal en el país. En promedio, se observa que la variable protección del acreedor, calculada como producto de los dos índices anteriores, varía entre -10 y 10, toma el valor de 4,02 en el país de la adquirente.
4. *Índice de libertad económica.* Consideramos el índice de libertad económica, calculado por la Fundación *Heritage*, siguiendo el trabajo de Moeller y Schlingemann (2005) y Francis et al. (2008). Este índice mide el grado de libertad económica dentro de un país y está basado en 10 criterios específicos relativos a la libertad económica de un país: libertad de negocio, libertad de comercio, libertad monetaria, intervención gubernamental, libertad fiscal, derechos de propiedad, libertad de inversión, libertad financiera, ausencia de corrupción y libertad laboral. El rango de este índice varía entre 0 y 100.

Mayores valores del índice indican mayor calidad legal e institucional. En el país de la adquirente la variable toma el valor medio de 72,84.

5. *Índice KKZ*. Consideramos la media ponderada de los índices de gobernabilidad de Kaufmann et al. (2007) (Fuente: *Banco Mundial*). Los seis indicadores incluidos para el cálculo son: el grado de participación de la ciudadanía en la esfera política de su país (*voice and accountability*), la estabilidad política (*political stability*), la efectividad del gobierno (*government effectiveness*), la calidad regulatoria (*regulatory quality*), la eficiencia legal (*rule of law*) y el nivel de control de la corrupción (*control of corruption*). Esta variable varía entre -2,5 y 2,5. Mayores valores del índice indican mayor calidad legal e institucional. En valor promedio de este índice es de 1,44 en el país de la empresa adquirente.

En cuanto a las características de las empresas y de la operación (*panel C* de la tabla 2), se consideran aquellas que los distintos estudios previos señalan como relevantes:

1. *Oportunismo directivo*, aproximado por el *cash flow* disponible de la empresa adquirente (Moeller et al., 2004). Se define como ratio *EBITDA* entre los activos totales de la empresa adquirente al final del año anterior a la operación. El valor promedio es de 0,05.
2. *Oportunidades de crecimiento*, aproximadas por el ratio *Market to book*. Se define como el ratio del valor de capitalización de mercado de la empresa adquirente más la deuda total sobre los activos totales, al final del año anterior a la operación (Moeller et al., 2004; Dong et al., 2006). El valor promedio de esta variable es de 1,62.
3. *Endeudamiento*. Se define como el valor total de la deuda entre los activos totales al final del año anterior a la operación (Martynova y Renneboog, 2011). Las empresas de la muestra considerada, en promedio, tienen un ratio de endeudamiento de 0,20.
4. *Rentabilidad de la adquirente previa al anuncio de la operación (Runup)*. Se define como la rentabilidad anormal de la adquirente antes del anuncio, en el intervalo (-60,-2), siguiendo el trabajo de Martynova y Renneboog (2011). En promedio, la rentabilidad anormal previa al anuncio de la F&A para los accionistas de la empresa adquirente es de 0,39%.
5. *Tamaño de la empresa adquirente*. Se define como variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa adquirente se encuentra en el primer cuartil de capitalización de la bolsa de su país, y 0 en otro caso (Moeller et al., 2004). Se observa que el 53,92% de las operaciones, la empresa adquirente es considerada de mayor tamaño.
6. *Tamaño relativo de la adquirida*. Se define como el valor de la transacción entre el valor de mercado de la empresa adquirente cuatro semanas antes de la operación (Moeller et al., 2004). En promedio, esta variable toma el valor de 0,25.

7. *Adquirida no cotizada*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa adquirida no cotiza en bolsa, y 0 cuando es cotizada (Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004, Faccio et al., 2006). El 74,72% de las F&As se corresponden con la adquisición de empresas no cotizadas.
8. *Amistosa*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si los directivos de la empresa adquirente no se oponen a la operación, y 0 cuando se considera hostil (Campa y Hernando, 2004; Moeller et al., 2004; Goergen y Renneboog, 2004). El 99,56% de las operaciones de F&A de la muestra son amistosas.
9. *Método de Pago*. Se definen tres variables *dummy* que toma el valor 1 si la operación se paga con acciones, con efectivo o con mixto de acciones y efectivo, y 0 en otro caso. Los estudios previos muestran otra categoría denominada “otros” medios de pago, que representa un porcentaje elevado de operaciones de F&A (Frank et al., 1991; Alexandridis et al., 2008). El análisis detallado, empresa por empresa, de las características relativas al método de pago, nos ha permitido comprobar que las operaciones clasificadas en el grupo de “otros” medios de pago son en su mayoría pagadas totalmente con acciones, con efectivo, o con mixto de acciones y efectivo. De ahí, que llevemos a cabo la reclasificación de estas operaciones denominadas “otros” a la categoría correspondiente, teniendo en cuenta tanto la información cualitativa como cuantitativa proporcionada por las bases de datos disponibles¹⁰. Este estudio detallado de la variable método de pago constituye una contribución de la tesis. El 10,99% de las operaciones de F&A se pagan con acciones, el 70,92% con efectivo y el 17,89% con acciones y efectivo.
10. *Diversificación*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si no coinciden los 2 primeros dígitos del código SIC del negocio principal de la empresa adquirente y de la adquirida, y 0 en otro caso (Campa y Kedia, 2002; Campa y Hernando, 2004; Moeller et al., 2004). Las operaciones de diversificación de la actividad representan el 31,31% de las F&As de la muestra.
11. *Trasnacional*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si el país de la adquirente es diferente al de la adquirida, y 0 si ambas empresas están en el mismo país (Moeller et al., 2004). Las F&As entre empresas de distintos países suponen el 52,12% de las operaciones de la muestra.
12. *Múltiples compradoras*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si en la operación hay más de una empresa compradora, y 0 en otro caso (Moeller et al., 2004). Se observa que en un 2,46% de las F&As de la muestra hubo más de una empresa compradora.
13. *Adquisición del total de propiedad de la adquirida*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa compradora adquiere el cien por cien de la empresa

¹⁰ Esta reclasificación se ha realizado para la muestra que es objeto de estudio en todos los capítulos empíricos de esta tesis.

adquirida, y 0 en otro caso. En el 97,09% de las F&As se adquirió el cien por cien de la propiedad de la adquirida.

14. *Oferta Pública de Adquisición (OPA)*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si la operación fue en forma de oferta pública de adquisición, y 0 en otro caso. El 17% de las F&As de la muestra tuvo lugar en la forma de oferta pública de adquisición.

En la tabla 2 se observa que la mayoría de las operaciones de F&A son amistosas, que lo más frecuente es que la adquirida sea no cotizada, que sean pagadas con efectivo, de no diversificación de la actividad de la empresa, internacionales y adquiriendo el cien por cien de la propiedad de la adquirida.

Tabla 2. Estadísticos Descriptivos

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, que adquieren una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo (2002-2007).

	Total N=447		
	Media	Mediana	Desv. Típica
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente			
Propiedad (%)	25,30	17,12	21,70
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional País Adquirente			
Protección Accionista	6,50	6,80	2,12
Protec.Accta.Minoritario	0,97	0,84	0,54
Protección Acreeedor	4,02	3,99	2,53
Libertad Económica	72,84	72,93	7,03
KKZ	1,44	1,52	0,34
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación			
Cash Flow	0,05	0,08	0,17
Market to Book	1,62	1,24	2,14
Endeudamiento	0,20	0,19	0,19
Runup (%)	0,39	-0,21	1,76
Tamaño Adquirente (%)	53,92		49,91
Tam.Relativo Adquirida	0,25	0,07	0,55
No Cotizada (%)	74,72		43,51
Amistosa (%)	99,56		6,68
Acciones (%)	10,99		31,31
Efectivo (%)	70,92		45,46
Mixto (%)	17,89		38,37
Diversificación (%)	31,31		46,43
Transnacional (%)	52,12		50
Múltiples Compras (%)	2,46		15,51
Total Adquisición (%)	97,09		16,82
OPA (%)	17,00		37,60

Por último, con el objetivo de profundizar en el estudio de la influencia de la estructura de propiedad de la empresa adquirente sobre la valoración de las F&As, se tiene en cuenta la relevancia del tipo de accionista mayoritario, pues sus objetivos pueden diferir, como se argumentó en el apartado 1.3.1 del capítulo 1. Consideramos dos definiciones alternativas del tipo de propietario en la empresa adquirente: 1) atendiendo al tipo de accionista mayoritario, según la información proporcionada por la base de datos *Amadeus*; 2) atendiendo al tipo de los accionistas estratégicos, según la información proporcionada por la base de datos *Datastream*.

Según la información recopilada de la base de datos *Amadeus*, se distinguen los siguientes tipos de propietarios mayoritarios: (i) *Empresa familiar*, cuando el accionista

mayoritario es un individuo o una familia, (ii) *Inversor institucional*, cuando el accionista mayoritario es un fondo de pensión, compañía de seguro, o un fondo de inversión, (iii) *Institución financiera*, cuando el accionista mayoritario es un banco u otra entidad financiera, (iv) *Empresa no financiera*, cuando el accionista mayoritario es una empresa industrial no financiera, cotizada o no cotizada, (v) *Entidad pública*, cuando el accionista mayoritario es el gobierno u otra entidad pública, (vi) *Sociedad de capital-riesgo*, cuando el mayor accionista es una sociedad de capital-riesgo, (vii) *Fundación*, cuando el mayor accionista es una fundación o centro de innovación. En la tabla 3 y gráfico 1 se observa que el 27,74% de las F&As tienen como accionista mayoritario a una entidad financiera; el 25,95% a una empresa no financiera; el 21,25% una familia, o un individuo; el 20,81% a un inversor institucional; el 3,13% a una sociedad de capital riesgo; el 0,90% a una fundación; y el 0,22% a una entidad pública.

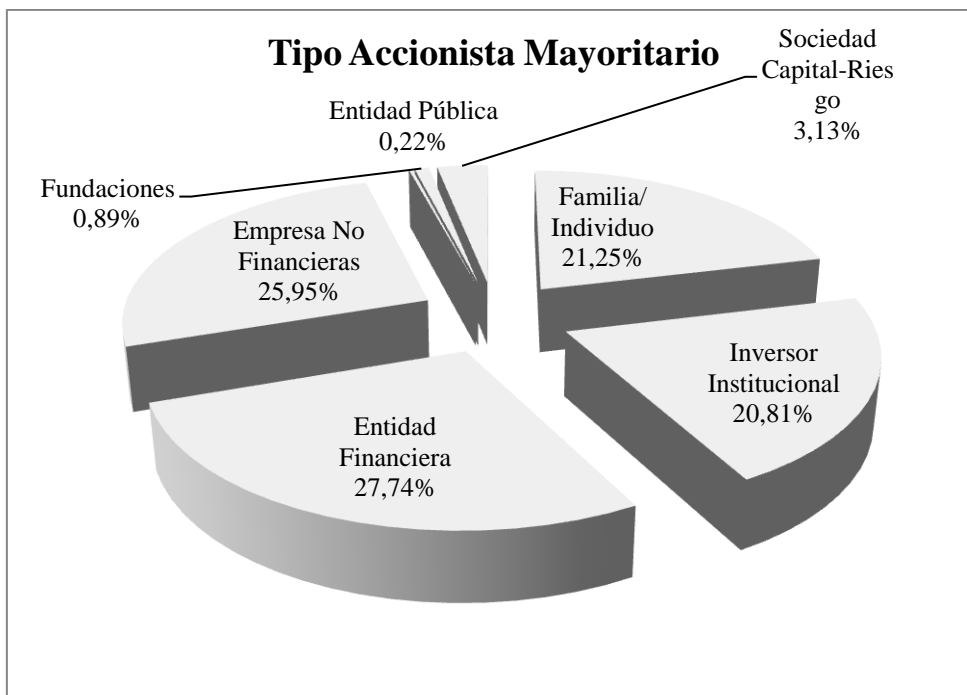
Tabla 3. Distribución F&As según Porcentaje Propiedad Accionista Mayoritario Adquirente

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, siendo la adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo, en el periodo 2002-2007. Se distingue según el tipo de accionista mayoritario: empresa familiar, o individuo; inversor institucional; entidad financiera; empresa; entidad pública; sociedad capital riesgo y fundación. Se presenta el número de empresas adquirentes en las que un accionista mayoritario tienen un porcentaje de propiedad de hasta el diez por ciento, entre diez y veinte por ciento, entre veinte y sesenta por ciento y entre sesenta y cien por cien. Se presenta también el porcentaje de propiedad que poseen estos accionistas en media, así como su desviación típica.

Tipo Accionista Mayoritario	Porcentaje Propiedad						Desv. Típica
	Hasta 10%	10-20%	20-60%	60-100%	Total	%	
Familia/ Individuo	16	23	47	9	95	28,17	19,86
Inversor Institucional	35	37	14	7	93	17,93	17,27
Entidad Financiera	37	46	39	2	124	17,87	13,55
Empresa	17	21	54	24	116	37,86	27,10
Entidad Pública	-	-	1	-	1	40,05	-
Sociedad Capital-Riesgo	8	3	3	-	14	16,80	17,28
Fundación	-	1	3	-	4	27,14	10,73
Total	113	131	161	42	447		

Gráfico 1. Promedio F&As según Porcentaje Propiedad Accionista Mayoritario Adquirente

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, siendo la adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo, en el periodo 2002-2007. Se distingue por el porcentaje de empresas de la muestra en cada categoría: empresa familiar/individuo, inversor institucional, entidad financiera, empresa, entidad pública, sociedad capital riesgo y fundación.



Según la información recopilada de la base de datos *Datastream*, se consideran el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por un conjunto de accionistas estratégicos que disponen de un porcentaje significativo de derechos de voto para participar en la Asamblea General. Se clasifican los accionistas estratégicos en los siguientes tipos, indicándose entre paréntesis el nombre proporcionado por *Datastream*: (i) *Empleados/Familias*: porcentaje de propiedad que poseen los empleados, individuos o familias (*NOSHEM*), (ii) *Inversores institucionales*: porcentaje de propiedad que poseen los fondos de pensiones o fondos de inversión (*NOSHPPF*), (iii) *Entidades financieras*: porcentaje de propiedad que poseen los bancos de inversión o aquellas instituciones que persiguen obtener rentabilidad en el largo plazo (*NOSHIC*), (iv) *Empresas*: porcentaje de propiedad que posee otra empresa (*NOSHCO*), (v) *Entidades públicas*: porcentaje de propiedad que posee el gobierno u otra entidad pública (*NOSHGV*), (vi) *Inversores extranjeros*: porcentaje de acciones que posee una institución localizada en un país distinto al de la empresa adquirente (*NOSHFR*), (vii) *Otros inversores*: porcentaje de acciones que poseen otros inversores distintos a los anteriormente mencionados (*NOSHOF*).

En la tabla 4 y gráfico 2 se presenta el porcentaje medio de propiedad que poseen los distintos accionistas estratégicos, así como el porcentaje medio de capital flotante (*free-*

float) a finales del año anterior a la operación. Se observa que el porcentaje de propiedad en manos de las entidades públicas es, en promedio, el 35,78% de las empresas en las que están presentes. Las empresas no financieras del 23,99%. El de las familias, o individuos, es, en promedio, del 23,25%. Las entidades financieras tienen una participación media del 18,19%. Por su parte los inversores extranjeros, tienen una participación media de 11,90%. Los inversores institucionales del 5,01%. Otros inversores no clasificados en las categorías anteriores poseen, en promedio, un 0,95% del capital de las empresas. El capital flotante (*free-float*) de las empresas de la muestra es, en promedio, de 65,94%.

Tabla 4. Porcentaje Propiedad Accionistas Estratégicos Adquirente

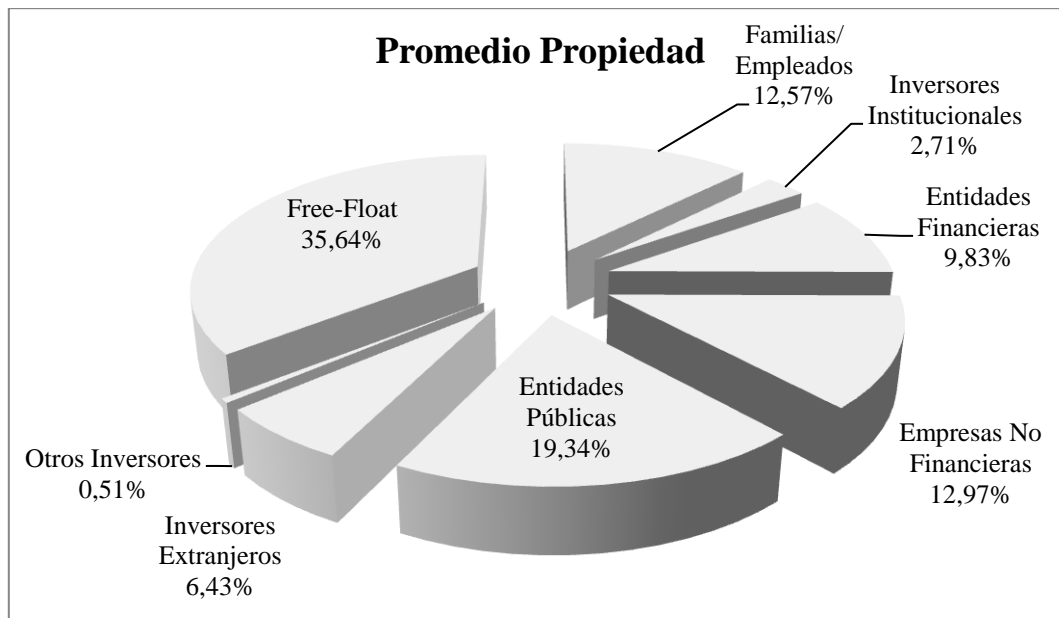
La muestra incluye 436* F&As anunciadas por empresas europeas cotizadas, siendo la adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo, en el periodo 2003-2007. Se distingue según el tipo de accionistas estratégicos: empresas familiares/empleados, inversores institucionales, entidades financieras, empresas no financieras, entidades públicas e inversores extranjeros. Se presenta el número de empresas adquirentes en las que los accionistas estratégicos tienen un porcentaje de propiedad de hasta el diez por ciento, entre diez y veinte por ciento, entre veinte y sesenta por ciento y entre sesenta y cien por cien. Se presenta también el porcentaje de propiedad que poseen estos grupos estratégicos en media en aquellas empresas en la que tienen propiedad y el valor promedio del *capital flotante (free-float)*, así como su desviación típica.

Tipo de Accionistas Estratégicos	Porcentaje Propiedad						
	Hasta 10%	10-20%	20-60%	60-100%	Total	%	Desv. Típica
Familia/ Empleados	54	35	58	11	158	23,25	18,97
Inversores Institucionales	83	3	1	1	88	5,01	7,76
Entidades Financieras	100	68	89	2	259	18,19	14,09
Empresas No Financieras	75	24	62	16	177	23,99	22,31
Entidades Públicas	3	1	7	3	14	35,78	23,79
Inversores Extranjeros	124	39	29	2	194	11,90	12,54
Otros Inversores	6	7	2	3	18	0,95	22,26
Free-Float	4	6	177	249	436	65,94	23,11

*Datastream no proporciona información de propiedad para el año 2001. La falta de esta información reduce el período muestral a 2003-2007.

Gráfico 2. Promedio Propiedad Accionistas Estratégicos y Capital Flotante (*Free-Float*)

La muestra incluye 436 F&As anunciadas por empresas europeas cotizadas (2003-2007). Se distingue por el porcentaje medio que poseen los accionistas estratégicos: empresas familiares, directivos, o empleados; inversores institucionales; entidades financieras; empresas no financieras; entidades públicas, inversores extranjeros; otros inversores. Se incluye también el porcentaje de capital flotante (*Free-Float*).



3.3.2. Metodología: Estudio de Acontecimientos

Llevamos a cabo el estudio de la valoración que los mercados de capitales realizan de las F&As empresariales a partir de la estimación de rentabilidades anormales, en torno a la fecha de anuncio de la operación, siguiendo la metodología del estudio de acontecimientos¹¹.

3.3.2.1. Estudio de acontecimientos

El estudio de acontecimientos es ampliamente utilizado en la literatura financiera para analizar la eficiencia y rapidez con la que el mercado de capitales reacciona ante nueva información derivada de un hecho relevante. Una empresa debería mostrar una rentabilidad distinta de cero en torno a la fecha de un determinado evento. El estudio de acontecimientos permite analizar el impacto de un evento concreto sobre el valor de la empresa usando valores de mercado, lo cual aproxima las consecuencias que se esperan de dicho acontecimiento sobre el valor de la empresa a largo plazo.

A partir de las bases de datos internacionales disponibles, *Thomson One Banker* y *Lexis Nexis*, obtenemos las fechas del anuncio de las F&As, para poder calcular la

¹¹ Esta metodología se detalla en este primer capítulo de forma exhaustiva. En los siguientes capítulos se consideran las estimaciones aquí obtenidas, aunque se hará sólo una breve referencia a dicha metodología.

rentabilidad anormal para cada empresa (AR_{jt}), en una ventana de 20 días antes y después del anuncio de la F&A, (-20,+20) como diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida cada día (ajustada por dividendos, derechos de suscripción y *splits*) y la esperada según el modelo de mercado, tomando como referencia un período de 200 a 21 días antes del anuncio.

Datastream proporciona un índice diario para cada empresa “*return index*” ajustado por dividendos, derechos de suscripción y *splits*. Asimismo, facilita un índice de mercado para cada país “*local index*”. Estos índices permiten la estimación de la rentabilidad diaria y el cálculo de la rentabilidad anormal acumulada. La rentabilidad anormal acumulada (AR_{jt}) para cada empresa adquirente se calcula como diferencia entre el índice diario “*return index*” (R_{jt}) y la rentabilidad diaria estimada ($\alpha_j - \beta_j * R_m$), tomando como referencia de la rentabilidad de mercado el índice “*local index*” (R_m).

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j - \beta_j * R_{m_t})$$

Los parámetros α y β son estimados por mínimos cuadrados ordinarios (MCO), en el intervalo (-200,-21) días previos al anuncio de la operación de F&A.

Una vez estimadas las rentabilidades anormales medias diarias para cada empresa j , se calcula la rentabilidad anormal media para el conjunto de la muestra en el día t .

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt}$$

Resulta crítico en esta metodología identificar la fecha del evento adecuada. Para ello, cotejamos las fechas de anuncio proporcionadas por *Thomson One Banker M&A database* con las de *Lexis Nexis*. Asimismo, es apropiado considerar un intervalo de días previos y posteriores a la fecha del anuncio. Sumando las rentabilidades anormales medias diarias (AR_t) se obtiene la rentabilidad anormal media (CAR) para un intervalo temporal dado (a,b), elegido dentro del intervalo (-20,+20).

$$CAR_{a,b} = \sum_{t=a}^b AR_{jt}$$

El contraste de la significación de las rentabilidades anormales diarias y las rentabilidades acumuladas, se lleva a cabo mediante el cálculo de dos test estadísticos: el propuesto por Dodd y Warner (1983) y, para las submuestras de tamaño reducido, el test estadístico no paramétrico de Corrado (1989).

Para contrastar la hipótesis nula de que la rentabilidad anormal acumulada, en torno a la fecha del evento, es igual a cero, se emplea el test estadístico propuesto por Dodd y Warner (1983) (Z), el cual considera cuatro supuestos sobre la población de los parámetros: (i) las observaciones deben pertenecer a una población normalmente

distribuida, (ii) las observaciones deben ser independientes, (iii) la población debe tener una varianza constante (homocedasticidad), (iv) el valor esperado de la rentabilidad anormal debe ser cero.

$$Z = \sqrt{N}(SRAC)$$

A continuación se indican los pasos seguidos para el cálculo de dicho estadístico:

a) Se normalizan las rentabilidades anormales diarias (SRA_{jt}) para cada título, dividiendo ésta (RA_{jt}) entre su desviación típica (S_{jt}), para obtener muestras idénticamente distribuidas:

$$SRA_{jt} = \frac{RA_{jt}}{S_{jt}}$$

donde,

$$S_{jt} = \left\{ V_j^2 \left[1 + \frac{1}{ED} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{t=-200}^{-21} (R_{mt} - \bar{R}_m)^2} \right] \right\}^{1/2}$$

siendo,

V_j^2 la varianza residual sobre el período de estimación del modelo de mercado (-200, -21).

ED el número de días que componen el período (180 días).

R_{mt} la rentabilidad de la cartera de mercado en el día t (“local index”).

\bar{R}_m la rentabilidad media de la cartera de mercado durante el período de estimación.

b) Se suman las rentabilidades anormales normalizadas para cada título (SRA_{jt}) entre los días t=a y t=b que rodean al anuncio de la F&A, para obtener de forma normalizada la rentabilidad anormal acumulada:

$$SRAC = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=a}^b \frac{SRA_{jt}}{\sqrt{b-a+1}}$$

c) Finalmente, se obtiene el estadístico (Z) multiplicando la raíz cuadrada del número de títulos (N) por la rentabilidad anormal acumulada normalizada ($SRAC$), que sigue una distribución normal de media nula y desviación típica igual a la unidad:

$$Z = \sqrt{N}(SRAC)$$

El test no paramétrico de Corrado (1989) no asume ningún supuesto sobre la distribución de la rentabilidad. Asimismo, dicho test no requiere que la rentabilidad esté distribuida simétricamente y permite manejar el problema de dependencia de sección cruzada de las rentabilidades anormales. Este test muestra el rango de cada serie temporal de la rentabilidad anormal de un título y agrega esos rangos de títulos individuales en una serie temporal del rango medio de una cartera. Bajo la hipótesis nula de que los resultados son cero, en la fecha del evento, la distribución de rango estadístico converge a una distribución normal estándar. El estadístico es el siguiente:

$$t_{rank} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{K_{i,H_0} - 0,5(L+1)}{\sigma(K)}$$

La desviación estándar es estimada usando la muestra completa de cada título y sus series temporales de ARs :

$$\hat{\sigma}(K) = \sqrt{\frac{1}{L} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N K_{ij} - 0,5(L+1) \right)^2}$$

Donde k_{ij} denota el rango de la rentabilidad anormal (ARs o $CARs$) en la serie temporal de la empresa i en la estimación y periodo del evento:

$$K_{ij} = rank(AR_{ij})$$

j es el orden en la secuencia temporal de las ARs sobre el periodo analizado. Por lo tanto, si la AR diaria es considerada, entonces $j = -200, +21$. Cuando se consideran las $CARs$ de múltiples días, j representa el orden de la ventana de t -días dentro del periodo $(-200, +21)$. Notamos con K_{i,H_0} el rango de la rentabilidad anormal ($CARs$) del activo i en la fecha del evento (ventana) para la que se plantea la hipótesis y se contrasta que la rentabilidad es insignificante. L representa el número de observaciones (ARs y $CARs$) que comprenden la serie temporal para cada activo, tal que L es igual a 221 para la AR diaria y L igual a $221/t$ para la CAR en la ventana de T días. El test de rangos considera que el rango esperado, bajo la hipótesis nula, es $0,5(L+1)$.

3.4. RESULTADOS OBTENIDOS: VALORACIÓN DE LAS F&As

3.4.1. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente

En esta sección se presentan los resultados del cálculo de la rentabilidad anormal obtenida por los accionistas de la empresa adquirente, siguiendo la metodología del estudio de acontecimientos.

La tabla 5 muestra la rentabilidad anormal acumulada promedio (CAAR), para los accionistas de la empresa adquirente, en torno al anuncio de una F&A, para el conjunto de operaciones que componen la muestra. La rentabilidad anormal para los accionistas de la empresa adquirente el día del anuncio de la operación ($t=0$) es de 0,94% para el conjunto de la muestra. La rentabilidad anormal acumulada para toda la muestra es de 1,70% en el intervalo (-1,+1), y es estadísticamente distinta de cero. En el intervalo (-2,+2) la rentabilidad anormal acumulada para toda la muestra toma el valor más elevado, 2,18%, siendo también en este intervalo estadísticamente distinto de cero. En el intervalo (-14,+14) la rentabilidad anormal acumulada para toda la muestra es de 1,27%, siendo este valor el más reducido en el primer bloque de intervalos. La valoración de los accionistas de las empresas adquirentes es pues positiva para el conjunto de empresas cotizadas europeas, considerando el periodo 2002-2007. Estos resultados son consistente con Chang (1998), Fuller et al. (2002), Moeller et al. (2004), Faccio et al. (2006) y Martynova y Renneboog (2006), entre otros (ver tabla A.3.2. en el anexo capítulo 3, al final de la tesis).

Tabla 5. Rentabilidad Anormal Acumulada de la Adquirente (CAAR)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007). La empresa adquirente es europea y la adquirida de cualquier parte del mundo. Dodd y Warner T-test (1983).

Ventana Evento	CAAR %	Test Dodd y Warner
0	0,94%	10,83***
(-1,+1)	1,70%	11,53***
(-2,+2)	2,18%	11,51***
(-3,+3)	2,16%	9,85***
(-4,+4)	2,03%	8,39***
(-5,+5)	1,77%	6,60***
(-6,+6)	1,79%	6,33***
(-7,+7)	1,73%	5,45***
(-8,+8)	1,58%	5,01***
(-9,+9)	1,48%	4,39***
(-10,+10)	1,60%	4,40***
(-14,+14)	1,27%	2,82***
(-15,+15)	1,31%	2,56***
(-20,+20)	1,34%	2,15**
(-1,0)	1,13%	8,24%***
(-2,0)	1,35%	7,90***
(-3,0)	1,36%	6,81***
(-4,0)	1,36%	6,26***
(-5,0)	1,28%	5,28***
(-6,0)	1,30%	5,12***
(-7,0)	1,32%	4,65***
(-8,0)	1,12%	3,80***
(-9,0)	1,10%	3,52***
(-10,0)	1,21%	3,71***
(-15,0)	1,07%	2,79***
(-20,0)	1,34%	4,58***
(0,+1)	1,51%	13,55%***
(0,+2)	1,76%	13,21***
(0,+3)	1,74%	11,64***
(0,+4)	1,61%	9,85***
(0,+5)	1,42%	8,07***
(0,+6)	1,42%	7,61***
(0,+7)	1,35%	6,64***
(0,+8)	1,40%	6,69***
(0,+9)	1,32%	5,96***
(0,+10)	1,32%	5,64***
(0,+15)	1,18%	3,76***
(0,+20)	0,94%	2,46**

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Gráfico 3. Rentabilidad Anormal Promedio Adquirente

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, siendo la adquirida cotizada o no cotizada de cualquier parte del mundo, en el periodo 2002-2007.

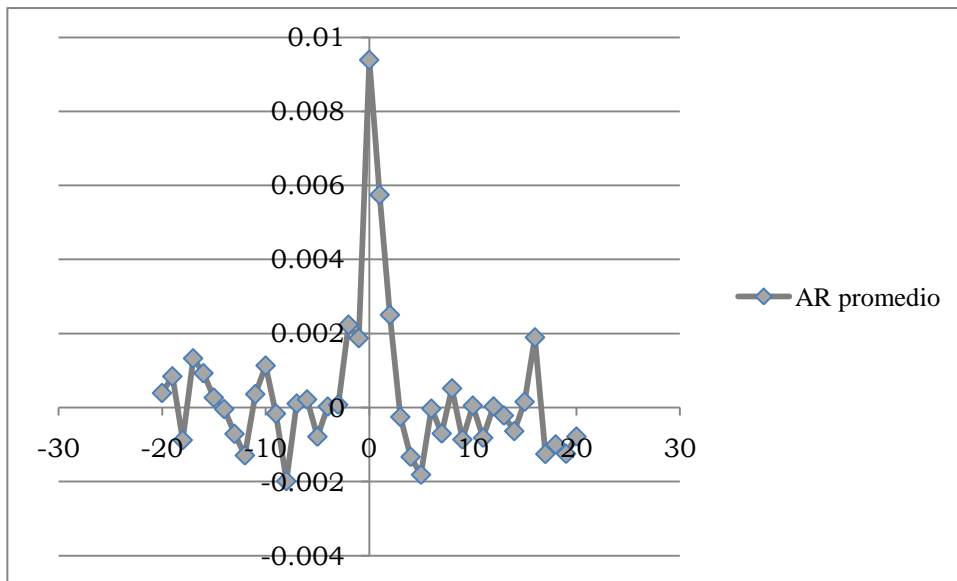
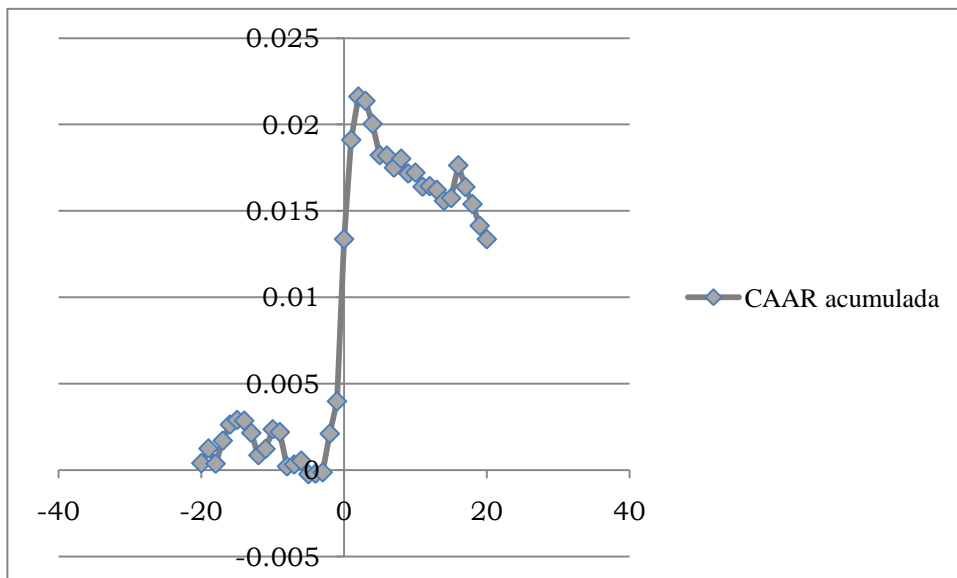


Gráfico 4. Rentabilidad Anormal Acumulada Promedio Adquirente

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, siendo la adquirida cotizada o no cotizada de cualquier parte del mundo, en el periodo 2002-2007.



3.4.2. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente según la Estructura de Propiedad

Una vez analizada la valoración de F&As en general, en este apartado nos detenemos en examinar las diferencias que pueden generar la estructura de propiedad, con el objetivo de contrastar las hipótesis 1.a y 1.b, planteadas en el apartado 3.2. Mayor porcentaje de propiedad puede dar lugar a dos posibles efectos sobre la valoración de las F&As. Cabe esperar que influya positivamente en la valoración si predominan los incentivos de los accionistas a controlar a los directivos, cuando estos poseen un porcentaje significativo de propiedad (*hipótesis 1.a. control directivo*). Sin embargo, ello podría favorecer el atrincheramiento y que los accionistas mayoritarios se apropiaran de riqueza de los accionistas minoritarios (McConnell y Servaes, 1990; Morck et al., 1988) (*hipótesis 1.b. beneficios privados*).

La tabla 6 muestra la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente según el porcentaje de derechos de control y propiedad en poder del accionista mayoritario. Se distinguen tres niveles de propiedad como punto de corte o referencia: diez (*panel A*), veinte (*panel B*) y sesenta por ciento (*panel C*), siguiendo la clasificación de Faccio y Lang (2002), con el objetivo de comparar si el porcentaje de derechos de control del accionista mayoritario determina las diferencias en la valoración. Las diferencias entre la valoración de los accionistas de la empresa adquirente resultan significativas en el intervalo (-20,+20) días en torno al anuncio de la F&A y según el accionista mayoritario tenga más o menos del diez por ciento de la propiedad. Se observa que la rentabilidad anormal acumulada de los accionistas de la empresa adquirente es negativa y estadísticamente significativa, tomando el valor de -2,83% cuando el accionista mayoritario posee menos del diez por ciento de la propiedad. En cambio, la rentabilidad es positiva y estadísticamente significativa cuando el accionista mayoritario posee más del diez por ciento de la propiedad, tomando el valor de 2,74%. Este resultado es consistente con el argumento de que mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente incrementa el control directivo, siendo menos probables las operaciones de F&A motivadas por el interés y orgullo directivo (*hipótesis 1.a. control directivo*).

Tabla 6. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según el Porcentaje de Propiedad del Accionista Mayoritario

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida de cualquier parte del mundo y cotizada o no cotizada. Dodd y Warner T-test (1983) o test no paramétrico de Corrado (1989) entre paréntesis. Test de diferencias no paramétrico Mann-Whitney (Wilcoxon rank-sign test).

	CAAR (-2,+2)	CAAR (-10,+10)	CAAR (-20,+20)
<i>Estructura de Propiedad de la Adquirente</i>			
Panel A: Porcentaje 10%			
<i>Mayor</i> (N=334)	2,36% *** (t=10,48)	2,12% *** (t=4,75)	2,74% *** (t=3,79)
<i>Menor</i> (N=113)	1,63% *** (t=4,87)	0,056% (t=0,59)	-2,83% ** (t=-2,23)
Dif.	(p=0,17)	(p=0,34)	(p=0,002)***
Panel B: Porcentaje 20%			
<i>Mayor</i> (N=203)	2,70% *** (t=9,07)	2,26% *** (t=4,33)	1,13% ** (t=2,96)
<i>Menor</i> (N=244)	1,74% *** (t=7,30)	1,05% (t=2,01)	2,59% (t=0,21)
Dif.	(p=0,39)	(p=0,35)	(p=0,16)
Panel C: Porcentaje 60%			
<i>Mayor</i> (N=42)	1,10% (t=1,33)	0,92% (t=0,83)	2,46% (t=0,65)
<i>Menor</i> (N=405)	2,28% *** (t=11,66)	1,67% *** (t=4,36)	1,35% * (t=2,05)
Dif.	(p=0,25)	(p=0,89)	(p=0,64)

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La tabla 7 muestra la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente según el tipo de accionista mayoritario. Se distinguen por paneles los siguientes tipos de propietarios: (i) empresa familiar o individuo (*panel A*), (ii) inversor institucional (*panel B*), (iii) institución financiera (*panel C*), (iv) empresa no financiera (*panel D*), (v) entidad pública (*panel E*), (vi) sociedad capital-riesgo (*panel F*), (vii) fundación (*panel G*).

Se observan diferencias estadísticamente significativas entre las empresas en las que el accionista mayoritario es una familia o individuo y las empresas no familiares, siendo más elevada la rentabilidad para las empresas familiares. Estos resultados son consistentes con el argumento de que las empresas familiares tienen objetivos estratégicos de control directivo y perspectivas de continuidad de la empresa. Estos resultados están en línea con los encontrados por Ben-Armar y André (2006) en Canadá y Basu et al., (2008) en EEUU. Se observan también diferencias estadísticamente significativas entre las empresas en las que el accionista mayoritario es una institución financiera, siendo en estas operaciones la valoración de las F&As por los accionistas de la adquirente menor que para las empresas en las que el accionista mayoritario no es una institución financiera. La misma valoración negativa se observa cuando el accionista mayoritario es una sociedad de capital riesgo. Estos resultados concuerdan con los argumentos de menor control directivo en estas empresas, ya que la propiedad está en última instancia en poder de varios propietarios (Villalonga y Amit, 2006), y están en

contra de los argumentos de que los inversores institucionales tienen un papel supervisor y de control activo en las empresas (Bathala et al., 1994).

Tabla 7. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según el Tipo de Propiedad del Accionista Mayoritario

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida de cualquier parte del mundo y cotizada o no cotizada. Dodd y Warner T-test (1983) o test no paramétrico de Corrado (1989) entre paréntesis. Test de diferencias no paramétrico Mann-Whitney (Wilcoxon rank-sign test).

	CAAR (-2,+2)	CAAR (-10,+10)	CAAR (-20,+20)
Estructura de Propiedad de la Adquirente			
Panel A: Familia/Individuo			
Familiar (N=95)	2,65%*** (t=6,14)	2,99%** (t=2,30)	2,60% (t=0,17)
No Familiar (N=352)	2,05%*** (t=9,77)	1,23%*** (t=3,77)	1,00%** (t=2,33)
Dif.	(p=0,08)*	(p=0,06)*	(p=0,17)
Panel B: Inversor Institucional			
Inversor Institucional (N=93)	2,69%*** (t=6,21)	1,96%** (t=-2,32)	0,93% (t=0,17)
No Inversor Institucional (N=354)	2,04%*** (t=9,74)	1,51%*** (t=3,76)	1,44%* (t=2,33)
Dif.	(p=0,61)	(p=0,68)	(p=0,69)
Panel C: Institución Financiera			
Institución Financiera (N=124)	0,69%* (t=2,03)	-0,48% (t=-0,48)	-0,48% (t=-0,43)
No Institución Financiera (N=323)	2,75%*** (t=8,81)	2,24%*** (t=2,57)	2,03%** (t=0,5)
Dif.	(p=0,02)**	(p=0,18)	(p=0,51)
Panel D: Empresa No Financiera			
Empresa No Financiera (N=116)	3,18%*** (t=7,89)	3,77%*** (t=4,58)	4,29%*** (t=3,33)
No Empresa. No Financiera (N=331)	1,82%*** (t=8,70)	0,84%** (t=2,54)	0,30% (t=0,53)
Dif.	(p=0,71)	(p=0,31)	(p=0,20)
Panel E: Entidad Pública			
Entidad Pública (N=1)	-0,99% (t=1,02)	-9,70% (t=-0,92)	-1,05% (t=-12,53)
No Ent. Pública (N=446)	2,18%*** (t=-11,47)	1,62%*** (t=-4,85)	1,36%*** (t=-2,74)
Dif.	(p=0,43)	(p=0,16)	(p=0,24)
Panel F: Sociedad Capital-Riesgo			
Sociedad Capital-Riesgo (N=14)	0,15% (t=0,27)	-8,68%*** (t=-2,45)	-13,3% (t=-1,17)
No Soc. Capital Riesgo (N=433)	2,24%*** (t=11,53)	1,93%*** (t=4,51)	1,81%** (t=1,17)
Dif.	(p=0,58)	(p=0,0002)***	(p=0,0001)***
Panel G: Fundación			
Fundación (N=4)	3,63% (t=1,69)	0,58% (t=0,031)	5,93% (1,12)
No Fundación (N=443)	2,16%*** (t=11,39)	1,61%*** (t=4,58)	1,29%** (t=2,05)
Dif.	(p=0,44)	(p=0,48)	(p=0,38)

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

3.4.3. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente según las Características del Entorno Legal e Institucional

En este apartado analizamos la valoración de los accionistas de la empresa adquirente en torno al anuncio de una operación de fusión y adquisición según las características del entorno legal e institucional. En entornos con fuerte calidad legal e institucional, los costes de obtener beneficios privados por parte de los directivos o de los accionistas de control son más elevados. De acuerdo con la hipótesis planteada en la parte teórica de este capítulo (*hipótesis 2*), los accionistas de la empresa adquirente valoran mejor las F&As en países con fuerte calidad legal e institucional. Esperamos que fuerte calidad del entorno legal e institucional tenga un efecto positivo sobre la valoración de las F&As, debido a los menores problemas de agencia, asimetrías informativas y costes de transacción que cabría esperar cuanto mayor es la protección del inversor, la libertad económica, la calidad institucional, el desarrollo de los mercados financieros y de control corporativo en el país de la adquirente, como plantea la *hipótesis 2*. En entornos con fuerte calidad legal e institucional, es más probable que los directivos tomen decisiones de inversión con el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas, ya que los mayores costes de obtener beneficios privados desincentivan su comportamiento oportunista.

La tabla 8 muestra la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente que compara por submuestras las F&As, según las características del entorno legal e institucional del país de la empresa adquirente para cinco, veintiuno, y cuarenta y un días en torno a la fecha de anuncio de una F&A. Los diferentes intervalos permiten analizar la valoración en los días más próximos al anuncio y en intervalos más amplios. Se consideran las distintas características definidas anteriormente, que son: (i) índice de protección de los accionistas (*panel A*), (ii) índice de protección de los accionistas minoritarios (*panel B*), (iii) índice de protección del acreedor (*panel C*), índice de libertad económica (*panel D*), (iv) índice KKZ (*panel E*). Para comparar las submuestras calculamos la mediana de cada uno de los índices definidos y clasificamos las empresas según los índices estén por encima, o por debajo, de dicha mediana, de manera que, estar por encima de la mediana supone mejor calidad legal e institucional del país.

La valoración es positiva y estadísticamente significativa en los distintos entornos legales e institucionales, no observándose diferencias significativas entre las submuestras. Antes de extraer conclusiones sobre la influencia del entorno legal e institucional sobre la valoración de las F&As, es necesario examinar su influencia sobre el método de pago, la diversificación y la internacionalización de la operación y controlar la posible endogeneidad de estas decisiones. En los siguientes capítulos empíricos desarrollamos un análisis multivariante que permitirá considerar conjuntamente todos los posibles determinantes de la rentabilidad obtenida por los accionistas de la adquirente y así poder extraer conclusiones.

Tabla 8. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según las Características del Entorno Legal e Institucional

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida de cualquier parte del mundo y cotizada o no cotizada. Dodd y Warner T-test (1983) o test no paramétrico de Corrado (1989) entre paréntesis. Test de diferencias no paramétrico Mann-Whitney (Wilcoxon rank-sign test).

	CAAR (-2,+2)	CAAR (-10+10)	CAAR (-20,+20)
Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente			
Panel A: Protección Accionista			
<i>Encima Mediana</i> (N=227)	2,52%*** (t=8,18)	1,90%** (t=2,65)	1,78% (t=1,42)
<i>Debajo Mediana</i> (N=220)	1,82%*** (t=8,08)	1,30%* (t=3,58)	0,88% (t=1,62)
Dif.	(p=0,63)	(p=0,63)	(p=0,63)
Panel B: Protección Accionista Minoritario			
<i>Encima Mediana</i> (N=226)	2,44%*** (t=8,20)	1,73%** (t=2,43)	1,45% (t=1,04)
<i>Debajo Mediana</i> (N=221)	1,91%*** (t=8,07)	1,47%*** (t=3,81)	1,22%* (t=2,02)
Dif.	(p=0,64)	(p=0,71)	(p=0,97)
Panel C: Protección Acreedor			
<i>Encima Mediana</i> (N=235)	2,20%*** (t=7,98)	1,45%** (t=3,76)	1,37% (t=1,99)
<i>Debajo Mediana</i> (N=212)	2,15%*** (t=8,02)	1,76%** (t=4,19)	1,23% (t=2,07)
Dif.	(p=0,95)	(p=0,75)	(p=0,75)
Panel D: Índice Libertad Económica			
<i>Encima Mediana</i> (N=230)	1,96%*** (t=7,18)	1,46%** (t=2,24)	0,86% (t=0,86)
<i>Debajo Mediana</i> (N=217)	2,40%*** (t=9,12)	1,75%*** (t=4,02)	1,85%** (t=2,20)
Dif.	(p=0,47)	(p=0,37)	(p=0,84)
Panel E: Índice KKZ			
<i>Encima Mediana</i> (N=275)	2,34%*** (t=7,82)	1,49%*** (t=3,40)	1,14%* (t=2,05)
<i>Debajo Mediana</i> (N=172)	1,92%*** (t=7,84)	1,78%** (t=3,80)	1,65%* (t=2,05)
Dif.	(p=0,56)	(p=0,37)	(p=0,84)

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

3.4.4. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Accionistas Adquirente según Otras Características de las Empresas y de la Operación

En este apartado, se analiza la valoración de los accionistas de las empresas adquirentes en torno al anuncio de una operación de F&A según las características de las empresas y de la operación que los estudios previos han considerado relevantes. Este análisis proporciona una primera aproximación de la influencia que tienen estas características sobre la valoración de las F&As que se completará en los siguientes capítulos empíricos con análisis multivariante. Además, de la estructura de propiedad, ya analizada con detenimiento en el apartado 3.4.2, tenemos en cuenta:

1. *Oportunismo directivo*, aproximado por el *cash flow* disponible. Se define como ratio *EBITDA* entre los activos totales de la empresa adquirente al final del año anterior a la operación. Se espera una relación inversa con la valoración de los accionistas de la empresa adquirente, de manera que, niveles elevados de *cash-flow* disponible determinen una rentabilidad anormal negativa para los accionistas de la adquirente, de acuerdo con los argumentos expuestos por Jensen (1986) sobre la existencia de mayores conflictos de agencia entre directivos y accionistas en estas empresas.
2. *Oportunidades de crecimiento*, aproximadas por el ratio *Market to book*. Se define como el ratio del valor de capitalización de mercado de la empresa adquirente más la deuda total sobre los activos totales, al final del año anterior a la operación (Moeller et al., 2004; Dong et al., 2006). Cabe esperar que más oportunidades de crecimiento en la empresa determinen una mejor valoración de las F&As por los accionistas de la adquirente (Lang, Stulz y Walking, 1989; Servaes, 1991). Sin embargo, mayores valores del ratio *Market to book* pueden estar aproximando la sobrevaloración de la empresa en el mercado y determinar una peor valoración del anuncio de una adquisición (Dong et al., 2006).
3. *Endeudamiento*. Se define como el valor total de la deuda entre los activos totales al final del año anterior a la operación. Mayor nivel de endeudamiento en la empresa actúa como mecanismo de gobierno corporativo, dado que reduce el nivel de *cash flow* disponible en la empresa y limita la discrecionalidad directiva (Masulis, Wang y Xie, 2007; Martynova y Renneboog, 2009). Por tanto, se espera mejor valoración de las F&As por parte de los accionistas de la adquirente cuanto mayor es el endeudamiento de las empresas adquirentes.
4. *Rentabilidad de la adquirente previa al anuncio de la operación (Runup)*. Se define como la rentabilidad anormal de la adquirente antes del anuncio, en el intervalo (-60,-2). Esta variable permite controlar por los posibles problemas de fuga de información en los mercados. La valoración de la empresa adquirente los días previos a la operación de F&A podría estar recogiendo el efecto de información privilegiada previo al anuncio la operación (Martynova y Renneboog, 2011).
5. *Tamaño de la empresa adquirente*. Se define como variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa adquirente se encuentra en el primer cuartil de

capitalización de la bolsa de su país, y 0 en otro caso (Moeller et al., 2004). Se espera que las operaciones anunciadas por empresas de mayor tamaño sean peor valoradas por los accionistas de la empresa adquirente, debido a la menor alineación de los intereses de directivos y accionistas que podría aparecer en empresas de mayor tamaño, lo que favorecerá el sobrepago de la F&A.

6. *Tamaño relativo de la adquirida.* Se define como el valor de la transacción entre el valor de mercado de la empresa adquirente cuatro semanas antes de la operación (Moeller et al., 2004). Mayor tamaño de la adquirida puede reducir los problemas de selección adversa, pero, por otro lado, pueden generar mayores costes en la integración entre las empresas (Asquith, Bruner y Mullins, 1983; Agrawal, Jaffe y Mandelker, 1992). El efecto de esta variable no está, por tanto, claro a priori.
7. *Adquirida no cotizada.* Variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa adquirida no cotiza en bolsa, y 0 cuando es cotizada (Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004, Faccio et al., 2006). De acuerdo con los planteamientos teóricos expuestos el capítulo 1 sobre la mayor competencia entre compradoras cuando se adquieren empresas cotizadas, se espera una relación negativa entre esta variable y la valoración que realizan de la F&A los accionistas de la adquirente, esperándose una relación positiva para las no cotizadas.

La tabla 9 muestra, por paneles, la rentabilidad anormal acumulada de los accionistas de la empresa adquirente según las características de las empresas. Se consideran las distintas características definidas en la sección de variables y que son: oportunidad directivo, aproximado por el *cash flow* disponible (*panel A*), oportunidades de crecimiento, aproximado por el ratio *Market to Book* (*panel B*), tamaño de la adquirente (*panel C*), endeudamiento (*panel D*), rentabilidad adquirente previa al anuncio (*runup*) (*panel E*), tamaño relativo de la adquirida (*panel F*), adquirida cotizada (*panel G*). Para aquellas variables de clasificación que son continuas repetimos la clasificación de las variables del entorno legal e institucional, y consideramos las empresas por encima, o por debajo, de la mediana de dicha variable.

Se observan diferencias estadísticamente significativas entre la rentabilidad anormal acumulada de los accionistas de la empresa adquirente cuando se clasifican las empresas según las oportunidades de crecimiento (ratio *Market to Book*) en el intervalo (-2,+2). Mayores ratios de valoración aproximan la sobrevaloración de la adquirente. La rentabilidad para las empresas con mayores ratios de valoración es menor, reflejando el efecto negativo de la sobrevaloración, frente a las mayores oportunidades de crecimiento de la empresa. Se observan también diferencias estadísticamente significativas entre la valoración de las F&As, cuando se clasifican las empresas según el tamaño relativo de la adquirida. Mayor tamaño de la adquirida reduce las asimetrías informativas sobre el valor de la empresa, reflejándose en una mayor rentabilidad anormal acumulada para los accionistas de la empresa adquirente. Estos resultados son consistentes con Asquith et al. (1983).

Tabla 9. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según las Características de las Empresas

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida de cualquier parte del mundo y cotizada o no cotizada. Dodd y Warner T-test (1983) o test no paramétrico de Corrado (1989) entre paréntesis. Test de diferencias no paramétrico Mann-Whitney (Wilcoxon rank-sign test).

	<i>CAAR(-2,+2)</i>	<i>CAAR(-10,+10)</i>	<i>CAAR(-20,+20)</i>
Características de las Empresas			
Panel A: Cash Flow			
<i>Encima Mediana</i> (N=224)	1,62% *** (t=6,08)	1,17% *** (t=3,08)	1,26% (t=1,39)
<i>Debajo Mediana</i> (N=223)	2,73% *** (t=10,20)	2,04% *** (t=3,15)	1,41% * (t=1,65)
Dif.	(p=0,42)	(p=0,46)	(p=0,76)
Panel B: Market to Book			
<i>Encima Mediana</i> (N=224)	1,19% *** (t=4,03)	0,56% (t=1,04)	0,74% (t=0,46)
<i>Debajo Mediana</i> (N=223)	3,16% *** (t=12,25)	2,65% *** (t=5,19)	1,94% ** (t=2,58)
Dif.	(p=0,01)**	(p=0,20)	(p=0,37)
Panel C: Runup			
<i>Encima Mediana</i> (N=246)	1,95% *** (t=9,35)	0,95% *** (t=2,87)	2,41% *** (t=3,78)
<i>Debajo Mediana</i> (N=201)	2,36% *** (t=6,81)	2,13% *** (t=3,39)	0,46% (t=-0,97)
Dif.	(p=0,54)	(p=0,25)	(p=0,13)
Panel E: Endeudamiento			
<i>Encima Mediana</i> (N=241)	1,87% *** (t=9,04)	1,75% ** (t=4,01)	1,08% ** (t=2,10)
<i>Debajo Mediana</i> (N=206)	2,42% *** (t=7,17)	1,47% ** (t=2,15)	1,56% (t=0,89)
Dif.	(p=0,67)	(p=0,15)	(p=0,71)
Panel D: Tamaño			
<i>Mayor</i> (N=206)	1,53% *** (t=7,05)	1,17% ** (t=2,69)	0,85% (t=1,02)
<i>Menor</i> (N=241)	2,93% *** (t=9,14)	2,10% *** (t=3,51)	1,90% (t=1,99)
Dif.	(p=0,11)	(p=0,96)	(p=0,48)
Panel F: Tamaño Relativo Adquirida			
<i>Encima Mediana</i> (N=224)	3,53% *** (t=12,45)	3,15% *** (t=6,05)	3,45% *** (t=4,19)
<i>Debajo Mediana</i> (N=223)	0,82% *** (t=3,81)	0,04% (t=0,17)	-0,79% (t=-1,15)
Dif.	(p=0,001)***	(p=0,006)***	(p=0,001)***
Panel G: Cotizada vs No Cotizada Adquirida			
<i>Cotizada</i> (N=113)	0,59% * (t=1,86)	0,29% (t=0,53)	0,05% (t=-0,47)
<i>No Cotizada</i> (N=334)	2,71% *** (t=12,23)	2,04% *** (t=4,79)	1,77% ** (t=2,77)
Dif.	(p=0,18)	(p=0,55)	(p=0,25)

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

A continuación se compara la rentabilidad anormal acumulada para los accionistas de la adquirente según las *características de la operación*, que los estudios previos han considerado como determinantes de la valoración de las F&As.

1. *Amistosa*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si los directivos de la empresa adquirente no se oponen a la operación, y 0 cuando se considera hostil (Campa y Hernando, 2004; Moeller et al., 2004; Goergen y Renneboog, 2004). Si la operación es amistosa se espera una valoración positiva por los accionistas de la adquirente. En la muestra se observa un número reducido de F&As hostiles, sólo hay dos operaciones.
2. *Método de Pago*. Se definen dos variable *dummy* que toma el valor 1 si la operación se paga con acciones, o con efectivo, y 0 en otro caso. De acuerdo con los argumentos expuestos en el capítulo 1, sobre los mayores incentivos de los directivos a pagar con acciones una operación cuando éstas están sobrevaloradas en el mercado (Myers y Majluf, 1984), se espera una relación negativa entre esta variable y la rentabilidad anormal de los accionistas de la adquirente.
3. *Diversificación*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si no coinciden los 2 primeros dígitos del código SIC del negocio principal de la empresa adquirente y de la adquirida, y 0 en otro caso (Campa y Kedia, 2002; Campa y Hernando, 2004; Moeller et al., 2004). El efecto de esta variable sobre la valoración de las F&A por los accionistas de la adquirente no está clara a priori. Las valoración de las F&A cuando las operaciones son de diversificación puede ser negativa, reflejando la existencia de mayores problemas de agencia y mayores costes de asignación de capital dentro de las divisiones de la empresa. Por el contrario, la creación del mercado de capitales interno a través de las F&A de diversificación puede facilitar el acceso a financiación de las empresas, siendo positivamente valoradas las F&As de diversificación por los accionistas de la empresa adquirente.
4. *Trasnacional*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si el país de la adquirente es diferente al de la adquirida, y 0 si ambas empresas están en el mismo país (Moeller et al., 2004). El efecto de esta variable no está claro a priori. Las operaciones transnacionales pueden generar ganancias asociadas a la diversificación internacional cuando las empresas buscan sinergias derivadas de compartir los activos intangibles (Eun, Kolodny, y Scheraga, 1996). Sin embargo, en este tipo de operaciones pueden existir mayores asimetrías informativas entre las empresas (Moeller y Schlingemann, 2005).
5. *Múltiples compradoras*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si en la operación hay más de una empresa compradora, y 0 en otro caso (Moeller et al., 2004). La mayor competencia por la empresa adquirida eleva el precio pagado en la operación (Goergen y Renneboog, 2004). Se espera un efecto negativo en la valoración por parte de los accionistas de la empresa adquirente.
6. *Adquisición del total de propiedad de la adquirida*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa compradora adquiere el cien por cien de la empresa

adquirida, y 0 en otro caso. Adquirir la empresa en su totalidad limita el uso de las operaciones de F&A para transferir riqueza desde los accionistas de la adquirida o los de la adquirente (La Porta et al., 1999; Martynova y Renneboog, 2009). En este sentido, esperamos un signo positivo del coeficiente de esta variable.

7. *Oferta Pública de Adquisición (OPA)*. Variable *dummy* que toma el valor 1 si la operación fue en forma de oferta pública de adquisición, y 0 en otro caso. Se espera un efecto negativo de esta variable asociado al mayor precio pagado en la operación como consecuencia de la reticencia de los directivos de la adquirida a vender la empresa (Moeller et al., 2004).

La tabla 10 muestra, por paneles, la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente, según las características de la operación: amistosa vs hostil (*Panel A*); pago acciones vs efectivo (*panel B*); diversificación vs no diversificación (*panel C*); transnacionales vs domésticas (*panel D*); múltiples compradoras (*panel E*); adquisición total vs parcial (*panel F*); oferta pública de adquisición (*panel G*).

Se observan diferencias estadísticamente significativas entre el pago con acciones y con efectivo para el intervalo de rentabilidad acumulada (-2,+2), siendo positiva y significativa la valoración de la F&A cuando el pago es con efectivo, y aunque positiva también no estadísticamente significativa la valoración de las F&As cuando el pago es con acciones. Estos resultados son consistentes con la señal de sobrevaloración de la empresa adquirente cuando el pago es con acciones (Myers y Majful, 1984). Se observa también que hay diferencias estadísticamente significativas entre la rentabilidad anormal de los accionistas de la adquirente cuando se clasifican las empresas según que la operación sea una oferta pública de adquisición o no. Los accionistas valoran negativamente las F&As cuando se lleva a cabo una oferta pública de adquisición. Este resultado es consistente con el argumento de que la empresa adquirente paga un precio más elevado por la objetivo, debido a la reticencia de los directivos de la empresa adquirida a vender la empresa (Moeller et al., 2004).

Tabla 10. Rentabilidad Anormal Acumulada (CAAR) Adquirente según las Características de la Operación

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida de cualquier parte del mundo y cotizada o no cotizada. Dodd y Warner T-test (1983) o test no paramétrico de Corrado (1989) entre paréntesis. Test de diferencias no paramétrico Mann-Whitney (Wilcoxon rank-sign test).

	CAAR (-2,+2)	CAAR (-10,+10)	CAAR (-20,+20)
Características de la Operación			
Panel A: Amistosa vs Hostil			
<i>Amistosa</i> (N=445)	2,21%*** (t=11,70)	1,61%*** (t=4,43)	1,36%** (t=2,21)
<i>Hostil</i> (N=2)	-4,30% (t=-2,51)	-0,87% (t=-0,25)	-3,84% (t=-0,80)
Dif.	(p=0,13)	(p=0,73)	(p=0,52)
Panel B: Método Pago			
<i>Acciones</i> (N=50)	0,51% (t=1,06)	0,52% (t=0,77)	2,98%* (t=1,82)
<i>Efectivo</i> (N=317)	2,60%*** (t=11,93)	2,16%*** (t=4,94)	1,57%* (t=2,53)
Dif.	(p=0,07)*	(p=0,12)	(p=0,24)
Panel C: Diversificación vs No Diversificación			
<i>Diversificación</i> (N=140)	2,57%*** (t=6,58)	1,24%*** (t=4,58)	2,54%* (t=2,30)
<i>No Diversificación</i> (N=307)	2,00%*** (t=9,44)	2,38%*** (t=3,18)	0,79% (t=1,05)
Dif.	(p=0,18)	(p=0,25)	(p=0,13)
Panel D: Transnacional vs No Transnacional			
<i>Transnacional</i> (N=233)	2,37%*** (t=9,10)	1,79%** (t=3,56)	1,79%* (t=1,90)
<i>No Transnacional</i> (N=214)	1,97%*** (t=7,13)	1,40%*** (t=2,65)	0,84% (t=1,13)
Dif.	(p=0,61)	(p=0,83)	(p=0,51)
Panel E: Múltiples Compras			
<i>Múltiples Compras</i> (N=11)	3,60% (t=0,26)	1,79% (0,83)	-0,85% (t=-0,36)
<i>Una Compra</i> (N=436)	2,22%*** (t=11,61)	1,60%*** (t=4,33)	1,40% (t=2,24)
Dif.	(p=0,50)	(p=0,80)	(p=0,59)
Panel F: Adquisición Total vs Parcial			
<i>Adquisición Total</i> (N=434)	2,23%*** (t=11,60)	1,63%*** (t=4,35)	1,43%** (t=2,25)
<i>Adquisición Parcial</i> (N=13)	0,37% (t=0,45)	0,72% (t=0,66)	-1,71% (t=-0,38)
Dif.	(p=0,66)	(p=0,96)	(p=0,38)
Panel G: OPA vs No OPA			
<i>OPA</i> (N=76)	0,48% (t=1,23)	-0,37% (t=-0,47)	-2,01% (t=-1,49)
<i>No OPA</i> (N=371)	2,52%*** (t=12,07)	2,00%*** (t=5,05)	2,02%** (t=3,04)
Dif.	(p=0,05)*	(p=0,19)	(p=0,04)**

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

En resumen de los contrastes realizados hasta el momento, observamos que las F&As realizadas por las empresas en las que el accionista mayoritario posee un porcentaje de

propiedad superior al diez por ciento generan más valor para los accionistas de la adquirente, que las empresas con propiedad más dispersa. Este resultado está de acuerdo con la relevancia del mayor control directivo en empresas con propiedad concentrada (*hipótesis 1.a. control directivo*). Asimismo, generan más valor para los accionistas de la empresa adquirente las F&As anunciadas por empresas familiares, frente a las no familiares, de acuerdo con la predominancia de objetivos estratégicos y perspectivas de continuidad de las empresas familiares. Si el accionista mayoritario es una institución financiera o sociedad de capital riesgo, las F&As se valoran peor, de acuerdo en estos casos con la dispersión de la propiedad entre varios propietarios. Las F&As realizadas por empresas con mayores ratios *Market to Book* generan menos valor para los accionistas de la adquirente, de acuerdo con la posible sobrevaloración de la adquirente. La adquisición de empresas de mayor tamaño y el pago en efectivo generan mayor valor para los accionistas de la empresa adquirente, consistente con menores asimetrías informativas en estas operaciones. Los accionistas valoran peor las ofertas públicas de adquisición que las negociaciones, en línea con el mayor precio pagado en la operación, por la mayor reticencia de los accionistas de la adquirida de vender la empresa.

3.5. CONCLUSIONES

En este capítulo se ha estimado la rentabilidad anormal que obtienen los accionistas de la empresa adquirente en torno al anuncio de una F&A, para las operaciones anunciadas por empresas europeas, que adquieren una empresa en cualquier parte del mundo, sea o no cotizada, en el periodo 2002-2007.

Los accionistas de la empresa adquirente valoran positivamente las operaciones de F&A en los diferentes entornos legales e institucionales. En promedio, la rentabilidad anormal obtenida el día del anuncio de la operación toma el valor de 0,94%. Por tanto, frente a los argumentos que plantean que los directivos pueden realizar F&As de forma oportunista, observamos que, en media, los accionistas anticipan operaciones de F&As creadoras de valor.

Los accionistas valoran mejor las F&As en empresas con mayor concentración de la propiedad que en empresas con propiedad dispersa, de acuerdo con el mayor control directivo en estas empresas (*hipótesis 1.a. control directivo*). La valoración de las F&As se observa también que es mayor en empresas con propiedad familiar que no familiar, tomando en el intervalo (-2,+2) el valor de 2,65% y 2,05%, respectivamente. Los resultados obtenidos están en línea con los observados en el mercado canadiense por Ben-Armar y André (2006) y en el estadounidense por Basu et al. (2008). Los propietarios familiares se supone que tienen mayores incentivos de control y un horizonte temporal de largo plazo en la empresa, frente a otro tipo de accionistas. Así, los accionistas de la empresa adquirente valoran peor las F&As cuando el accionista mayoritario es una institución financiera, 0,69%, que cuando es otro propietario, 2,75%, o cuando el accionista mayoritarios es una sociedad de capital riesgo, 0,15%, que si el propietario no es una sociedad de capital riesgo, 2,24%. La peor valoración observada cuando el accionista mayoritario es una institución financiera o una sociedad de capital riesgo apoya los argumentos de Villalonga y Amit (2006) de que en estas empresas la propiedad está a su vez diluida entre los distintos propietarios, por lo que no se concreta

una mayor supervisión y control y, por tanto, no se reducen los conflictos de agencia entre directivos y accionistas.

Los accionistas valoran positivamente las F&As tanto si la calidad del entorno legal e institucional del país de la adquirente es fuerte o débil. Estos resultados ponen de manifiesto que, en media, los accionistas de la adquirente anticipan operaciones creadoras de valor en los distintos entornos legales e institucionales. No obstante, los resultados del análisis univariante realizado han de ser completados con un análisis multivariante que permita considerar conjuntamente todos los posibles determinantes de la rentabilidad obtenida por los accionistas de la empresa adquirente en torno al anuncio de la F&A. Por ello y de acuerdo con el objetivo de esta tesis, en los siguientes capítulos se lleva a cabo el estudio de las decisiones discrecionales de los directivos, en lo que se refiere al método de pago empleado, la diversificación de la actividad y la internacionalización, de manera que se considere la influencia del entorno legal e institucional y de la estructura de propiedad, así como el posible carácter endógeno de estas decisiones, lo cual puede, a su vez, influir en la valoración de los accionistas de la adquirente.

El siguiente capítulo tiene como objetivo analizar los factores determinantes de la valoración de las F&As según el método de pago elegido. En el capítulo 5, por su parte, se analizan las operaciones de diversificación de la actividad a través de las F&As. Finalmente, en el capítulo 6 se examinan los factores determinantes de la valoración de las F&As transnacionales.

CAPITULO 4

**MÉTODO DE PAGO EN LAS FUSIONES Y
ADQUISICIONES**

4.1. INTRODUCCIÓN

Una vez estimada la rentabilidad anormal en torno al anuncio de las F&As en la empresa adquirente, este segundo capítulo empírico se centra en analizar la influencia del método de pago elegido sobre dicha valoración. La elección del método de pago de la F&A puede influir en la valoración que realicen los accionistas de la empresa adquirente, al tiempo que dicha decisión puede ser endógena, en la medida que dependa de la estructura de propiedad de la empresa adquirente y de su entorno legal e institucional, así como de otras características de la empresa.

Los estudios previos muestran que, cuando las acciones están sobrevaloradas en el mercado, los directivos prefieren pagar con acciones la compra de otra empresa, beneficiándose así de ineficiencias temporales de los mercados de capitales (Myers y Majluf, 1984). En tal caso, el pago de la F&A con acciones será valorado negativamente por los accionistas de la empresa adquirente (*perspectiva del market timing*). Por otra parte, los estudios indican que, en empresas con estructuras de propiedad concentrada, la preferencia por el pago en efectivo es mayor, ya que los accionistas mayoritarios evitan diluir la propiedad, para no perder los beneficios privados derivados del control de la empresa (Martin, 1996; Faccio y Masulis, 2005), motivando que sea valorado negativamente el pago en efectivo en estas empresas (*perspectiva de agencia*). Por otro lado, Rossi y Volpin (2004) muestran que en entornos con fuerte calidad legal e institucional predominan las F&As pagadas con acciones, debido a que los accionistas de la empresa adquirida son menos reticentes a aceptar acciones procedentes de países con mejor entorno legal e institucional (*perspectiva del law & finance*). Partiendo de estos planteamientos, consideramos relevante integrar la perspectiva de los conflictos de agencia, del enfoque del *law & finance* y los argumentos del “*market timing*” en el análisis de la decisión del método de pago de las F&As y su valoración.

4.2. MÉTODO DE PAGO EN LAS F&As: HIPÓTESIS

La aproximación del “*market timing*” plantea que los directivos de la empresa adquirente eligen pagar con acciones una operación de F&A cuando están sobrevaloradas, para aprovecharse de las ineficiencias temporales de los mercados de capitales (Shleifer y Vishny, 2003; Rhodes-Kropf y Viswanathan, 2004). Los directivos de la adquirida aceptan las acciones, bien porque esperan abandonar la empresa en el corto plazo, o porque los directivos de la adquirente les compensan dicha sobrevaloración, manteniéndolos en el puesto, o pagándoles una elevada indemnización. Los estudios empíricos observan que la valoración del pago de las F&As con acciones, por los accionistas de la empresa adquirente, es negativa, asociándose dicha valoración a la sobrevaloración de las acciones de la empresa adquirente en los mercados de capitales (Travlos, 1987; Walker, 2000; Moeller et al., 2004; Goergen y Renneboog, 2004, entre otros). En contraposición, el pago con efectivo es valorado positivamente por los accionistas de la adquirente.

Sin embargo, no sólo la sobrevaloración de las acciones determina el método de pago elegido en una operación de F&A, los conflictos de interés entre accionistas mayoritarios y minoritarios también son relevantes en la decisión de pago. El pago con acciones puede implicar un cambio en la estructura de propiedad de la empresa adquirente, lo cual condicionará la elección del método de pago, como se planteó en el apartado 1.3.2. del capítulo 1. Cabe esperar que el pago con acciones sea menos frecuente en aquellas empresas en las que la dilución de la propiedad tras dicho pago suponga la pérdida de control y de beneficios privados para los directivos, o para los accionistas mayoritarios. Mientras que, si el pago con acciones no les supone una pérdida de control, debido bien a que la empresa adquirente tenga propiedad dispersa, o a que los accionistas mayoritarios no pierdan el control con la operación, cabe esperar que los directivos de la empresa adquirente no sean reticentes a pagar con acciones. La estudios previos muestran una relación positiva entre la decisión de pagar una operación de F&A con efectivo y la concentración de la propiedad de la empresa adquirente, cuando los directivos o el accionista mayoritario tiene un porcentaje de propiedad con el que es más probable que se pierda el control de la empresa (Martin, 1996; Faccio y Masulis, 2005). Martin (1996) obtiene que el porcentaje de propiedad para el que los directivos prefieren el pago con efectivo está entre el cinco y el veinticinco por ciento. Faccio y Masulis (2005) muestran que los accionistas mayoritarios prefieren pagar con efectivo cuanto mayor es su porcentaje de derechos de control. Encuentran una relación lineal, entre la probabilidad de pagar con efectivo y el porcentaje de derechos de control. Asimismo, observan que esa relación puede ser cúbica, ya que el coeficiente de la variable derechos de control al cuadrado es positivo, indicando que para niveles intermedios de propiedad, entre el veinte y sesenta por ciento, existe mayor riesgo de pérdida de control.

El mayor control de los directivos cuando la empresa adquirente tienen una estructura de propiedad concentrada limita su actuación oportunista cuando se deciden el método de pago de la F&A. En este sentido, cabe esperar que el pago con efectivo sea mejor valorado en empresas con propiedad concentrada que en empresas con propiedad dispersa (*control directivo*).

Sin embargo, en aquellas empresas con estructuras de propiedad más concentradas, la dilución de la propiedad que se produce si se paga con acciones una F&A, puede ser valorada positivamente, por los accionistas de la empresa adquirente. La dilución de la propiedad permite reducir el efecto atrincheramiento y los incentivos de los accionistas mayoritarios a perseguir la obtención de beneficios privados, en perjuicio de los accionistas minoritarios. Por tanto, el pago con acciones en una operación de F&A podría considerarse un mecanismo para limitar la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios cuando las empresas adquirentes tienen estructuras de propiedad concentradas. Asimismo, la mayor dispersión de la propiedad tras la compra de una empresa con acciones reducirá el poder negociador de las empresas adquirentes ante una posible toma de control disciplinaria. Dicho riesgo de toma de control aumenta los incentivos directivos a tomar decisiones en interés de los accionistas, aumentando la eficiencia directiva en la empresa (Nenova, 2006). El pago en efectivo en empresas con propiedad concentrada podría indicar que los accionistas mayoritarios evitan la dilución de propiedad, facilitando la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios (*anti-dilución*). Según estos argumentos, las hipótesis contrapuestas que se plantea son las siguientes:

Hipótesis 3.a (control directivo): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán positivamente el pago con efectivo, cuanto mayor es el porcentaje de propiedad de los accionistas mayoritarios.*

Hipótesis 3.b (anti-dilución): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán negativamente el pago con efectivo, cuanto mayor es el porcentaje de propiedad de los accionistas mayoritarios.*

Además de la estructura de propiedad, también el entorno legal e institucional puede condicionar, tanto la decisión de pago como la valoración que, a su vez, realicen de las F&As los accionistas de la empresa adquirente. Como se planteó en el capítulo 2, de acuerdo con la perspectiva del *law & finance*, el coste de los beneficios privados de control varía entre países (Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004), por lo que las preferencias de la empresa adquirente para evitar la dilución de la propiedad a través del método de pago en los procesos de F&A pueden estar condicionadas por las características legales e institucionales de su país. Asimismo, el entorno legal e institucional determina la forma en que las empresas financian sus inversiones (fondos internos, deuda o acciones), lo que, en última instancia, influye sobre la decisión de pago adoptada.

En países con débil protección de los inversores, los costes de obtener beneficios privados son menores para los directivos y accionistas de control que en entornos con fuerte protección del inversor (Dyck y Zingales, 2004). Los menores costes de obtención de beneficios privados conllevarán mayor reticencia de los accionistas mayoritarios a reducir su participación en la empresa (*beneficios privados*). En tal caso, cabe esperar que los accionistas valoren negativamente el pago con efectivo.

Sin embargo, en entornos con débil calidad legal e institucional los costes asociados al pago con acciones pueden ser más elevados. La decisión de pago en las operaciones de F&A depende de las fuentes de financiación disponibles para la empresa adquirente. En

aquellos entornos donde el coste de obtener financiación externa es más elevado, esto es, en aquellos países donde los derechos de los inversores (accionistas y acreedores) están menos protegidos, cabría esperar que las operaciones de F&A pagadas con efectivo sean más frecuentes (Faccio y Masulis, 2005). El pago con efectivo es más probable que se financie con fondos internos, o con emisiones de deuda, lo cual supone un coste inferior a la emisión de acciones en entornos con débil calidad legal e institucional. Además, la elección del método de pago está condicionada a la aceptación de dicho método de pago por los accionistas de la empresa adquirida (Officer et al., 2009). Cuanto menor sea la protección del accionista en el país de la adquirente, cabe esperar que los accionistas de la empresa adquirida serán más reticentes a aceptar las acciones de la adquirente, incrementándose así el coste de la transacción (Rossi y Volpin, 2004). Por tanto, los mayores costes del pago con acciones podrían dar lugar a una valoración negativa por los accionistas de la adquirente, en entornos con peor calidad legal e institucional (*costes de financiación*).

Partiendo de los argumentos contrapuestos expuestos en relación a la valoración de las F&As según el método de pago y el entorno legal e institucional, planteamos las siguientes hipótesis:

Hipótesis 4.a (beneficios privados): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán negativamente el pago con efectivo, en entornos con débil calidad legal e institucional.*

Hipótesis 4.b (costes de financiación): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán positivamente el pago con efectivo, en entornos con débil calidad legal e institucional.*

4.3. DESCRIPCIÓN DE LAS F&As SEGÚN EL MÉTODO DE PAGO

La base de datos sobre la que se contrastan las hipótesis anteriormente planteadas la componen las empresas no financieras europeas cotizadas que anuncian una operación de fusión y adquisición en el período 2002-2007, siendo la empresa adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo (ver capítulo 3, apartado 3.3.1). Al ser una base de datos internacional, permite analizar diferentes entornos legales e institucionales, y cómo el nivel de calidad legal e institucional del entorno de cada país influye sobre la valoración de las F&As según el método de pago, decidido por los directivos de la empresa adquirente.

Una contribución de esta investigación es la definición de las variables relativas al método de pago, teniendo en cuenta tanto la información cualitativa como cuantitativa proporcionada por las bases de datos disponibles. Los estudios previos toman la categoría “otros” medios de pago que definen las bases de datos y que representa un porcentaje elevado de las operaciones de F&A (Frank et al., 1991; Alexandridis et al., 2008). En esta base de datos, el 32,44% de las operaciones son pagadas con los denominados “otros” medios de pagos. Sin embargo, la búsqueda de información detallada, empresa por empresa, de las características relativas al método de pago, nos

ha permitido comprobar que las operaciones clasificadas en dicho grupo son en su mayoría pagadas totalmente con acciones, con efectivo, o con mixto de acciones y efectivo. De ahí, que llevemos a cabo la reclasificación de estas operaciones denominadas “otros” a la categoría correspondiente. Netter, Stegemoller, y Wintoki (2011) explican recientemente que la base de datos *Thomson One Banker*, también denominada *SDC*, no proporciona en detalle la clasificación de algunas variables, siendo el método de pago un ejemplo.

La muestra final se compone de 447 operaciones de F&A en 36 países y 56 sectores de actividad (2 dígitos códigos SIC). El 11,18 % de las operaciones se pagan el cien por cien con acciones, el 70,92% con todo efectivo y el 17,90% restante con mixto de efectivo y acciones. En la tabla 11, se presentan los descriptivos de las variables empleadas en el estudio, comparando los tres tipos de pago: acciones, efectivo y mixto de acciones y efectivo. 50 F&As son pagadas con acciones, 317 pagadas con efectivo y 80 operaciones pagadas con mixto de acciones y efectivo.

El *panel A* de la tabla 11 aporta descriptivos según la estructura de propiedad de la empresa adquirente. En las operaciones pagadas con acciones, el accionista mayoritario posee de media un 30,17% de la propiedad y de los derechos de control. Este porcentaje es menor para el resto de operaciones, 26,12% para las F&As pagadas con efectivo y 19,32% cuando el pago es con mixto de acciones y efectivo. La diferencia entre el pago con acciones y con mixto de acciones y efectivo es estadísticamente significativa. Sólo el 8% de las empresas familiares paga la compra de otra empresa con acciones, mientras el 21,14% son pagadas con efectivo y el 28,75% con mixto de acciones y efectivo. Las diferencias entre el pago con acciones y efectivo, y entre el pago con acciones y mixto, son estadísticamente significativas. Las empresas familiares se muestran pues más reticentes a pagar toda la operación con un solo medio de pago. En cambio, si el accionista mayoritario de la empresa adquirente es otra empresa, se observa que la mayoría de las operaciones son pagadas sólo con acciones, 46%. Asimismo, resulta más elevado el número de operaciones pagadas con efectivo, 25,56%, que con mixto de acciones y efectivo, 15%. Las diferencias entre los distintos medios de pago son estadísticamente significativas.

En el *panel A* de la tabla 11, la variable pérdida de control hace referencia a la amenaza de pérdida de control para la empresa adquirente cuando la adquirida es no cotizada¹² y de mayor tamaño. Se observa que en las operaciones de F&A pagadas de forma mixta la amenaza de pérdida de control es mayor, 23,07%, frente a las F&As pagadas con acciones, 17,34%, y con efectivo, 11,84%. Las diferencias respecto a las F&A pagadas de forma mixta son estadísticamente significativas. Estos resultados están en línea con Faccio y Masulis (2005).

El *panel B* de la tabla 11 hace referencia a las características del entorno legal e institucional de la empresa adquirente, se observa que las operaciones pagadas con mixto de acciones y efectivo son más frecuentes en aquellos entornos con mayor calidad

¹² Se considera que en las empresas adquiridas no cotizadas el porcentaje de propiedad poseído por el accionista mayoritario es del cien por cien (Martynova y Renneboog, 2009).

legal e institucional, siendo estadísticamente significativas las diferencias con respecto al pago con acciones y al pago con efectivo. Estos resultados se mantienen para el índice de protección del accionista, el índice de protección del accionista minoritario y el índice de libertad económica. Cuando se clasifican las F&A según el índice KKZ, se observa que las F&A pagadas con acciones son más frecuentes en países con mayor calidad legal e institucional y menores las pagadas con efectivo, de acuerdo con menores costes de emisión de acciones y mayores costes de extraer beneficios privados en estos países. Las diferencias entre los tres medios de pago son estadísticamente significativas.

El *panel C* de la tabla 11 muestra descriptivos según las características de las empresas y de la operación, se observa que las empresas adquirentes que pagan con efectivo tienen mayores niveles de *cash flow* disponible, 0,08, que las que pagan con acciones, -0,11, o de forma mixta, 0,04. Las diferencias son estadísticamente significativas. Estos resultados están en línea con la preferencia de pago con efectivo cuanto mayor es el *cash flow* disponible en la empresas (Faccio y Masulis, 2005).

Las empresas que pagan las operaciones con acciones tienen mayores ratios *Market to Book*, 2,70, respecto a las que pagan con efectivo, 1,43, y mixto, 1,68. Las diferencias son estadísticamente significativas entre el pago con acciones y efectivo. Estos resultados están de acuerdo con la preferencia de las empresas adquirentes a pagar con acciones cuando están sobrevaloradas (Faccio y Masulis, 2005).

Las empresas que pagan con efectivo tienen mayores niveles de deuda, 0,21, que las que pagan con acciones, 0,18, o mixto de acciones y efectivo, 0,18. Las diferencias son estadísticamente significativas, de acuerdo con la utilidad de la deuda como mecanismo de control corporativo en la empresa.

En las F&As pagadas con acciones las empresas tienen menos activos tangibles, 0,10, mientras que en las F&As pagadas con efectivo, las empresas tiene el mayor valor medio de los activos tangibles, 0,16. En las F&As pagadas de forma mixta este valor es intermedio, 0,13. Las diferencias son estadísticamente significativas entre los distintos tipos de operaciones. Estos resultados muestran que en las empresas con mayores restricciones financieras es más frecuente que se empleen acciones, como medio de pago, de acuerdo con lo observado por Faccio y Masulis (2005).

Las empresas que pagan con acciones tienen un *runup*¹³ más elevado, 0,80%, que aquellas que pagan con efectivo, o mixto, -0,11% y 0,15%, respectivamente. Las diferencias son estadísticamente significativas entre el pago con acciones y efectivo. Al igual que el *Market to Book*, se observa la preferencia por el pago con acciones cuando las empresas adquirentes están sobrevaloradas, ya que los directivos de la adquirente se benefician de dicha sobrevaloración al pagar a la empresa adquirida.

¹³ El *runup* es la rentabilidad anormal acumulada por los accionistas de la adquirente antes del anuncio de la operación, intervalo [-60, -2].

Entre las operaciones pagadas con efectivo, el 60,57% son empresas de gran tamaño. En las pagadas con acciones, estas empresas representan el 34%, y en las pagadas con mixto el 40%. Las diferencias respecto al pago con efectivo son estadísticamente significativas. Observamos pues que el mayor tamaño de las empresas facilita el acceso a la financiación con deuda (Faccio y Masulis, 2005).

Se observa también que en las operaciones pagadas con acciones las empresas adquiridas son de mayor tamaño relativo 0,47. En las F&As pagadas con efectivo, éstas empresas tienen el menor tamaño, 0,19, siendo intermedio el tamaño de las empresas adquiridas cuando las F&As son pagadas con mixto, 0,32. Las diferencias respecto al pago con efectivo son estadísticamente significativas. Estos resultados muestran que mayor tamaño de la adquirida supone mayor cantidad de recursos financieros, y por tanto, más frecuente la emisión y pago con acciones (Zhang, 2001).

Entre las F&As pagadas con mixto de acciones y efectivo se observa que la mayoría de las operaciones se corresponden con la adquisición de empresas no cotizadas, 83,75%. Siendo menor ese porcentaje en las operaciones pagadas con efectivo, 74,45%, y menor aún en las pagadas con acciones, 62%. Estas diferencias son estadísticamente significativas.

Las F&As transnacionales son más comunes en las operaciones pagadas con efectivo, 57,41%, con acciones el 40%, y menos comunes en las F&As pagadas con mixto, 38,75%. Las diferencias respecto al pago con efectivo son estadísticamente significativas. La reticencia de los accionistas de la adquirente a aceptar las acciones de una empresa extranjera es por tanto mayor que cuando procede de su país (Martynova y Renneboog, 2009).

Se observa, en definitiva, que existen diferencias entre las F&As pagadas con acciones, efectivo y mixto de ambos, en relación a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, el entorno legal e institucional y las características de las empresas y de la operación. A continuación se desarrolla un análisis multivariante donde se analiza si la valoración de las F&As realizada por los accionistas de la adquirente también varía dependiendo de todo ello, lo que permite contrastar las hipótesis planteadas en el apartado 4.2. Asimismo, se analiza si la decisión de pago puede estar influida por la estructura de propiedad de la empresa adquirente, el entorno legal e institucional y las características de las empresas y de la operación y si la decisión de pago en una F&A es endógena.

Tabla 11. Estadísticos Descriptivos (Método de Pago)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, que adquieren una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo (2002-2007). Se distingue entre F&A pagadas con acciones, efectivo y mezcla de acciones y efectivo.

	F&A Acciones N=50			F&A Efectivo N=317			F&A Mixto N=80			Dif. (1-2)	Dif.(1-3)	Dif. (2-3)
	Media	Mediana	Desv. Típica	Media	Mediana	Desv. Típica	Media	Mediana	Desv. Típica			
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente												
Propiedad (%)	30,17	17,48	25,52	26,12	17,87	22,22	19,32	14,42	0,15	(p=0,35)	(p=0,05)*	(p=0,11)
Familia (%)	8		27,4	21,14		40,89	28,75		45,55	(p=0,03)*	(p=0,005)***	(p=0,17)
Inversor Institucional (%)	20		40,41	21,45		41,11	18,75		39,28	(p=0,82)	(p=0,86)	(p=0,57)
Entidad Financiera (%)	22		50,34	28,06		45,01	30		46,12	(p=0,37)	(p=0,32)	(p=0,73)
Empresa (%)	46		50,35	25,56		43,68	15		35,93	(p=0,003)***	(p=0,001)***	(p=0,05)*
Entidad Pública (%)				0,32		5,62				(p=0,69)		(p=0,62)
Sociedad Capital-Riesgo (%)	2		14,14	2,21		14,72	7,50		26,51	(p=0,93)	(p=0,18)	(p=0,02)**
Fundación (%)	2		14,14	0,95		9,70				(p=0,51)	(p=0,21)	(p=0,38)
Pérdida Control (%)	17,34	1,56	33,04	11,84	2,21	34,56	23,07	5,25	68,97	(p=0,85)	(p=0,06)*	(p=0,001)***
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional País Adquirente												
Protección Accionista	6,69	6,69	1,28	6,30	6,75	2,25	7,18	8,39	1,90	(p=0,86)	(p=0,003)***	(p=0,001)***
Protec.Accta.Minoritario	0,90	0,82	0,81	0,92	0,81	0,54	1,20	1,58	0,52	(p=0,60)	(p=0,002)***	(p=0,001)***
Protección Acreeador	3,62	3,85	2,44	3,87	3,99	2,52	4,85	6,68	2,51	(p=0,30)	(p=0,001)***	(p=0,001)***
Libertad Económica	71,10	70,41	6,73	72,50	72,51	7,05	75,29	79,21	6,60	(p=0,19)	(p=0,001)***	(p=0,001)***
KKZ	1,57	1,55	0,23	1,42	1,52	0,36	1,47	1,52	0,27	(p=0,007)***	(p=0,03)**	(p=0,88)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación												
Cash Flow	-0,11	0,02	0,36	0,08	0,085	0,11	0,04	0,06	0,14	(p=0,001)***	(p=0,02)**	(p=0,002)***
Market to Book	2,70	1,42	5,60	1,43	1,19	0,93	1,68	1,38	1,51	(p=0,03)**	(p=0,35)	((p=0,15)
Endeudamiento	0,18	0,19	0,19	0,21	0,20	0,16	0,18	0,13	0,17	(p=0,05)*	(p=0,99)	(p=0,03)**
Activos Tangibles	0,10	0,05	0,12	0,16	0,12	0,15	0,13	0,07	0,13	(p=0,001)***	(p=0,001)***	(p=0,001)***
Runup (%)	0,80	0,09	3,01	-0,11	-0,04	1,43	0,15	-0,01	1,80	(p=0,07)*	(p=0,42)	(p=0,40)
Tamaño Adquirente (%)	34		47,85	60,57		48,95	40		49,30	(p=0,001)***	(p=0,49)	(p=0,001)***
Tamaño Relativo Adquirida	0,47	0,23	0,97	0,19	0,05	0,39	0,32	0,11	0,70	(p=0,001)***	(p=0,22)	((p=0,001)***
No Cotizada (%)	62		49,03	74,45		43,68	83,75		37,12	(p=0,07)*	(p=0,005)***	(p=0,08)*
Amistosa (%)	100		0	99,69		5,62	98,75		11,18	(p=0,69)	(p=0,43)	(p=0,29)
Diversificada (%)	36		48,49	32,49		46,91	23,75		42,82	(p=0,62)	(p=0,13)	(p=0,13)
Transnacional (%)	40		49,49	57,41		49,53	38,75		49,03	(p=0,02)**	(p=0,89)	(p=0,003)***
Múltiples Compras (%)	-		-	2,52		15,71	3,75		19,12	(p=0,26)	(p=0,17)	(p=0,55)
Total Adquisición (%)	96		19,79	97,16		16,63	97,50		15,71	(p=0,66)	(p=0,63)	(p=0,87)
OPA (%)	18		38,81	17,67		30,20	13,75		34,66	(p=0,95)	(p=0,52)	(p=0,40)

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente. (Los resultados son similares cuando se incluyen en los pagos puros (acciones o efectivo) aquellas operaciones que pagan el 90% con uno de estos dos medios de pago, siguiendo la clasificación de Faccio y Masulis (2005)).

4.4. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

La metodología empleada para el análisis de la elección del método de pago en las operaciones de F&A y su valoración por los accionistas de la adquirente es un análisis multivariante siguiendo la metodología de Heckman en dos etapas. Esta metodología permite controlar por el sesgo de selección y la endogeneidad del método de pago, lo cual supone una aportación respecto a los estudios previos.

El método de pago en una operación de F&A puede ser una decisión endógena porque es explicada por su estructura de propiedad, el entorno legal e institucional, y sus propias características. Entonces, la variable método de pago puede estar correlacionada con otras variables que determinan la valoración de las F&As por los accionistas de la adquirente. Por tanto, si los determinantes del método de pago están correlacionados con el término de error y existen variables omitidas, el coeficiente estimado del método de pago será sesgado. Para corregir esta posible endogeneidad del método de pago, seguimos la metodología de Heckman en dos etapas. Esta metodología permite estimar coeficientes insesgados y corregir el posible problema de sesgo de selección.

En la primera etapa del modelo, se estiman los determinantes del método de pago, mediante un modelo *probit*. Los instrumentos válidos serán aquellos que explican la elección del método de pago, pero que no determinan la valoración de las F&As por los accionistas de la empresa adquirente. Consideramos la pérdida de control de la adquirente y el nivel de activos tangibles como instrumentos. El primer instrumento hace referencia a la posible pérdida de control a la que hace frente la adquirente, cuando la adquirida tiene un estructura de propiedad concentrada y es de mayor tamaño, lo que condiciona su predisposición a pagar con efectivo la F&A. El segundo instrumento, aproxima la capacidad que tiene la empresa adquirente para devolver la deuda contraída. Mayor volumen de activos tangibles incrementa la posibilidad de financiarse con deuda e incentiva el pago con efectivo. Estas variables han sido consideradas en los estudios previos como determinantes de la decisión del método de pago (Faccio y Masulis, 2005; Martynova y Renneboog, 2009), no considerándose determinantes de la valoración de las F&As por los accionistas de la empresa adquirente.

En la segunda etapa de la estimación, se examina la valoración que realizan los accionistas de la empresa adquirente del anuncio de la F&A, según el método de pago (efectivo, acciones y mixto). La consideración de las operaciones de F&A según cada uno de los medios de pago entendemos que no es aleatoria, por lo que es necesario corregir el sesgo de selección que se produce. Siguiendo la metodología de Heckman en dos etapas se incluye como variable explicativa de la valoración de la F&A la lambda de Heckman, o inversa del ratio de Mill's. La significatividad de esta variable pondría de manifiesto que la decisión de pago de una F&A es una decisión endógena tomada por la empresa adquirente y que existe sesgo de selección cuando se analiza un determinado método de pago.

En los dos apartados siguientes se desarrollan cada una de las etapas de la estimación, presentándose los modelos econométricos y los resultados obtenidos.

4.4.1. Determinantes del Método de Pago

En el modelo de esta primera etapa de la estimación se examina si la estructura de propiedad de la empresa adquirente y el entorno legal e institucional influyen sobre la elección del método de pago. La especificación del modelo econométrico es la siguiente:

$$\begin{aligned}
 \text{Prob (Método de Pago)}_i &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Propiedad}_i + \\
 &+ \alpha_2 \text{Pérdida Control}_i + \\
 &+ \alpha_3 \text{Entorno Legal e Institucional}_i + \\
 &+ \alpha_4 \text{Características Empresas}_i + \\
 &+ \alpha_5 \text{Características Operación}_i + \\
 &+ \alpha_6 \text{Dummies Industria}_i + \\
 &+ \alpha_7 \text{Dummies País}_i + \\
 &+ \alpha_8 \text{Dummies Año}_i + \\
 &+ \text{Error}_{ij}
 \end{aligned}$$

El subíndice i hace referencia a la empresa. El modelo estima la probabilidad de que la empresa adquirente decida pagar con efectivo, acciones, o con mixto de acciones y efectivo una operación de F&A, según la estructura de propiedad, el entorno legal e institucional y las características de las empresas y de la operación. Metodológicamente aplicamos un modelo *probit*, que compara la probabilidad de pagar con efectivo frente al resto de alternativas, acciones, o mixto. A continuación se detallan las variables explicativas consideradas.

En primer lugar, se incluye la variable *Propiedad_i*, que mide el porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario. Los estudios previos muestran que mayor concentración de la propiedad se relaciona directamente con la preferencia por pagar con efectivo, pues el pago con acciones supone la dilución de propiedad y pérdida de control de los accionistas mayoritarios (Faccio y Masulis, 2005). Un porcentaje elevado de propiedad de los accionistas mayoritarios que no suponga pérdida de control podría conllevar que los accionistas prefieran pagar con acciones una F&A. De acuerdo con la dilución de propiedad y pérdida de control que implica el pago con acciones, esperamos una relación inversa entre el porcentaje de propiedad de los accionistas mayoritarios y la probabilidad de pagar con acciones una F&A para niveles intermedios de propiedad y positiva para niveles más altos o bajos. Asimismo, se esperaría una relación positiva entre el pago con efectivo y niveles intermedios de propiedad, y negativa para niveles más bajos o altos. Siguiendo Martin (1996) un nivel intermedio de propiedad sería aquel que está entre el cinco y el veinticinco por ciento. Para aproximar dicha relación cúbica se considera el porcentaje de derechos de control del accionista mayoritario de la empresa adquirente. Se incluye la variable *Propiedad_i*, así como la variable al cuadrado y al cubo, con el objetivo de examinar si para niveles intermedios de propiedad la elección del método de pago varía respecto a bajo y alto porcentaje de derechos de control. Se incluye también la variable de *control* definida por Faccio y

Lang (2002) para niveles de derechos de control entre el veinte y sesenta por ciento, que permite también aproximar un nivel intermedio de propiedad, para el cuál es más elevado el riesgo de pérdida de control. Esta variable toma el valor cero si el accionista mayoritario posee derechos de voto por menos del veinte por ciento. Si los derechos de control están entre el veinte y el sesenta por ciento, la variable toma el valor del porcentaje de los derechos de control del accionista mayoritario menos el veinte por ciento. Para valores superiores al sesenta por ciento, la variable toma el valor constante de cuarenta por ciento. Asimismo, se incluye una variable *dummy* que toma el valor uno si el porcentaje de derechos de control está por encima del veinte por ciento y, otra, si está entre el veinte y el sesenta por ciento, y cero en otro caso (Martynova y Renneboog, 2009).

En segundo lugar, incluimos la variable *Pérdida Control_i*, que aproxima la amenaza de pérdida de control de los accionistas de la empresa adquirente (Faccio y Masulis, 2005; Martynova y Renneboog, 2009). Se define como la interacción entre el tamaño relativo de la empresa adquirida por la no cotización de la adquirida. Las empresas no cotizadas cabe esperar que tengan estructuras de propiedad más concentradas que las no cotizadas, por tanto, si la empresa adquirida además es de gran tamaño, la probabilidad de que un nuevo bloque de accionistas pase a controlar la empresa adquirente tras una F&A pagada con acciones se eleva. Se espera una relación inversa entre esta variable y el pago con acciones. Respecto al pago en efectivo se espera una relación directa con la variable *Pérdida Control_i*.

En tercer lugar, se recoge el vector de variables *Entorno Legal e Institucional_i*, formado por un conjunto de variables que aproximan la calidad legal e institucional del país de la empresa adquirente (presentadas en el capítulo 3, apartado 3.4.2). Partimos de que los costes de obtener beneficios privados del control son más elevados en entornos con fuerte calidad legal e institucional (Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004). Asimismo, las empresas adquiridas soportan menor riesgo de expropiación de riqueza si aceptan las acciones de una empresa procedente de un entorno con fuerte calidad legal e institucional (Rossi y Volpin, 2004). Además, los costes de emitir acciones son menores en países con fuerte calidad legal e institucional, que en aquellos países donde la calidad legal e institucional es más débil (La Porta et al., 1998). Por tanto, cabe esperar una relación positiva entre mejor calidad del entorno legal e institucional y la probabilidad de que el pago sea con acciones, y negativa respecto al pago con efectivo. Las variables del entorno legal e institucional se incluyen alternativamente para evitar problemas de multicolinealidad, dada la elevada correlación entre ellas (ver tabla de correlaciones A.3.1. en el anexo capítulo 3, al final de la tesis).

En cuarto lugar, se incorpora el vector de variables *Características de las Empresas_i*, que considera: el oportunismo directivo, aproximado por el *cash flow* disponible; las oportunidades de crecimiento, aproximadas por el ratio *Market to Book*; el nivel de endeudamiento; los activos tangibles de la adquirente; la rentabilidad previa de la adquirente previa al anuncio de la operación (*runup*), el tamaño de la empresa adquirente; el tamaño relativo de la adquirida; y adquirida no cotizada, como determinantes de la elección del método de pago (variables definidas en el capítulo 3, apartado 3.4.4), partiendo de los siguientes argumentos:

- *Cash flow disponible.* Mayores niveles de *cash flow* disponible se espera que determinen una menor probabilidad de pagar con acciones y mayor probabilidad de pago con efectivo (Faccio y Masulis, 2005). Los directivos de la empresa adquirente prefieren emplear los recursos disponibles en la empresa, para evitar el control externo de los mercados de capitales.
- *Oportunidades de crecimiento.* Cabe esperar que mayores ratios *Market to Book* en la empresa adquirente aumenten la probabilidad de pagar con acciones, ya que estas empresas pueden estar sobrevaloradas en los mercados de capitales (Chaney, Lovata, y Philipich, 1991; Martin, 1996; Chang y Mais, 2000; Zhang, 2001; Faccio y Masulis, 2005). Por el contrario, se espera una relación negativa con la probabilidad de pagar con efectivo.
- *Endeudamiento.* Mayor endeudamiento reduce las posibilidades de las empresas para financiar sus inversiones con deuda, de ahí que la probabilidad de pagar con acciones aumente, reduciéndose la probabilidad de pago con efectivo (Faccio y Masulis, 2005).
- *Activos Tangibles.* Mayor porcentaje de activos tangibles favorece el acceso a deuda de la empresa adquirente, de manera que aumenta la probabilidad de pagar con efectivo y se reduce la de pagar con acciones (Faccio y Masulis, 2005). Al igual que el endeudamiento, esta variable aproxima las condiciones financieras de la empresa y su capacidad para la devolución de la deuda.
- *Rentabilidad anormal acumulada de la adquirente en el mercado de valores previa al anuncio de la operación (Runup).* Esta variable aproxima la sobrevaloración de la adquirente. Mayor sobrevaloración de la empresa adquirente incentiva el pago con acciones, para aprovecharse de las ineficiencias de los mercados de capitales (Myers y Majlul, 1984). Cabe esperar una relación directa con el pago con acciones, y negativa, con el pago con efectivo (Faccio y Masulis, 2005).
- *Tamaño de la empresa adquirente.* Mayor tamaño proporciona a las empresas mayor capacidad de endeudamiento y menores costes de quiebra. En este sentido, cabría esperar que estas empresas utilizasen más efectivo que acciones como medio de pago en las F&As (Faccio y Masulis, 2005).
- *Tamaño relativo de la adquirida.* Mayor tamaño de la adquirida cabe esperar que aumente la probabilidad de pagar con acciones, debido a la mayor necesidad de obtener mayor volumen de fondos cuando se adquieren empresas de gran tamaño (Hansen, 1987; Martin, 1996; Faccio y Masulis, 2005).
- *No cotizada.* Las empresas cotizadas cabe esperar que tengan estructuras de propiedad más dispersas que las que no cotizan en los mercados de valores. La entrada de un nuevo bloque de accionistas en la empresa adquirente, con incentivos a controlar a los directivos, reduce la probabilidad de pagar con acciones cuando la empresa adquirida no cotiza en los mercados de valores

(Faccio y Masulis, 2005). Por tanto, se espera una relación directa entre esta variable y el pago con efectivo

En quinto lugar, el vector de variables *Características de la Operación_i*, recoge si la F&A es amistosa, diversifica la actividad, si es transnacional, y si tuvo lugar con oferta pública de adquisición (OPA) (ver capítulo 3, apartado 3.4.4).

- *Amistosa*. El pago con acciones cabe esperar que sea más probable que el pago con efectivo cuando la operación es amistosa, que en las operaciones hostiles, ya que en estas últimas los directivos de la empresa adquirente demandarán un precio más elevado, pudiendo ser excesivo (Martynova y Renneboog, 2009).
- *Diversificación*. Las F&As que diversifican pueden provocar la reticencia de los accionistas de la adquirida a aceptar las acciones de una empresa procedente de otro sector de actividad, debido a las mayores asimetrías informativas. Cabe esperar por tanto que las F&As de diversificación aumenten la probabilidad de pagar con efectivo (Faccio y Masulis, 2005).
- *Transnacional*. El desconocimiento de las empresas localizadas fuera de las fronteras nacionales incrementa los costes de transacción y da lugar, al igual que la diversificación de la actividad, a mayor reticencia por parte de los accionistas de la adquirida a aceptar las acciones de la adquirente. Por tanto, las F&As transnacionales reducirán la probabilidad de pagar con acciones en favor del pago con efectivo (Faccio y Masulis, 2005).
- *Oferta Pública de Adquisición (OPA)*. En este tipo de operaciones el pago con acciones frente a efectivo, es menos probable, debido a los posibles retrasos que puede suponer el pago con acciones, derivados de los trámites burocráticos que ha de realizar la entidad reguladora del mercado de valores (Fishman, 1989; Martin, 1996; Faccio y Masulis, 2005).

Se incluyen también las variables *dummy* para cada país, sector y año con el objetivo de controlar el efecto fijo asociados al país, sector y año.

4.4.2. Resultados Obtenidos: Determinantes del Método de Pago

En la tabla 12, se presentan los resultados de la estimación de la probabilidad de pagar una F&A con efectivo, frente al pago con acciones, o mixto (primera etapa del modelo). Se incluyen como variables explicativas el porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario de la empresa adquirente, así como la variable pérdida de control, de acuerdo con lo planteado en el apartado anterior. Asimismo, en los modelos (2) a (6) se incluyen las variables consideradas para aproximar la calidad del entorno legal e institucional.

En el modelo (1) de la tabla 12 se observa que el mayor porcentaje de propiedad del accionista mayoritario influye negativamente en la preferencia por el pago con efectivo. La variable *pérdida control* influye positivamente en el pago con efectivo, siendo su efecto significativo al nivel del 1%. Estos resultados son consistentes con los

argumentos de mayor riesgo de pérdida de control cuando se adquieren empresas no cotizadas en un mercado de valores y de gran tamaño, de acuerdo con lo planteado por Faccio y Masulis (2005) sobre la entrada de un nuevo bloque de accionistas a la empresa adquirente. Asimismo, se repitieron las estimaciones de los determinantes del método de pago incluyendo también la variable de propiedad al cuadrado y cúbica. Se observó un signo negativo para la variable propiedad y propiedad al cubo, y positivo para niveles intermedios de propiedad (variable de propiedad al cuadrado). Sin embargo, las variables cuadrática y cúbica no resultaron significativas en estos modelos.

Respecto a las características de las empresas y de la operación, se observa que mayores niveles de *cash flow* disponible en la empresa adquirente promueven el pago con efectivo, de acuerdo con los estudios previos. Mayores oportunidades de crecimiento en la empresa adquirente, aproximadas por el ratio *Market to Book*, desincentiva el pago con efectivo. Asimismo, se observa que mayor *runup* desincentiva el pago con efectivo. Estos resultados son consistentes con los argumentos de la sobrevaloración de la empresa adquirente (Myers y Majluf, 1984), ya que los directivos de la adquirente preferirán pagar con acciones una F&A cuando éstas están sobrevaloradas. Mayor tamaño de la adquirente incentiva el pago con efectivo, pues estas empresas tienen mayor capacidad de endeudamiento y menores costes de quiebra que las de menor tamaño (Faccio y Masulis, 2005). El mayor tamaño relativo de la adquirida, también desincentiva el pago con efectivo, ya que se requiere un mayor volumen de fondos para financiar estas inversiones (Faccio y Masulis, 2005).

Por lo que respecta al entorno legal e institucional, se observa que mejor calidad legal e institucional, influye negativamente en la probabilidad de pagar con efectivo. Estos resultados son consistentes con los obtenidos por Rossi y Volpin (2004). Los accionistas de la empresa adquirida serán menos reticentes a aceptar las acciones de la adquirente, cuando éstas proceden de un entorno con mejor calidad legal e institucional. Además, en estos entornos los costes de emisión de las acciones son menores, propiciando este tipo de financiación.

Tabla 12. Determinantes del Método de Pago en las F&As (1ª Etapa Modelo Probit) (I)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007). Se distinguen: F&A pagadas con acciones, F&A pagadas con efectivo y F&A pagadas con mixto de acciones y efectivo. La variable dependiente toma el valor 1 si la F&A es pagada con efectivo, 0 en otro caso. La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica; (v) índice KKZ. Como controles se incluyen las características de las empresas y de la operación. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
<i>Propiedad</i>	+/-	-0,8645*	-0,7202	-0,7537	-0,8182*	-0,8636*	-0,7795*
		(-1,88)	(-1,53)	(-1,61)	(-1,76)	(-1,88)	(-1,68)
<i>Pérdida Control</i>	+	1,1107**	1,1841**	1,2114**	1,1854**	1,1163**	1,1570**
		(2,01)	(2,12)	(2,16)	(2,12)	(2,01)	(2,08)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente							
<i>Protección Accionista Adquirente</i>	-		-0,9587*				
			(-1,72)				
<i>Protección Accta.Min. Adquirente</i>	-			-5,7258*			
				(-1,74)			
<i>Protección Acreedor Adquirente</i>	-				-1,0814		
					(-1,33)		
<i>Libertad Económica Adquirente</i>	-					0,0232	
						(0,19)	
<i>KKZ Adquirente</i>	-						-4,2399*
							(-1,90)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación							
<i>Cash Flow</i>	+	1,8233**	1,9223**	1,9254**	1,9126**	1,8377**	1,9916**
		(2,40)	(2,50)	(2,51)	(2,50)	(2,41)	(2,59)
<i>Market to Book</i>	-	-0,1525*	-0,1536*	-0,1546*	-0,1519*	-0,1530*	-0,1505*
		(-1,80)	(-1,80)	(-1,80)	(-1,78)	(-1,80)	(-1,76)
<i>Endeudamiento</i>	-	-0,5577	-0,5348	-0,5594	-0,5424	-0,5604	-0,5363
		(-0,79)	(-0,76)	(-0,79)	(-0,77)	(-0,80)	(-0,76)
<i>Activos Tangibles</i>	+	0,9703	0,8842	0,8714	0,8940	0,9795	0,9070
		(1,25)	(1,12)	(1,10)	(1,14)	(1,26)	(1,15)
<i>Runup</i>	-	-8,7919*	-8,0646	-8,0865	-8,3604	-8,8673*	-8,1706*
		(-1,71)	(-1,55)	(-1,55)	(-1,61)	(-1,71)	(-1,58)
<i>Tamaño Adquirente</i>	+	0,4024*	0,3928*	0,3935	0,3884*	0,4066*	0,4089*
		(1,85)	(1,80)	(1,80)	(1,78)	(1,86)	(1,87)
<i>Tamaño Relativo Adquirida</i>	-	-1,4014***	-1,4683***	-1,4991***	-1,4663***	-1,4057***	-1,4209***
		(-2,76)	(-2,87)	(-2,91)	(-2,86)	(-2,77)	(-2,79)
<i>No Cotizada</i>	+	-0,1789	-0,1557	-0,1570	-0,1662	-0,1783	-0,1232
		(-0,46)	(-0,39)	(-0,40)	(-0,42)	(-0,46)	(-0,31)
<i>Amistosa</i>	-	1,0295	0,8161	0,8225	0,9345	1,0261	0,9827
		(0,59)	(0,47)	(0,48)	(0,55)	(0,59)	(0,56)
<i>Diversificación</i>	+	0,1387	0,1000	0,0937	0,0992	0,1395	0,1017
		(0,73)	(0,52)	(0,49)	(0,52)	(0,73)	(0,53)
<i>Transnacional</i>	+	0,5753**	0,6290***	0,6387***	0,6191**	0,5740**	0,6093**
		(2,44)	(2,62)	(2,65)	(2,59)	(2,44)	(2,56)
<i>OPA</i>	+	0,0769	0,1159	0,1322	0,1294	0,0757	0,1355
		(0,22)	(0,32)	(0,37)	(0,36)	(0,21)	(0,37)
<i>Intercepto</i>		16,9691	19,0944	19,1515	17,7800	15,4792	21,0372
		(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0)	(0,01)
<i>Dummies Años</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies Industria</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies País</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		231,19	230,12	231,55	232,53	232,15	227,67
Prob>chi2		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observaciones		418	418	418	418	418	418

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

4.4.3. Determinantes de la Valoración de las F&As por los Accionistas de la Adquirente según el Método de Pago

En la segunda etapa de la estimación, se analiza si la valoración de las F&As, según el método de pago elegido, varía dependiendo de la estructura de propiedad de la empresa adquirente y del entorno legal e institucional de la empresa adquirente.

La valoración de las F&As según el método de pago conlleva la consideración de submuestras elegidas de forma no aleatoria. La aplicación del modelo de Heckman en dos etapas permite solucionar el posible sesgo de selección, así como la endogeneidad del método de pago, en la medida que esta decisión esté a su vez determinada por la estructura de propiedad de la empresa adquirente, el entorno legal e institucional y las características de las empresas y de la operación.

La especificación del modelo econométrico es la siguiente:

$$\begin{aligned} \text{CAR Método de Pago}_{ij} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Propiedad}_i + \\ & + \alpha_2 \text{Entono Legal e Institucional}_i + \\ & + \alpha_3 \text{Características Empresas}_i + \\ & + \alpha_4 \text{Características Operación}_i + \\ & + \alpha_5 \text{Dummies Industria}_i + \\ & + \alpha_6 \text{Dummies País}_i + \\ & + \alpha_7 \text{Dummies Año}_i + \\ & + \alpha_8 \text{Lambda} + \\ & + \text{Error}_{ij} \end{aligned}$$

El subíndice i hace referencia a la empresa y el j al intervalo analizado. El modelo explica la rentabilidad anormal obtenida por los accionistas de la empresa adquirente (CAR) para un determinado método de pago, en torno al anuncio de la operación de F&A, considerando la posible endogeneidad del método de pago.

De acuerdo con las hipótesis planteadas en el apartado 4.2. de este capítulo, se consideran como determinantes de la valoración de las F&As las siguientes variables explicativas:

La variable *Propiedad_i* indica el porcentaje de propiedad y derechos de control accionista mayoritario, según se definió en el capítulo 3, apartado 3.3.1. Esta variable se incluye con el objetivo de analizar si la mayor concentración de la propiedad reduce los conflictos de agencia entre directivos y accionistas (*Hipótesis 3.a. control directivo*) cuando se toman decisiones sobre el método de pago en las F&As, o por el contrario, la presencia de accionistas mayoritarios en la empresa adquirente da lugar a conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, derivados de la reticencia de los

grandes accionistas a diluir la propiedad mediante el pago con acciones (*Hipótesis 3.b. anti-dilución*). Analizamos cuál de los dos efectos predomina.

El vector *Entorno Legal e Institucional_i*, recoge las variables que aproximan la calidad legal e institucional del país de la adquirente y que son: protección del accionista, protección del accionista minoritario, protección del acreedor, índice de libertad económica e índice KKZ, según se argumentó en el capítulo 3, apartado 3.3.1. En países con fuerte calidad legal e institucional, cabe esperar, por un lado, mejor valoración del pago con efectivo, acorde con los mayores costes de extraer beneficios privados (*hipótesis 4.a. beneficios privados*). Sin embargo, por otro lado, los costes de financiación externa son menos elevados en países con fuerte calidad legal e institucional, así como también es menor el precio demandado por los accionistas de la adquirida para aceptar las acciones de la adquirente (*hipótesis 4.b. costes de financiación*), en cuyo caso cabe esperar una peor valoración del pago con efectivo en estos entornos. Examinamos cuál de los dos efectos predomina.

Se controla por el vector de variables *Características de las Empresas_i*, que engloba aquellas características de las empresas que los estudios de F&A han considerado como determinantes de la valoración de las F&A: el oportunismo directivo, aproximado por el *cash flow* disponible; las oportunidades de crecimiento de la adquirida, aproximadas por el *Market to Book*; el endeudamiento; la rentabilidad anormal acumulada de la adquirente en los mercados de valores previa al anuncio de la operación (*runup*); el tamaño de la adquirente; el tamaño relativo de la adquirida; y que la adquirida sea no cotizada (definidas en el apartado 3.4.4).

Asimismo, se controla por el vector de variables *Características de la Operación_i*, que recoge las variables relacionadas con el tipo de F&A que se realiza, y que son: la actitud de la adquirida hacia la compra (amistosa vs hostil), diversificación industrial, transnacional, la existencia de múltiples compradoras, la adquisición del total de la adquirida, y que la operación sea una oferta pública de adquisición (OPA) (definidas en el apartado 3.4.4).

Se incluyen también las variables *dummy* para cada país, sector y año, con el objetivo de controlar los efectos fijos asociados al país, sector y año.

En último término, se incluye la *lambda* de Heckman, que captura el efecto sobre la rentabilidad anormal acumulada de todas las diferencias no medidas entre las adquisiciones pagadas con efectivo y con otros modos de pago. Incorporar la *lambda* al modelo permite contrastar la presencia de endogeneidad y obtener estimadores insesgados del efecto del método de pago sobre la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente.

4.4.4. Resultados Obtenidos: Determinantes la Valoración de las F&As por los Accionistas de la Adquirente según el Método de Pago

En la tabla 13 se presentan los resultados de la estimación de los determinantes de la valoración de las F&As realizada por los accionistas de la empresa adquirente, cuando la F&A es pagada con efectivo (segunda etapa del modelo). Los modelos (1) a (6) se corresponden con los modelos (1) a (6) de la primera etapa, mostrados en la tabla 12. En

este modelo se incluye la variable propiedad en su forma lineal, así como las características del entorno legal e institucional de la empresa adquirente. Se incluyen también como controles las características de las empresas y de la operación. Como regresor adicional se incluye la λ de Heckman, o inversa del ratio de Mill.

En el modelo (1), se observa que mayor porcentaje de propiedad del accionista mayoritario de la empresa adquirente influye positivamente en la valoración de las F&As pagadas con efectivo. Dado que, en las operaciones pagadas con efectivo, no tiene lugar un cambio de estructura de propiedad, estos resultados permiten afirmar que mayor control reduce los problemas de agencia en las empresas, lo cual es positivamente valorado por los accionistas de las empresas adquirentes. Se incluyeron también la variable propiedad cuadrática y cúbica, sin embargo, no se observó un efecto significativo de estas variables. Por tanto, la estructura de propiedad de la empresa adquirente se relaciona de forma directa con la valoración de los accionistas de la empresa adquirente en las operaciones de F&A pagadas con efectivo, de acuerdo con la hipótesis 3.a (*control directivo*), en lugar de con el efecto *anti-dilución*, planteado en la hipótesis 3.b. La mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente cuando las F&As se pagan con efectivo no se asocia en los mercados de capitales con la búsqueda de beneficios privados por parte de los accionistas mayoritarios sino con un mayor control directivo.

En los modelos (2) a (6) se incorporan las variables relativas al entorno legal e institucional de la empresa adquirente. En el modelo (2) se considera el índice de protección de los accionistas, que aproxima el grado de protección de los derechos de los accionistas en un país, observándose que en las F&As pagadas con efectivo, la mejor calidad legal e institucional del país de la adquirente influye positivamente en la valoración de sus accionistas. Asimismo, se observa la misma relación positiva entre la valoración de las F&As y el entorno legal e institucional, cuando éste es aproximado por el índice de protección del accionista minoritario frente a la expropiación de los mayoritarios, y el índice de protección de acreedor, de acuerdo con lo planteado en la hipótesis 4.a. (*beneficios privados*). En aquellos países con mejor calidad legal e institucional, las operaciones de F&A pagadas con efectivo son positivamente valoradas por sus accionistas. Estos resultados son consistentes con los argumentos de que la dilución de propiedad a través del pago con acciones es valorada más positivamente en entornos con débil calidad legal e institucional, donde los costes de obtener beneficios privados son más bajos, frente a los argumentos de que en entornos con peor calidad legal e institucional los costes de pagar con efectivo son menores que los de pagar con acciones, planteado en la hipótesis 4.b (*costes financieros*).

Respecto a las características de las empresas y de la operación, se observa que mayor *cash flow* disponible en la empresa adquirente influye negativamente en la valoración de las F&As pagadas con efectivo. Este resultado es consistente con la hipótesis de *cash flow* de Jensen (1986), sobre los mayores conflictos de agencia entre accionistas y directivos en estas empresas y la preferencia directiva a realizar operaciones de F&A, en lugar de repartir dividendos entre sus accionistas. Mayor endeudamiento influye negativamente en la valoración de las F&As cuando se paga con efectivo. El tamaño de la empresa adquirida se relaciona positivamente con la valoración de los accionistas de la empresa adquirente, cuando la F&A es pagada con efectivo, de acuerdo con menores

asimetrías informativas sobre las empresas de mayor tamaño.

La *lambda* de Heckman resulta estadísticamente significativa, indicando la existencia de sesgo de selección y de endogeneidad, por lo que es necesario controlar por estos aspectos cuando se analiza la valoración de las F&As.

En definitiva, mayor concentración de la propiedad de la empresa adquirente, débil calidad legal e institucional de su país, mayores niveles de *cash flow* disponible en la empresa adquirente, menores oportunidades de crecimiento de la adquirente, mayor tamaño de la adquirente, menor tamaño relativo de la adquirida y que la F&A sea transnacional determinan que el pago empleado en una F&A sea en efectivo, frente al pago con acciones o mixto de acciones y efectivo. Asimismo, mayor concentración de la propiedad de la adquirente, fuerte calidad legal e institucional, menores niveles de *cash flow* disponible, menores niveles de endeudamiento y mayor tamaño relativo de la adquirida influyen positivamente en la valoración de las F&As pagadas con efectivo. Estos resultados complementan los estudios previos, indicando que los conflictos de agencia explican tanto la decisión de pago en las F&A como su valoración. Además, se aporta evidencia empírica sobre la influencia del entorno legal e institucional en la decisión de pago de una F&A y en la valoración de las F&As realizada por los accionistas de la adquirente según el método de pago, lo que pone de manifiesto que es relevante considerar este aspecto cuando se está tomando la decisión de pago. Y que la influencia del método de pago en la valoración de una F&A no es sólo explicada por la sobrevaloración de las acciones de la empresa adquirente, como plantea la aproximación del “*market timing*”.

Tabla 13. Valoración de las F&As Pagadas con Efectivo (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (I)

La muestra incluye 305 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007). Se consideran las F&As pagadas con efectivo. La variable dependiente es la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente en el intervalo (-2,+2) cuando el pago es con efectivo. La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica; (v) índice KKZ. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
Propiedad	+/-	0,0383*	0,0304	0,0307	0,0326	0,0389*	0,0364
		(1,67)	(1,32)	(1,34)	(1,42)	(1,70)	(1,58)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente							
Protección Accionista Adquirente	+/-		0,0532*				
			(1,81)				
Protección Accta. Min. Adquirente	+/-			0,3552**			
				(2,11)			
Protección Acreedor Adquirente	+/-				0,0710*		
					(1,79)		
Libertad Económica Adquirente	+/-					-0,0043	
						(-0,69)	
KKZ Adquirente	+/-						0,0909
							(0,78)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación							
Cash Flow	-	-0,1086**	-0,1155**	-0,1156**	-0,1149**	-0,1133**	-0,1131**
		(-2,20)	(-2,32)	(-2,33)	(-2,32)	(-2,27)	(-2,25)
Market to Book	+/-	0,0037	0,0042	0,0042	0,0038	0,0039	0,0037
		(0,65)	(0,73)	(0,75)	(0,67)	(0,69)	(0,66)
Endeudamiento	-	-0,0813**	-0,0802**	-0,0782**	-0,0786**	-0,0792**	-0,0807**
		(-2,38)	(-2,33)	(-2,27)	(-2,30)	(-2,31)	(-2,33)
Runup	+/-	0,1520	0,1332	0,1164	0,1217	0,1449	0,1571
		(0,47)	(0,41)	(0,36)	(0,37)	(0,45)	(0,48)
Tamaño Adquirente	-	0,0019	0,0023	0,0020	0,0022	0,0011	0,0011
		(0,16)	(0,20)	(0,17)	(0,19)	(0,09)	(0,09)
Tamaño Relativo Adquirida	+/-	0,1185***	0,1211***	0,1219***	0,1200***	0,1184***	0,1193***
		(8,21)	(8,33)	(8,39)	(8,33)	(8,21)	(8,25)
No Cotizada	+	-0,0026	-0,0055	-0,0065	-0,0067	-0,0028	-0,0047
		(-0,14)	(-0,30)	(-0,35)	(-0,36)	(-0,15)	(-0,25)
Amistosa	+	-0,0383	-0,0224	-0,0189	-0,0259	-0,0370	-0,0337
		(-0,37)	(-0,21)	(-0,18)	(-0,25)	(-0,36)	(-0,32)
Diversificación	+/-	-0,0060	-0,0047	-0,0046	-0,0049	-0,0062	-0,0059
		(-0,60)	(-0,47)	(-0,46)	(-0,49)	(-0,62)	(-0,58)
Transnacional	+/-	-0,0036	-0,0067	-0,0072	-0,0058	-0,0035	-0,0052
		(-0,27)	(-0,48)	(-0,52)	(-0,43)	(-0,26)	(-0,37)
Múltiples Compras	-	0,0168	0,0194	0,0211	0,0200	0,0155	0,0170
		(0,55)	(0,64)	(0,69)	(0,65)	(0,50)	(0,56)
Total Adquisición	+	0,0202	0,0179	0,0178	0,0183	0,0212	0,0197
		(0,64)	(0,57)	(0,56)	(0,58)	(0,67)	(0,62)
OPA	-	-0,0207	-0,0235	-0,0242	-0,0241	-0,0197	-0,0222
		(-1,10)	(-1,24)	(-1,28)	(-1,28)	(-1,05)	(-1,16)
Intercepto		-0,0432	-0,1691	-0,1910	-0,1040	0,2260	-0,1389
		(-0,27)	(-0,96)	(-1,09)	(-0,63)	(0,54)	(-0,68)
Lambda (λ)		-0,0609**	-0,0651**	-0,0653**	-0,0628**	-0,0603**	-0,0660**
		(-2,13)	(-2,29)	(-2,32)	(-2,23)	(-2,12)	(-2,28)
Dummies Años		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies Industria		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies País		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		231,19	230,12	231,55	232,53	232,15	227,67
Prob>chi2		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observaciones		305	305	305	305	305	305

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Con el fin de examinar la robustez de los resultados mostrados en el apartado anterior, concluimos este apartado incluyendo la variable capital flotante¹⁴ como proxy de la mayor, o menor, concentración de la propiedad en la empresa adquirente. Los resultados, son presentados en el anexo del capítulo 4, al final de la tesis. La tabla A.4.2. (primera etapa del modelo), muestra que el pago en efectivo es más probable cuando existe riesgo de pérdida de control. Se observa que mejor calidad legal e institucional en el país de la adquirente desincentiva el pago de una F&A con efectivo, frente al pago con acciones y mixto, presentando un coeficiente negativo y significativo el índice de protección del accionista, el índice de protección de los accionistas minoritarios y el índice de libertad económica. En cuanto a las variables relacionadas con las características de la empresa y de la operación, son significativas la rentabilidad anormal acumulada de la adquirente previa al anuncio (*runup*) y el tamaño de la adquirente. El coeficiente negativo y significativo de la rentabilidad anormal acumulada previa al anuncio, pone de manifiesto que cuando las acciones de la empresa adquirente están sobrevaloradas en el mercado, los directivos prefieren pagar con acciones en lugar de con efectivo (Myers y Majful, 1984). Asimismo, el coeficiente positivo y significativo de la variable tamaño de la adquirente, muestra que las empresas con mayor tamaño tienen mayor capacidad para financiarse con deuda, por lo que, prefieren pagar con efectivo la F&A, estos resultados están en línea con Faccio y Masulis (2005).

En la tabla A.4.3. (anexo capítulo 4), se presentan los resultados de la segunda etapa del modelo, en la que se examinan los determinantes de la valoración de las F&As, considerando la variable capital flotante como *proxy* de estructura de propiedad de la empresa. Se observa que cuanto más dispersa es la propiedad de la empresa adquirente, los accionistas valoran peor las operaciones de F&A pagadas con efectivo. Estos resultados son consistentes con un menor control directivo, y la posibilidad de que los directivos realicen F&A con efectivo en lugar de repartir dividendos a los accionistas, como plantea Jensen (1986). Por tanto, la mayor concentración de la propiedad influye positivamente en la valoración de las F&As cuando el pago es con efectivo (*hipótesis 3.a. control directivo*). La mayor protección del accionista, de los accionistas minoritarios y de los acreedores influye positivamente en la valoración del pago con efectivo, por los accionistas de la empresa adquirente, como se observa en los modelos (1), (2) y (3), respectivamente. Estos resultados apoyan la *hipótesis 4.a. (beneficios privados)*. En cuanto a las variables de control, resultan estadísticamente significativas el coeficiente del *cash flow* disponible, el endeudamiento, y el tamaño relativo de la adquirida, al igual que en la tabla 13.

En todos los modelos, se observa que la *lambda* de Heckman resulta significativa, indicando que existen diferencias sistemáticas respecto al pago con acciones y mixto, y que hay un problema de sesgo de selección, al igual que se observó en la tabla 14.

¹⁴ La utilización de esta variable reduce el período muestral a 2003-2007, pues no está disponible para el año 2001.

Los resultados observados son robustos para intervalos más amplios como el (-10,+10) ó el (-20,+20) días en torno al anuncio de la operación de F&A. Además de los modelos presentados, se llevó a cabo la estimación del método de pago siguiendo un modelo multinomial, donde la variable dependiente toma el valor 0 si el pago es sólo con acciones, 1 si es con mixto y 2 si es sólo con efectivo. Los resultados obtenidos son similares a los presentados según los modelos *probit*.

4.5. CONCLUSIONES

En este capítulo se ha abordado el análisis de la elección del método de pago de las F&As y la valoración que a su vez realizan de las F&As los accionistas de la empresa adquirente. La base de datos son las operaciones de F&A anunciadas por empresas europeas, que adquieren una empresa en cualquier parte del mundo, en el período 2002-2007.

Los resultados de la investigación realizada muestran que la decisión de pago de una F&A está condicionada por la estructura de propiedad y por el entorno legal e institucional de la empresa adquirente, influyendo a su vez sobre la valoración de la F&A que realizan sus accionistas. Mejor calidad legal e institucional incentiva el pago con acciones de la F&A, pues los directivos, o accionistas de control, se enfrentan a mayores costes de obtención de beneficios privados derivados del control de la empresa, lo que reduce sus incentivos a mantener concentrada la propiedad. Asimismo, la empresa adquirida es menos reticente a aceptar las acciones de la adquirente cuando procede de entornos con mejor calidad legal e institucional, debido al menor riesgo de expropiación de riqueza como accionistas minoritarios de la empresa adquirente. Además, cuanto mejor es la calidad legal e institucional, menor es el coste de acceder a financiación externa, y menos costoso el pago con acciones. Estos resultados están en línea con los argumentos planteados por Rossi y Volpin (2004), sobre el menor riesgo de expropiación de riqueza para los accionistas de la adquirida, cuando la adquirente pertenece a un entorno con fuerte calidad legal e institucional. A diferencia del trabajo de Rossi y Volpin (2004) se considera conjuntamente la influencia del entorno legal e institucional y de la estructura de propiedad de la empresa adquirente cuando se analiza el método de pago, observándose que ambas características son relevantes.

Asimismo, se observa que los accionistas valoran más positivamente las F&As pagadas con efectivo cuando la propiedad de la adquirente está más concentrada, debido al mayor control directivo en estas empresas (*hipótesis 3.a. control directivo*). En aquellos países con mejor calidad legal e institucional, se valoran también más positivamente las F&As pagadas con efectivo, de acuerdo con los esperados menores conflictos de agencia en estas empresas en estos países (*hipótesis 4.a. beneficios privados*). En países con fuerte calidad legal e institucional, los costes de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios son más elevados, y, por tanto, el pago con efectivo de la F&A no se asocia al objetivo de evitar la dilución de propiedad de la empresa.

CAPITULO 5

**DIVERSIFICACIÓN EN LAS FUSIONES Y
ADQUISICIONES**

5.1. INTRODUCCIÓN

Este tercer capítulo del estudio empírico analiza cómo la decisión de diversificación a través de las F&As afecta a la valoración que los accionistas de la adquirente realizan de dichas operaciones, teniendo en cuenta la influencia del entorno legal e institucional y de la estructura de propiedad de la adquirente. Además, se considera la posible endogeneidad de la decisión de diversificación al analizar la valoración de las F&As por los accionistas de la empresa adquirente, lo cual no ha recibido atención en los estudios previos sobre F&As.

El efecto de la diversificación de la actividad sobre el valor de las empresas continúa siendo controvertido en la literatura financiera. Tanto en los estudios de F&As como en los estudios que analizan el valor de las empresas, en general, plantean dos argumentos contrapuestos, enfrentando los mayores conflictos de agencia que puede generar la decisión (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Servaes, 1996) con los beneficios derivados del mercado de capitales interno que facilita la diversificación (Williamson, 1975; Harris y Ravis, 1996; Mansi y Reeb, 2002), como se expuso en el capítulo 1, apartado 1.2.1.1. Sin embargo, los estudios previos no han considerado que tanto los conflictos de agencia, como los beneficios del mercado de capitales interno, pueden ser mayores cuanto más débil es la calidad legal e institucional de un país, pues los inversores están menos protegidos y la necesidad de superar las restricciones financieras en los mercados de capitales también es mayor. Estas características de los entornos con débil calidad legal e institucional pueden determinar que las F&As de diversificación sean más frecuentes, y que la valoración que de la operación realizan los accionistas de la adquirente también varíe dependiendo del país. Asimismo, la mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente, en países con débil calidad legal e institucional, podría, por un lado, incrementar aún más los beneficios del mercado de capitales interno o, por el contrario, los costes asociados a los conflictos de agencia.

5.2. DIVERSIFICACIÓN A TRAVÉS DE LAS F&As: HIPÓTESIS

La decisión de diversificación y la valoración que realizan los accionistas de la adquirente del anuncio de las F&As que diversifican la actividad puede ser diferente entre países, dependiendo de la intensidad de los conflictos de agencia y asimetrías informativas y de la facilidad que tengan las empresas para acceder a los mercados de capitales externos.

En entornos con débil calidad legal e institucional, los mayores conflictos de agencia y asimetrías informativas podrían promover la realización de F&A de diversificación, debido a los mayores incentivos directivos a realizar operaciones que les permitan extraer rentas de la empresa (*rent-seeking*). En entornos con débil calidad legal e institucional, la posibilidad de obtener beneficios privados para los directivos y accionistas de control son mayores (Dyck y Zingales, 2004). En esta situación son mayores los incentivos de los directivos y accionistas de control a realizar operaciones de F&A de diversificación.

Además, el entorno legal e institucional de un país condiciona la disponibilidad de fondos, y el coste del capital, como plantea la literatura del *law & finance* (La Porta et al., 1998). Menor protección del inversor, menor calidad de las instituciones y menor desarrollo de los mercados de capitales en un país, incrementa los costes de obtener financiación externa y disminuye su capacidad para atraer capital extranjero (Khanna y Palepu, 2002). En estos entornos, las F&As de diversificación, como mecanismo que promueve la creación de un mercado de capitales interno en la empresa, serán más necesarias, permitiendo a las empresas superar las dificultades de acceder a los mercados de capitales externos. Proponemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 5: *Las F&As de diversificación son más probables cuando la empresa adquirente pertenece a un país con débil calidad legal e institucional.*

Asimismo, cabe esperar que la valoración de los accionistas de la adquirente, cuando se lleva a cabo una operación de diversificación, varíe dependiendo del entorno legal e institucional. En entornos con peor calidad legal e institucional, la diversificación puede tener costes en términos de mayores conflictos de intereses entre accionistas y directivos, y de mayor ineficiencia en la asignación de recursos dentro de la empresa. En este sentido, las F&As de diversificación podrían no crear valor para los accionistas de la empresa adquirente (*oportunismo directivo o de los accionistas mayoritarios*).

Por el contrario, la creación del mercado de capitales interno puede ser más beneficiosa en países con mayores costes de capital; esto es, países con débil calidad legal e institucional (Fauver, Houston y Naranjo, 2003). Entonces, los accionistas de la adquirente valorarán las F&As de diversificación positivamente en estos entornos (*mercados de capitales internos*).

Proponemos las siguientes hipótesis contrapuestas:

Hipótesis 6.a (oportunismo directivo o de los accionistas mayoritarios): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán negativamente una F&A que diversifique su actividad, en entornos con débil calidad legal e institucional.*

Hipótesis 6.b (mercados de capitales internos): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán positivamente una F&A que diversifique su actividad, en entornos con débil calidad legal e institucional.*

Por consiguiente, planteamos que la valoración que realizan los accionistas de la adquirente de las F&As que diversifican la actividad, en entornos con débil calidad legal e institucional, depende de la predominancia del efecto asociado a los mayores costes de agencia derivados del comportamiento oportunista de los directivos o de los accionistas de control, o a los mayores beneficios de la creación del mercado de capitales interno, que permita superar las restricciones de acceso a financiación externa. En esta investigación se analiza cuál de estos dos efectos predomina.

La estructura de propiedad de la empresa adquirente puede matizar la relación entre el entorno legal e institucional de la empresa adquirente y la valoración de las F&As que diversifican la actividad.

La teoría de la agencia pone de manifiesto que, los directivos de las empresas adquirentes pueden emprender operaciones de F&A en un sector diferente, motivados por el mero crecimiento de la empresa. Estas operaciones les facilitan elevadas remuneraciones y mayor prestigio (Jensen, 1986; Jensen y Murphy, 1990; Morck, Shleifer y Vishny, 1990), les permiten reducir el riesgo de su posición en la empresa (Amihud y Lev, 1990), o atrincherarse (Shleifer y Vishny, 1989). Asimismo, los directivos de empresas con exceso de *cash flow* disponible pueden sobreinvertir adquiriendo empresas en otras industrias (Jensen, 1986). Además, la diversificación incrementa los costes de agencia *a posteriori*, por la mayor complejidad de la estructura organizativa y los incentivos directivos a transferir recursos desde las divisiones con buenas oportunidades de inversión a aquellas que tienen peores oportunidades, lo cual reduce el valor de la empresa (Rajan, Servaes y Zingales, 2000; Doukas y Kan, 2008). Las asimetrías informativas entre los directivos de la central y de las divisiones puede también incrementar los costes operativos, ya que los directivos de las divisiones pueden tener incentivos a la búsqueda de rentas (*rent-seeking*) dentro de la empresa (Scharfstein y Stein, 2000; Aggrawal y Samwick, 2003). Los mayores costes de agencia en entornos con débil calidad legal e institucional cabe esperar que afecten negativamente a la valoración de las F&As que diversifican la actividad.

La estructura de propiedad de la empresa adquirente puede condicionar la decisión de entrar en un nuevo negocio, ya que mayor concentración de la propiedad incrementará el control de los directivos, reduciendo su comportamiento oportunista, y por tanto, los incentivos a realizar F&As de diversificación que destruyan valor para los accionistas. Los accionistas mayoritarios en la empresa adquirente pueden perseguir el alineamiento de intereses entre directivos y accionistas, de manera que se reducen las F&As de diversificación motivadas por el comportamiento oportunista de los directivos

(Demsetz, 1983; Denis et al., 1997). En este sentido, cabe esperar una valoración positiva de las F&As de diversificación cuando la empresa adquirente tiene propiedad concentrada y pertenece a un entorno con débil calidad legal e institucional (*control directivo*).

Por el contrario, los accionistas mayoritarios podrían promover las F&As de diversificación, con el objetivo de reducir el riesgo de sus inversiones, sin que esto beneficie necesariamente a los accionistas minoritarios (Amihud y Lev, 1981; Shleifer y Vishny, 1989). Estas decisiones, acordes con el interés de los accionistas mayoritarios, podrían no beneficiar al resto de accionistas y serán más frecuentes en aquellos países donde las posibilidades de extraer beneficios privados sean más elevadas. En este sentido, cabe esperar que los accionistas de la empresa adquirente valoren negativamente las F&As que diversifican la actividad cuando la empresa adquirente tiene propiedad concentrada y pertenece a un entorno con débil calidad legal e institucional. Por tanto, se plantean las siguientes hipótesis:

Hipótesis 7.a (control directivo): *Los accionistas de la empresa adquirente valoran positivamente las F&As de diversificación cuanto mayor es la concentración de la propiedad en entornos con débil calidad legal e institucional.*

Hipótesis 7.b (beneficios privados): *Los accionistas de la empresa adquirente valoran negativamente las F&As de diversificación cuanto mayor es la concentración de la propiedad en entornos con débil calidad legal e institucional.*

Los accionistas mayoritarios podrían realizar F&As de diversificación para reducir el riesgo de sus inversiones coludiendo con los directivos, aunque dichas operaciones no generen valor para el resto de accionistas. Por el contrario, los accionistas mayoritarios podrían controlar a los directivos para evitar que emprendan operaciones de diversificación que no creen valor para todos los accionistas.

5.3. DESCRIPCIÓN DE LAS F&As SEGÚN LA DIVERSIFICACIÓN DE LA ACTIVIDAD

El contraste empírico de las hipótesis anteriormente planteadas parte de las operaciones de F&A anunciadas por empresas europeas no financieras, en el período 2002-2007, que adquieran una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo. La descripción detallada de la base de datos, variables y relaciones esperadas entre las distintas variables y la valoración de las F&As por los accionistas de la adquirente se presentó en el capítulo 3 (ver apartado 3.3.1).

La muestra final la componen 447 operaciones de F&A, en 32 países y 56 sectores de actividad (2 primeros dígitos código SIC). 140 operaciones son F&A de diversificación, mientras que 307 se corresponden con operaciones realizadas entre empresas del mismo sector. La clasificación de diversificada se realiza atendiendo a la relación entre la industria principal de la adquirente y de la adquirida. Se considera una F&A que diversifica la actividad cuando los dos primeros dígitos de los códigos SIC de la adquirente y la adquirida difieren (Berger y Ofek, 1996; Campa y Kedia, 2002, entre

otros). Asimismo, comprobamos, empresa por empresa, que ninguno de los negocios de la adquirente, si ésta es una empresa diversificada antes de la operación, coincide con el negocio principal de la adquirida. Esta comprobación permite garantizar que la empresa adquirente entra en un nuevo segmento de actividad.

El sector con mayor número de operaciones es el sector de servicios comerciales (grupo 73 códigos SIC) (ver tabla A.5.2, en el anexo capítulo 5). Concretamente, representan el 21,92% de las operaciones de la adquirente y el 23,04% de la adquirida.

En la tabla 14 se presentan los estadísticos descriptivos de las variables empleadas, comparando las F&As de diversificación y no diversificación. Se observa que aquellas empresas que están en un solo negocio emprenden más operaciones de diversificación, representando el 30,71% y el 22,80% las que no diversifican. Esta diferencia es estadísticamente significativa. Las operaciones transnacionales representan el 60% de las operaciones de diversificación y el 48,53% de las F&As de no diversificación.

Tabla 14. Estadísticos Descriptivos (F&A Diversificación vs No Diversificación)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, que adquieren una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo (2002-2007). Se distinguen: 140 F&A de diversificación y 307 de no diversificación.

	F&A Diversificación N=140			F&A No Diversificación N=307			Dif. Medias
	Media	Mediana	Desv.Típ.	Media	Mediana	Desv.Típ.	
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
<i>Propiedad (%)</i>	25,34	17,38	21,24	25,37	17,03	21,91	(p=0,83)
<i>Familia (%)</i>	22,86		42,14	20,52		40,45	(p=0,58)
<i>Inversor Institucional (%)</i>	18,57		39,03	21,82		41,37	(p=0,43)
<i>Entidad Financiera (%)</i>	27,14		44,30	28,01		44,98	(p=0,85)
<i>Empresa (%)</i>	27,86		45,00	25,08		43,42	(p=0,54)
<i>Entidad Pública (%)</i>				0,32		5,70	
<i>Sociedad Capital-Riesgo (%)</i>	2,86		16,72	3,26		17,78	(p=0,82)
<i>Fundación (%)</i>	0,71		8,45	0,98		9,85	(p=0,78)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente							
<i>Protección Accionista</i>	6,38	6,73	2,02	6,55	6,86	2,17	(p=0,15)
<i>Protec.Accta.Minoritario</i>	0,94	0,81	0,53	0,99	0,86	0,54	(p=0,40)
<i>Protección Acreedor</i>	3,82	3,84	2,52	4,12	5,04	2,53	(p=0,25)
<i>Libertad Económica</i>	72,27	71,70	6,93	73,10	73,99	7,07	(p=0,13)
<i>KKZ</i>	1,44	1,52	0,32	1,44	1,52	0,35	(p=0,89)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación							
<i>Cash Flow</i>	0,03	0,08	0,23	0,06	0,08	0,13	(p=0,84)
<i>Market to Book</i>	1,59	1,29	1,34	1,63	1,20	2,43	(p=0,81)
<i>Endeudamiento</i>	0,18	0,15	0,15	0,21	0,19	0,17	(p=0,42)
<i>Activos Tangibles</i>	0,15	0,11	0,15	0,14	0,09	0,15	(p=0,58)
<i>Runup (%)</i>	-0,08	-0,05	1,51	-0,95	-0,05	1,86	(p=0,56)
<i>Adquirente No Diversificada (%)</i>	30,71		46,30	22,80		42,02	(p=0,08)*
<i>Tamaño Adquirente (%)</i>	50,71		50,17	55,37		49,79	(p=0,36)
<i>Tamaño Relativo</i>	0,20	0,09	0,34	0,27	0,06	0,62	(p=0,95)
<i>No Cotizada (%)</i>	73,61		44,14	77,14		42,14	(p=0,43)
<i>F&A Amistosa (%)</i>	99,30		8,45	99,70		5,66	(p=0,57)
<i>Pago Acciones (%)</i>	12,85		33,59	10,42		30,60	(p=0,45)
<i>Pago Efectivo (%)</i>	73,57		44,25	69,70		46,03	(p=0,40)
<i>Pago Mixto (%)</i>	13,57		34,37	19,86		39,97	(p=0,11)
<i>F&A Transnacional (%)</i>	60,00		49,16	48,53		50,06	(p=0,03)**
<i>Múltiples Compradoras (%)</i>	1,43		11,90	2,93		16,90	(p=0,34)
<i>Adquisición Total (%)</i>	97,14		16,72	97,11		16,89	(p=0,97)
<i>OPA (%)</i>	15,71		36,52	17,58		38,13	(p=0,63)

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

5.4. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

La metodología aplicada para analizar la decisión de realizar una F&A de diversificación y su valoración por los accionistas de la adquirente es Heckman en dos etapas. Esta metodología permite considerar que la decisión de diversificación puede ser endógena y el posible sesgo de selección cuando se consideran sólo las F&As que diversifican la actividad.

La decisión de entrar en un nuevo negocio mediante la realización de una F&A puede estar determinada por la estructura de propiedad de la adquirente, el entorno legal e institucional y las características de la empresa. Consideramos que la decisión de diversificación puede ser endógena, y su efecto sobre la valoración de los accionistas de la adquirente podría estar recogiendo la influencia de las propias características de la empresa, más que la influencia de las características de la diversificación en sí misma. El coeficiente estimado de la diversificación podría ser sesgado en la estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), debido a la correlación entre los determinantes de la decisión de diversificación y el término de error. Con el objetivo de examinar si, efectivamente, la endogeneidad es relevante en el estudio de las F&As que diversifican la actividad, corregimos la posible endogeneidad y sesgo de selección, siguiendo la metodología de Heckman en dos etapas.

En la primera etapa del modelo, se estiman los determinantes de la decisión de entrar en un nuevo negocio mediante las operaciones de F&As, frente a la alternativa de una F&A en el mismo sector de actividad, estimando un modelo *probit*. Empleamos como instrumento, la presencia de la empresa adquirente en uno, o varios negocios antes de la operación de F&A, siguiendo el trabajo de Lin y Su (2008). La no diversificación de la actividad antes de la F&A, incrementa la predisposición de los directivos de la adquirente a entrar en un nuevo negocio, para diversificar el riesgo global de la empresa.

En la segunda etapa, se examinan los determinantes de la valoración de los accionistas de la empresa adquirente por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Se incluye también la *lambda* de Heckman, o inversa del ratio de Mill's para corregir por el posible sesgo de selección y endogeneidad de la decisión de emprender una F&A que diversifica frente a una F&A que no diversifica.

5.4.1. Determinantes de las F&As de Diversificación

En la primera etapa de la estimación, se examina si la estructura de propiedad de la empresa adquirente y el entorno legal e institucional influyen sobre la probabilidad de llevar a cabo una F&A de diversificación, frente a una F&A en el mismo sector de actividad. La especificación del modelo econométrico explicativo es la siguiente:

$$\begin{aligned}
 Prob (F\&A \text{ Diversificación})_i = & \alpha_0 + \alpha_1 Entorno \text{ Legal e Institucional}_i + \\
 & + \alpha_2 Propiedad_i + \\
 & + \alpha_3 Adquirente \text{ No Diversificada}_i + \\
 & + \alpha_4 Características \text{ Empresas}_i + \\
 & + \alpha_5 Características \text{ Operación}_i + \\
 & + \alpha_6 Dummies \text{ Industria}_i + \\
 & + \alpha_7 Dummies \text{ País}_i + \\
 & + \alpha_8 Dummies \text{ Año}_i + \\
 & + Error_{ij}
 \end{aligned}$$

La variable dependiente es la probabilidad de que la empresa adquirente i realice una operación de F&A de diversificación.

De acuerdo con las hipótesis planteadas en el apartado 5.2, el entorno legal e institucional puede condicionar la intensidad de los conflictos de agencia y asimetrías informativas de los distintos países. En entornos con mayor calidad legal e institucional, cabría esperar que las F&A de diversificación motivadas por el interés oportunista de los directivos, o de los accionistas mayoritarios, sea menor. Asimismo, en estos entornos, los costes de acceder a financiación externa son menores que entornos con peor calidad legal e institucional, lo que hace menos atractivo para las empresas la creación de mercados de capitales internos. En este sentido, esperaríamos un efecto negativo de la variable *Entorno Legal e Institucional_i* sobre la decisión de realizar una F&A de diversificación (*hipótesis 5*).

La literatura proporciona argumentos que sostienen que mayor concentración de la *Propiedad_i* en la empresa adquirente incrementa el control directivo, reduciendo la probabilidad de realizar operaciones de diversificación motivadas por el interés directivo de reducir el riesgo global de la empresa y asegurar su empleo en la misma (Lins y Servaes, 1999; Chen y Ho, 2000). Por el contrario, mayor concentración de la propiedad incrementa la probabilidad de realizar F&As de diversificación, ya que los grandes accionistas consiguen reducir su riesgo idiosincrático (Amihud y Lev, 1981).

Se incluye la variable *Adquirente No Diversificada_i*, que toma el valor 1 si la empresa adquirente sólo está presente en un sector de actividad antes de la operación de F&A, y 0, cuando ya es una empresa diversificada. Se espera que las empresas no diversificadas antes de la operación emprendan más operaciones de F&A diversificadas, con el objetivo de reducir el riesgo global de la empresa asociados a un solo negocio (Lin y Su, 2008).

Como variables de control incluimos las *Características de la Empresa_i* adquirente, que los diferentes estudios han considerado como determinantes de dicha decisión, definidas en el capítulo 3, apartado 3.4.4.

- Incluimos la variable *cash flow*. De acuerdo con los argumentos planteados por los estudios previos, peores resultados, aproximado por la variable *cash flow* disponible, incrementan los incentivos a entrar en nuevos negocios, que permitan incrementar los beneficios empresariales (Berger y Ofek, 1995; Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004, 2004b; Doukas y Kan, 2008).
- Se tienen en cuenta las *oportunidades de crecimiento* de la empresa. Menores oportunidades de crecimiento, aproximadas por el ratio *Market to Book*, incentivan la entrada en nuevos negocios en búsqueda de nuevas oportunidades (Villalonga, 2004).
- Se considera el nivel de *endeudamiento* de la empresa adquirente, con el objetivo de capturar el efecto de control sobre el comportamiento directivo. Mayores niveles de deuda cabe esperar que reduzcan las F&As de diversificación motivadas por el oportunismo directivo (Jensen, 1986).
- Se incorporan los *activos tangibles* de la empresa, con el objetivo de analizar si las empresas con menores inversiones en activos intangibles tienen más incentivos a invertir en otras industrias, con el objetivo de beneficiarse de este tipo de activos en otras industrias (Morck y Yeung, 1998).
- Incluimos el *tamaño* de la empresa adquirente. Empresas con mayor tamaño tienen mayor capacidad para realizar operaciones de diversificación (Berger y Ofek, 1995; Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004).

Como *Características de la Operación_i*, se incluye una variable que aproxima si la F&A es *transnacional o doméstica*. La integración de las economías puede haber cambiado los costes y beneficios de la diversificación industrial y geográfica. La apertura de los mercados puede incrementar la diversificación geográfica, reduciendo la diversificación industrial, pues la competencia a nivel global puede forzar a que algunas empresas dirijan sus recursos a un solo negocio. Si esto es así, la diversificación geográfica puede ser un sustituto de la diversificación industrial. Por el contrario, ambos tipos de diversificación podrían ser complementarios (Denis, Denis y Yost, 2002).

Se incluyen también las variables *dummy* para cada país, sector y año con el objetivo de controlar los efectos fijos asociados al país, sector y año.

Planteamos un modelo *probit*, para estimar la probabilidad de que la empresa adquirente realice un F&A de diversificación.

5.4.2. Resultados Obtenidos: Determinantes de las F&As de Diversificación

De acuerdo con las hipótesis planteadas, en el apartado 5.2 de este capítulo y el modelo que se acaba de presentar, se analiza la influencia de la estructura de propiedad y el entorno legal e institucional de la empresa adquirente sobre la decisión de realizar una F&A que diversifique.

La tabla 15 muestra la estimación de la probabilidad de realizar una F&A de diversificación frente a una operación de no diversificación, estimando un modelo *probit* (primera etapa del modelo). En los modelos (1) a (3) se incluye como variable de propiedad el porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario. En los siguientes modelos, la variable propiedad es una variable *dummy* que toma el valor 1 si el porcentaje de propiedad supera el veinte por ciento, siguiendo Fauver et al. (2003). Se observa que la variable propiedad y derechos de control del accionista mayoritario de la empresa adquirente no es significativa, indicando que no predomina ni el efecto positivo asociado al mayor control directivo (Lins y Servaes, 1999; Chen y Ho, 2000), ni el efecto negativo asociado a los incentivos de los accionistas mayoritarios a diversificar el riesgo idiosincrático de sus inversiones mediante las F&As (Amihud y Lev, 1981). Se repitieron las estimaciones considerando la variable de propiedad al cuadrado y también dicha variable elevada al cubo. Estas variables no resultaron tampoco significativas.

Respecto a la influencia del entorno legal e institucional, se observa en los modelos (2) (3), (5) y (6) que mayor protección del accionista minoritario y mayor protección del acreedor influyen negativamente en la probabilidad de realizar una F&A de diversificación. Estos resultados son consistentes con los argumentos de mayor control directivo y mayor acceso a financiación cuando los inversores están más protegidos, de manera que se reducen los costes de acceder a financiación externa, siendo menos necesario el mercado de capitales interno. Asimismo, en países con fuerte protección del inversor se reduce el comportamiento oportunista de los directivos ligado a la realización de F&A de diversificación.

En cuanto a las características de las empresas y de la operación, se observa un coeficiente positivo y significativo de la variable relativa a la presencia de la adquirente en un solo sector de actividad. Este resultado es consistente con la predisposición de estas empresas a diversificar el riesgo global de la empresa (Lin y Su, 2008). Se observa también que mayor endeudamiento reduce las F&As de diversificación, consistente con el mayor control directivo en empresas con mayores ratios de endeudamiento (Jensen, 1986). La variable transnacional se observa que influye positivamente en la decisión de realizar una F&A de diversificación. Estos resultados ponen de manifiesto que las F&A de diversificación industrial y transnacional son complementarias, no sustitutivas (Denis et al., 2002).

Tabla 15. Determinantes de las F&As de Diversificación (1ª Etapa Modelo Probit) (I)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007). Se distinguen: F&A que diversifican y F&A de no diversifican la actividad. La variable dependiente es la probabilidad de que la empresa adquirente adquiera una empresa en un sector no relacionado (diferentes 2 primeros dígitos código SIC, siguiendo Berger y Ofek (1995, 1996)). La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
<i>Propiedad</i>	+/-	0,1129 (0,28)	0,1157 (0,29)	0,0917 (0,23)	0,0518 (0,30)	0,0533 (0,31)	0,0509 (0,29)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente							
<i>Protección Accionista Adquirente</i>	-	-0,7132 (-1,57)			-0,7189 (-1,57)		
<i>Protección Accta. Min. Adquirente</i>	-		-4,7524* (-1,77)			-4,7873* (-1,77)	
<i>Protección Acreedor Adquirente</i>	-			-1,1242* (-1,73)			-1,1392* (-1,74)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación							
<i>Adquirente No Diversificada</i>	+	0,4887** (2,67)	0,4867*** (2,67)	0,4879*** (2,67)	0,4865*** (2,65)	0,4843*** (2,64)	0,4852*** (2,65)
<i>Cash Flow</i>	-	0,2033 (0,35)	0,2171 (0,37)	0,2248 (0,38)	0,2049 (0,35)	0,2187 (0,37)	0,2270 (0,39)
<i>Market to Book</i>	-	0,0261 (0,68)	0,0269 (0,69)	0,0270 (0,70)	0,0264 (0,69)	0,0272 (0,70)	0,0275 (0,71)
<i>Endeudamiento</i>	-	-0,9951* (-1,73)	-1,0129* (-1,76)	-1,0054* (-1,74)	-0,9971* (-1,73)	-1,0153* (-1,76)	-1,0098* (-1,75)
<i>Activos Tangibles</i>	+	-1,0202 (-1,49)	-1,0298 (-1,50)	-1,0325 (-1,51)	-1,0209 (-1,49)	-1,0304 (-1,50)	-1,0330 (-1,51)
<i>Tamaño Adquirente</i>	+	-0,0347 (-0,20)	-0,0293 (-0,17)	-0,0329 (-0,19)	-0,0289 (-0,17)	-0,0232 (-0,13)	-0,0272 (-0,16)
<i>Transnacional</i>	+/-	0,6294*** (3,15)	0,6406*** (3,19)	0,6405*** (3,18)	0,6302*** (3,15)	0,6416*** (3,20)	0,6413*** (3,19)
<i>Intercepto</i>		0,4860 (0)	0,7065 (0)	-0,2147 (0)	0,4644 (0)	0,6844 (0)	-0,2420 (0)
<i>Dummies Años</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies Industria</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies País</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		150,28	167,47	145,23	226,65	224,89	188,31
Prob>chi2		0,0064	0,0082	0,0121	0,000	0,0000	0,0000
Observaciones		418	418	418	418	418	418

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

5.4.3. Determinantes de la Valoración de las F&As de Diversificación por los Accionistas de la Adquirente

En la segunda etapa de la estimación se analiza la influencia de la diversificación sobre la valoración de las F&As, y si este efecto varía dependiendo de la estructura de propiedad de la empresa adquirente y del entorno legal e institucional. El modelo explicativo se define de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 CAR\ F\&A\ Diversificación_{ij} = & \alpha_0 + \alpha_1 Entorno\ Legal\ e\ Institucional_i + \\
 & + \alpha_2 Propiedad_i + \\
 & + \alpha_3 Entorno\ Legal\ e\ Institucional * Propiedad_i + \\
 & + \alpha_4 Características\ Empresas_i + \\
 & + \alpha_5 Características\ Operación_i + \\
 & + \alpha_6 Dummies\ Industria_i + \\
 & + \alpha_7 Dummies\ País_i + \\
 & + \alpha_8 Dummies\ Año_i + \\
 & + Error_{ij}
 \end{aligned}$$

La variable dependiente es la rentabilidad anormal obtenida por los accionistas de la empresa adquirente i , en el intervalo j en torno a la fecha de anuncio de la operación de F&A. El modelo así definido permite examinar la influencia de la diversificación sobre la valoración de los accionistas de la empresa adquirente. Asimismo, se examina si la valoración varía dependiendo de la estructura de propiedad de la adquirente y el entorno legal e institucional.

El primer término, se corresponde con el vector de variables *Entorno Legal e Institucional* _{i} , que recoge aquellas variables que aproximan la calidad legal e institucional de un país, con el objetivo de contrastar las hipótesis planteadas en el apartado 5.2. En entornos con peor calidad legal e institucional, las F&As crean riqueza para los accionistas de la adquirente, al superarse las dificultades de financiación en los mercados de capitales externos con la creación del mercado de capitales internos (*hipótesis 6.a*). Por el contrario, los mayores conflictos de agencia pueden conllevar que estas operaciones destruyan valor para los accionistas de la adquirente (*hipótesis 6.b*). Las variables del entorno legal e institucional se incluyen alternativamente para evitar problemas de multicolinealidad, dada la elevada correlación entre ellas (ver tabla A.3.1. de correlaciones en el anexo, al final de la tesis).

La variable *Propiedad* _{i} aproxima el porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario. Este término permite analizar si la mayor concentración de la propiedad aumenta el control directivo en las F&As de diversificación, o si por el contrario, los accionistas de control promueven estas operaciones para diversificar el riesgo de la cartera de inversión de los accionistas mayoritarios.

El término de interacción *Entorno Legal e Institucional*Propiedad* _{i} nos permite analizar si mayor concentración de la propiedad en entornos con peor calidad legal e

institucional actúa como mecanismo de control directivo o, por el contrario, incrementa los costes de agencia en las empresas, en la medida que los accionistas mayoritarios persigan la obtención de beneficios privados con la operación de F&A que diversifica la actividad (*hipótesis 7.a y 7.b*), planteado en el apartado 5.2.

Características de las Empresas_i, engloba aquellas características de la adquirente y de la adquirida que la literatura previa ha considerado como relevantes en el estudio de la valoración de las F&As y que son: el oportunismo directivo, aproximado por el *cash flow* disponible de la adquirente; las oportunidades de crecimiento de la adquirente, aproximado por el ratio *Market to Book*; el nivel de endeudamiento de la adquirente; la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente previa al anuncio de la operación (*runup*); el tamaño de la adquirente; el tamaño relativo de la adquirida y que la adquirida sea no cotizada (relaciones esperadas comentadas en el capítulo 3, apartado 3.4.4).

El vector de variables *Características de la Operación_i* recoge las variables relativas al método de pago empleado en la operación, que la operación sea transnacional o doméstica, la actitud de la adquirida ante la compra, la existencia de múltiples compradoras, la adquisición total de la adquirida y si la operación fue una oferta pública de adquisición (OPA). Estas variables permiten controlar por el efecto asociado al tipo de operación (relaciones esperadas comentadas en el capítulo 3, apartado 3.4.4).

Se incluyen también las variables *dummy* para cada país, sector y año, con el objetivo de controlar los efectos fijos asociados al país, sector y año.

En último término, se incluye la *lambda* de Heckman, que captura el efecto sobre la valoración de las F&As por los accionistas de la empresa adquirente de todas las diferencias no medidas entre las adquisiciones de diversificación y no diversificación. Incorporar la *lambda* al modelo permite contrastar la presencia de endogeneidad y sesgo de selección.

5.4.4. Resultados Obtenidos: Determinantes de la Valoración de las F&As de Diversificación por los Accionistas de la Adquirente

En la tabla 16, se presentan los resultados de la estimación de los determinantes de la valoración de las F&As de diversificación por los accionistas de la empresa adquirente.

Se observa que mayor porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario influye positivamente en la valoración de las F&As de diversificación, de acuerdo con mayor control directivo en empresas con propiedad concentrada.

Respecto al entorno legal e institucional del país de la adquirente se observa que las F&A que diversifican la actividad se valoran peor en entornos con fuerte calidad legal e institucional, de acuerdo con los mayores beneficios de los mercados de capitales internos en países con débil calidad legal e institucional. Estos resultados apoyan la *hipótesis 6.b (mercados capitales internos)* frente a la *hipótesis 6.a (oportunisto directivo o de los accionistas mayoritarios)*.

El término de interacción entre el entorno legal e institucional y la propiedad de la empresa adquirente tiene un efecto negativo en la valoración de las F&A de diversificación por los accionistas de la empresa adquirente. Este resultado está de acuerdo con un mayor control directivo en países con débil calidad legal e institucional, según lo planteado en la *hipótesis 7.a (control directivo)*, frente a la *hipótesis 7.b (beneficios privados)*.

Por lo que se refiere a las características de las empresas y de la operación, se observa que mayor endeudamiento influye negativamente en la valoración de las F&As de diversificación. El mayor tamaño de la adquirida influye positivamente, asociándose este efecto a las menores asimetrías informativas para la empresa adquirente sobre la empresa adquirida cuando ésta es de mayor tamaño. Que la adquirida no cotice en un mercado de valores influye también positivamente en la valoración, de acuerdo con los menores costes de adquisición derivados de la menor competencia en la compra de estas empresas. Que la operación sea amistosa es también valorado positivamente por los accionistas cuando con la F&A se diversifica la actividad de la empresa. Asimismo, los accionistas valoran positivamente las operaciones de diversificación cuando la operación es transnacional.

La *lambda* de Heckman es significativa, indicando que la decisión de diversificación es endógena y existe sesgo de selección.

Los resultados observados son robustos para intervalos más amplios como el (-10,+10) ó el (-20,+20) días en torno al anuncio de la operación de F&A.

Tabla 16. Valoración de las F&As de Diversificación (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (I)

La muestra incluye 140 F&A de diversificación anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007). La variable dependiente es la rentabilidad anormal de los accionistas de la empresa adquirente, 5 días en torno a la fecha de anuncio de la F&A de diversificación, en el intervalo (-2,+2). La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
<i>Propiedad</i>	+/-	0,2343*	0,2482***	0,1443*	0,2021***	0,1678***	0,1331***
		(1,70)	(2,67)	(1,64)	(3,78)	(4,44)	(3,50)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente							
<i>Protección Accionista Adquirente</i>	+/-	-0,1113*			-0,1112**		
		(-1,68)			(-2,00)		
<i>Protección Accta. Min. Adquirente</i>	+/-		-0,6017			-0,5911*	
			(-1,56)			(-1,70)	
<i>Protección Acreedor Adquirente</i>	+/-			-0,1268			-0,1340
				(-1,29)			(-1,50)
Panel C: Interacciones Propiedad y Entorno Legal e Institucional							
<i>Propiedad* Protección Accionista Adquirente</i>	+/-	-0,0281			-0,0304***		
		(-1,31)			(-3,89)		
<i>Propiedad* Protección Accta. Min. Adquirente</i>	+/-		-0,2062**			-0,1586***	
			(-2,37)			(-5,05)	
<i>Propiedad*Protección Acreedor Adquirente</i>	+/-			-0,0211			-0,0290***
				(-1,17)			(-4,14)
Panel D: Características de las Empresas y de la Operación							
<i>Cash Flow</i>	-	0,0423	0,0656	0,0354	0,0795	0,1083*	0,0877
		(0,55)	(0,89)	(0,46)	(1,25)	(1,66)	(1,25)
<i>Market to Book</i>	+/-	-0,0003	-0,0007	0,0012	-0,0020	-0,0013	0,0034
		(-0,04)	(-0,10)	(0,16)	(-0,30)	(-0,20)	(0,46)
<i>Endeudamiento</i>	-	-0,2705**	-0,2844**	-0,2674*	-0,2736***	-0,3082***	-0,2859***
		(-2,92)	(-3,18)	(-2,80)	(-3,50)	(-3,83)	(-3,27)
<i>Runup</i>	+/-	0,5007	0,4787	0,4242	0,7002*	0,7198*	0,6992
		(1,03)	(1,04)	(0,86)	(1,67)	(1,72)	(1,53)
<i>Tamaño Adquirente</i>	-	-0,0083	-0,0080	-0,0079	-0,0083	-0,0103	-0,0047
		(-0,33)	(-0,34)	(-0,31)	(-0,39)	(-0,48)	(-0,20)
<i>Tamaño Relativo Adquirida</i>	+/-	0,1713***	0,1695***	0,1698***	0,1860***	0,1878***	0,1850***
		(6,80)	(7,01)	(6,56)	(8,64)	(8,58)	(7,87)
<i>No Cotizada</i>	+	0,0511*	0,0628**	0,0565*	0,0499*	0,0731***	0,0718**
		(1,74)	(2,27)	(1,92)	(2,01)	(2,91)	(2,64)
<i>Amistosa</i>	+	0,2587*	0,2749*	0,3021**	0,2598**	0,2957**	0,3410**
		(1,80)	(1,98)	(2,05)	(2,13)	(2,39)	(2,55)
<i>Acciones</i>	-	-0,0092	-0,0020	-0,0147	0,0043	0,0093	-0,0009
		(-0,31)	(-0,07)	(-0,49)	(0,17)	(0,37)	(-0,03)
<i>Transnacional</i>	+/-	0,0959**	0,0967**	0,0959**	0,0893**	0,0944**	0,0981**
		(2,28)	(2,39)	(2,23)	(2,50)	(2,59)	(2,49)
<i>Múltiples Compras</i>	-	-0,0211	-0,0513	-0,0389	-0,0458	-0,0807	-0,0696
		(-0,29)	(-0,70)	(-0,50)	(-0,74)	(-1,26)	(-1,01)
<i>Total Adquisición</i>	+	0,0673	0,0525	0,0913	0,0330	0,0170	0,0558
		(0,79)	(0,64)	(1,05)	(0,45)	(0,23)	(0,69)
<i>OPA</i>	-	-0,0134	-0,0043	-0,0118	-0,0188	-0,0041	-0,0148
		(-0,43)	(-0,15)	(-0,38)	(-0,72)	(-0,16)	(-0,52)
<i>Intercepto</i>		-0,0584	-0,0898	-0,2543	-0,1199	-0,1188	-0,3541
		(-0,19)	(-0,32)	(-1,05)	(-0,49)	(-0,47)	(-1,52)
<i>Lambda (λ)</i>		0,1159*	0,1106*	0,1178	0,0945	0,0986	0,1069*
		(1,66)	(1,68)	(1,64)	(1,58)	(1,64)	(1,65)
<i>Dummies Años</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies Industria</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies País</i>		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		150,28	167,47	145,23	226,65	224,89	188,31
Prob>chi2		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observaciones		134	134	134	134	134	134

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

5.5. CONCLUSIONES

La valoración de la diversificación de la actividad a través de las operaciones de F&A continúa siendo controvertida en la literatura financiera. Los estudios previos han asociado la valoración negativa de estas operaciones con problemas de agencia entre accionistas y directivos, o entre accionistas minoritarios y mayoritarios. Por su parte, la valoración positiva de los accionistas de la empresa adquirente cuando se diversifica la actividad a través de las F&As se relaciona con los beneficios del mercado de capitales interno generado en la empresa. Sin embargo, los estudios previos no han tenido en cuenta que los beneficios de la creación de un mercado de capitales interno a través de las F&As, pueden ser menores en aquellos países con fuerte calidad del entorno legal e institucional, ya que existen menores restricciones para acceder a los mercados de capitales externos que las que existen en países con débil calidad legal e institucional. Asimismo, la estructura de propiedad de las empresas adquirentes puede condicionar dicha relación, pues mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente puede reducir los problemas de agencia entre accionistas y directivos, o, por el contrario, dar lugar a conflictos de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, cuando se toman decisiones de diversificación de la actividad a través de F&As.

Los resultados obtenidos sobre la muestra de 447 F&As realizadas por empresas europeas con empresas de cualquier parte del mundo, durante el período 2002-2007, indican que mejor calidad legal e institucional en el país de la empresa adquirente se relaciona negativamente con la realización de F&As de diversificación. Este resultado es consistente con la preferencia por operaciones de F&A que diversifiquen su actividad, en aquellos entornos con peor calidad legal e institucional, debido a los mayores conflictos de agencia y a la mayor necesidad de crear un mercado de capitales interno en la empresa, para superar las restricciones de acceso a financiación en los mercados de capitales externos (*hipótesis 5*).

Asimismo, después de controlar por el posible sesgo de selección y el carácter endógeno de la decisión de realizar una F&A de diversificación, observamos que los accionistas de la empresa adquirente valoran negativamente las operaciones de F&A que diversifican la actividad cuando es mejor el entorno legal e institucional de la empresa adquirente, de acuerdo con los argumentos de los beneficios de la creación de un mercado de capitales interno. En países con menor calidad legal e institucional, la creación de mercados de capitales internos es más beneficiosa, al facilitar a las empresas el acceso a financiación (*hipótesis 6.b. mercados de capitales internos*). La mayor concentración de la propiedad de la empresa adquirente tiene un efecto positivo en la valoración de las F&As cuando éstas son de diversificación de la actividad, de acuerdo con un mayor control directivo en estas empresas. En países con débil calidad legal e institucional, mayor concentración de la propiedad tiene un efecto positivo, de acuerdo con mayores beneficios por el desarrollo de “mercados de capitales internos”, generados a través de la diversificación (*hipótesis 7.a. control directivo*).

En resumen, los resultados ponen de manifiesto que dominan los beneficios de la creación de un mercado de capitales interno en la empresa a través de la diversificación,

de acuerdo con los argumentos planteados por la teoría de los costes de transacción, en lugar de los argumentos asociados a los conflictos de agencia, relativos a los mayores costes de agencia en las empresas diversificadas.

CAPITULO 6

**FUSIONES Y ADQUISICIONES
TRANSNACIONALES**

6.1. INTRODUCCIÓN

En este último capítulo del estudio empírico se analizan las F&As transnacionales, examinando conjuntamente la influencia de la estructura de propiedad y de las diferencias entre el entorno legal e institucional tanto sobre la valoración de estas operaciones por los accionistas de la adquirente, como sobre la propia decisión del ámbito geográfico de la F&A, esto es, teniendo en cuenta que la decisión de adquirir una empresa en otro país puede ser endógena.

Los estudios previos no muestran resultados concluyentes sobre la valoración de las F&As transnacionales por los accionistas de la adquirente. La valoración positiva se asocia a los beneficios de estas operaciones en términos de acceso a los mercados internacionales y a las transferencias de gobierno corporativo entre empresas (Francis et al., 2008; Martynova y Renneboog, 2008, entre otros). Por el contrario, la valoración negativa se relaciona con los mayores conflictos de agencia y asimetrías informativas con las empresas objetivo extranjeras (Moeller y Schlingemann, 2005).

La mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente puede conllevar mayor control directivo, o, por el contrario, dar lugar a conflictos de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, pues los primeros pueden perseguir diversificar internacionalmente sus inversiones sin tener en cuenta que la F&A transnacional no genera valor para el resto de accionistas. La mejor calidad legal e institucional en el país de la empresa adquirente respecto al de la adquirida, permite a la empresa adquirente beneficiarse de unos precios de compra inferiores a los de su país de origen y de la transferencia de mejores prácticas de gobierno corporativo a la empresa adquirida. Sin embargo, la adquisición de empresas en entornos con peor calidad legal e institucional puede dificultar la operación y conllevar riesgos operativos para la empresa adquirente, reflejándose ello en una valoración negativa de los accionistas.

6.2. F&As TRANSNACIONALES: HIPÓTESIS

La decisión de comprar una empresa en otro país puede depender del oportunismo directivo para incrementar el tamaño de la empresa y para diversificar el riesgo de sus directivos (Jensen, 1986). Las operaciones de F&A entre diferentes países llevan asociados mayores problemas de asimetría informativa que las operaciones domésticas (Denis, Denis y Yost, 2002). En este sentido, el mayor control directivo cuando hay accionistas mayoritarios en la empresa podría desincentivar las F&As transnacionales motivadas por el oportunismo directivo (*control directivo*).

Sin embargo, al igual que en las operaciones de diversificación de la actividad, los accionistas mayoritarios podrían estar interesados en realizar operaciones de F&A transnacionales, para diversificar internacionalmente sus inversiones. Estas operaciones podrían ser beneficiosas desde el punto de vista de los accionistas mayoritarios, pero no generar riqueza para los accionistas minoritarios (Doukas y Travlos, 1988; Denis et al., 2002). Según este argumento, mayor concentración de la propiedad cabe esperar que se valore negativamente en las operaciones de F&A transnacional (*beneficios privados*). Dado que la mayor concentración de la propiedad puede dar lugar a dos efectos contrapuestos, planteamos las siguientes hipótesis:

Hipótesis 8.a (control directivo): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán positivamente las F&As transnacionales cuanto mayor es el porcentaje de propiedad de los accionistas mayoritarios.*

Hipótesis 8.b (beneficios privados): *Los accionistas de la empresa adquirente valorarán negativamente las F&As transnacionales cuanto mayor es el porcentaje de propiedad de los accionistas mayoritarios.*

Por consiguiente, la mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente puede conllevar mayor control directivo o mayores conflictos de agencia cuando se emprenden operaciones de F&A transnacional. La influencia de la concentración de la propiedad sobre la valoración de las F&A transnacionales realizada por los accionistas de la adquirente es, por tanto, una cuestión empírica.

Además, el entorno legal e institucional de la empresa adquirente puede condicionar la decisión de realizar una F&A transnacional, así como la valoración que realicen de la operación los accionistas de la empresa adquirente. La evidencia empírica previa pone de manifiesto mayor frecuencia de operaciones transnacionales en entornos con débil calidad legal e institucional (Rossi y Volpin, 2004). En dichos entornos, las empresas pueden tener incentivos a acceder a los mercados internacionales, con el objetivo de satisfacer las oportunidades de crecimiento no realizadas en sus mercados domésticos (Bekaert et al., 2006). Además, la entrada en países con mejor calidad legal e institucional puede permitir a las empresas adquirentes adherirse a sistemas de gobierno corporativo caracterizados por mayor protección del inversor, lo que reporta beneficios en términos de mejora de gobierno corporativo para los accionistas (Reese y Weisbach, 2002; Rossi y Volpin, 2004). Asimismo, el acceso a los mercados de capitales internacionales facilita la disponibilidad de fondos a las empresas, limitadas en los

mercados de capitales domésticos. De acuerdo con estos argumentos, cabe esperar mayor frecuencia de F&As transnacionales cuanto menor es la calidad del entorno legal e institucional de la adquirente.

Además de sobre la decisión de realizar una F&A transnacional, el entorno legal e institucional y, más concretamente, las diferencias entre la calidad del entorno legal e institucional del país de la adquirente y de la adquirida, cabe esperar que también afecte a la valoración de las F&As transnacionales por los accionistas de la adquirente. La evidencia empírica disponible ha puesto de manifiesto la interrelación entre la valoración de las F&A transnacionales y las diferencias entre el entorno legal e institucional de la adquirente y la adquirida (Bris y Cabolis, 2008; Martynova y Renneboog, 2008). Menor calidad legal e institucional en el país de la empresa adquirida puede ser una fuente de ganancias para la empresa adquirente, dado que: (i) proporciona acceso a financiación menos costosa para la empresa adquirida, mediante el mercado de capitales interno creado por la adquirente (Francis et al., 2008); (ii) permite mejorar las prácticas de gobierno corporativo de la empresa adquirida, generando valor para ambas empresas y reduciendo el oportunismo directivo (Hagendorff et al., 2007; Martynova y Renneboog, 2008). Sin embargo, en entornos con menor calidad legal e institucional, la concentración de la propiedad en las empresas cotizadas cabe esperar que sea más habitual, lo que conlleva que estas empresas demanden precios de venta más elevados, para compensar la pérdida de beneficios privados del control (Bris y Cabolis, 2008).

Por el contrario, otros estudios muestran que la mejor calidad legal e institucional del país de la adquirida incrementa el precio pagado en la operación, pues las empresas adquiridas demandan mayores primas para compensar la adopción de peores sistemas de gobierno corporativo (Stark y Wei, 2004; Kuipers et al., 2009). Si bien la mejor calidad legal e institucional del entorno de la adquirida puede conllevar incrementos en los costes de transacción, el trabajo de Martynova y Renneboog (2008) pone de manifiesto que el mejor entorno de la empresa adquirida puede ser fuente de valor para la adquirente, ya que ésta puede adoptar voluntariamente las mejores prácticas de gobierno corporativo de la adquirida.

La falta de consenso en los estudios previos, así como los cambios regulatorios de gobierno corporativo, acontecidos en los últimos años, tras la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* (2002), en EEUU, o las recomendaciones de *Cadbury* en Reino Unido, a los que se hizo referencia en el capítulo 2, nos lleva a plantear dos hipótesis contrapuestas en relación a cómo las diferencias entre entornos afectan a la valoración de las F&As transnacionales, pues hay argumentos tanto a favor de los mayores beneficios cuando hay diferencias entre el entorno de la adquirente y de la adquirida, como a favor de los mayores costes de adquisición.

En entornos con débil calidad legal e institucional, los mercados de control corporativo son menos activos y competitivos, lo que incrementará la probabilidad de encontrar empresas infravaloradas en dichos países. Los menores costes en la compra, derivados de la posible infravaloración de las empresas, pueden considerarse una fuente de valor para las empresas adquirentes, procedentes de entornos con mejor calidad legal e institucional. Asimismo, de acuerdo con la ley internacional, la adquisición del cien por

cien de una empresa obliga a ésta a adoptar las prácticas de gobierno corporativo de la adquirente, lo que redundará en mejoras de eficiencia y creación de valor para ambas empresas (Starks y Wei, 2004; Moeller y Schlingemann, 2005; Bris y Cabolis, 2008; Martynova y Renneboog, 2008; Kuipers et al., 2009) (*bajos costes de adquisición*).

La aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) de EEUU, en 2002, ha endurecido la regulación en relación al acceso a los mercados estadounidenses por parte de las empresas extranjeras. Esta regulación ha sido trasladada a países europeos (Enriques y Volpin, 2007), y pueden conllevar el incremento en los costes de adquisición, para empresas procedentes de entornos con sistemas de gobierno corporativo más permisivos en cuanto a la protección del inversor (Goergen y Renneboog, 2008). Asimismo, la mayor actividad y competencia en los mercados de control corporativo reducen la probabilidad de encontrar empresas infravaloradas. Todo ello redundará en menores ganancias para la empresa adquirente, cuando ésta procede de un entorno con débil calidad legal e institucional.

Por el contrario, la adquisición de empresas en entornos con débil calidad legal e institucional puede dar lugar a mayores dificultades operativas y reducir las ganancias para la empresa adquirente. En estos entornos, pueden existir restricciones a la entrada de empresas extranjeras, lo que dificultará el acceso a estos países, en un primer momento, y la actividad, una vez la empresa adquirente lleve a cabo la operación. Además, la menor calidad institucional puede dar lugar a menor efectividad de los contratos, *ex ante* y *ex post*, entre las empresas, en lo que se refiere a los términos de la operación (Dahlquist, Pinkowitz, Stulz y Williamson, 2003). Asimismo, en dichos entornos las empresas adquiridas pueden exigir mayores primas por la venta de sus acciones, pues, dicha prima ha de compensar los beneficios privados a los que renuncian los accionistas de la adquirida por vender sus acciones (Bris y Cabolis, 2008). De acuerdo, con estos argumentos cabe esperar una valoración negativa de las F&A transnacionales por los accionistas de la adquirente cuando se adquieren empresas en entornos con peor calidad legal e institucional (*altos costes de adquisición*).

La existencia de argumentos contrapuestos, sobre la influencia que tienen las diferencias entre el entorno legal e institucional de la adquirente y de la adquirida sobre la valoración de las F&As transnacionales, nos lleva a plantear las siguientes hipótesis:

Hipótesis 9.a (bajos costes de adquisición): *Los accionistas de la empresa adquirente valoran positivamente las F&As transnacionales, si la adquirida pertenece a un entorno con peor calidad legal e institucional que la adquirente.*

Hipótesis 9.b (altos costes de adquisición): *Los accionistas de la empresa adquirente valoran negativamente las F&As transnacionales, si la adquirida pertenece a un entorno con peor calidad legal e institucional que la adquirente.*

Por consiguiente, los accionistas de la empresa adquirente valorarán positiva o negativamente la adquisición de empresas en países con peor calidad legal e institucional, dependiendo de los costes de la adquisición. Por tanto, al igual que la influencia de la propiedad de la adquirente sobre la valoración de las F&As

transnacionales, la influencia de las diferencias entre el entorno legal e institucional de las empresas es, por tanto, una cuestión empírica.

6.3. DESCRIPCIÓN DE LAS F&As SEGÚN SEAN TRANSNACIONALES O DOMÉSTICAS

El contraste empírico de las hipótesis planteadas en el apartado anterior sobre la valoración de las F&As transnacionales, al igual que en los capítulos precedentes, se realiza sobre la base de datos de las operaciones de F&A anunciadas por empresas europeas no financieras, en el período 2002-2007. La empresa adquirida puede ser cotizada, o no cotizada, y estar localizada en cualquier parte del mundo (ver capítulo 3, apartado 3.3.1).

La muestra final la componen 447 operaciones de F&A, en 32 países (tabla 17) y 56 sectores de actividad (2 primeros dígitos código SIC). 233 operaciones son F&As transnacionales, mientras que 214 se corresponden con operaciones realizadas entre empresas del mismo país.

Esta base de datos internacional, que considera la adquirida de cualquier parte del mundo e incluye adquiridas cotizadas y no cotizadas, es una aportación respecto al trabajo de Bris y Cabolis (2008), que sólo considera la adquisición de empresas cotizadas, y respecto al trabajo de Martynova y Renneboog (2008), que aunque consideran empresas adquiridas no cotizadas sólo analiza las F&As en el entorno europeo durante la “quinta oleada” de F&As. El análisis de las F&As europeas no es completo si no se consideran las frecuentes adquisiciones en América Latina, en países emergentes del denominado BRIC (Brasil, Rusia, India y China), o de Europa del Este, que tienen una tendencia creciente en los últimos años, y que presentan grandes diferencias en lo que se refiere al entorno legal e institucional. La consideración de las empresas adquiridas en EEUU, tras la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) en 2002, permite tener en cuenta los cambios regulatorios de gobierno corporativo, en lo que se refiere a las mayores exigencias a las empresas en términos de transparencia informativa y para cotizar en EEUU.

Tabla 17. Distribución Geográfica (F&As Transnacionales vs. Domésticas)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007). Se distinguen: 233 F&As transnacionales y 214 F&As domésticas. La empresa adquirente es europea y la adquirida de cualquier parte del mundo.

País	F&A Transnacional		F&A Doméstica
	Adquirente	Adquirida	
Alemania	15	18	9
Australia		7	
Austria	1	1	1
Bélgica	5	4	1
Brasil		1	
Canadá		10	
China		4	
Dinamarca	4	8	
Egipto		2	
Emiratos Árabes		1	
Eslovenia		1	
España	16	9	18
Estados Unidos		58	
Finlandia	16	4	6
Francia	28	11	14
Grecia	2		5
Hong Kong		1	
Hungría			1
India		2	
Irlanda	7	4	3
Israel		1	
Italia	12	10	8
Jamaica		1	
Marruecos		1	
Noruega	15	7	13
Países Bajos	9	12	6
Polonia	2	1	1
Portugal	1	2	
Reino Unido	65	29	113
República Checa		1	
República Congo		1	
Rusia	1	3	
Singapur		2	
Sur África		1	
Suecia	27	10	10
Suiza	7	5	4
Total	233	233	214

La tabla 18 muestra los estadísticos descriptivos comparando las operaciones de F&A transnacionales y domésticas. Hay 233 operaciones transnacionales y 214 domésticas.

El accionista mayoritario de las empresas adquirentes posee un porcentaje de propiedad medio más elevado en las operaciones domésticas que en las transnacionales, tomando el valor de 28,65% y 21,77%, respectivamente. Las empresas familiares emprenden menos operaciones de F&A transnacionales, 16,31%, que domésticas, 26,17%. Sin embargo, las empresas cuyo accionista mayoritario es una empresa llevan a cabo más operaciones transnacionales que domésticas, 30,90% y 20,56%, respectivamente. Estas diferencias son estadísticamente significativas. Por tanto, las empresas con accionistas mayoritarios llevan a cabo más F&A transnacionales, aunque si la empresa es familiar existe preferencia por las operaciones domésticas, de acuerdo con su característica de mayor aversión al riesgo.

En cuanto al entorno legal e institucional, se observa que realizan más F&A domésticas las empresas procedentes de entornos con mayor protección del accionista, protección

del accionista minoritario, protección del acreedor y mayor libertad económica. En el país de la adquirida predominan también las operaciones de F&A domésticas cuanto mejor es la protección del accionista, del accionista minoritario, del acreedor y mayor el índice KKZ. Estas diferencias son estadísticamente distintas de cero. Valores de los índices más elevados en las F&As domésticas que en las transnacionales, ponen de manifiesto la preferencia por emprender operaciones domésticas en países con fuerte calidad legal e institucional.

Las empresas con mayor *cash flow* disponible emprenden más operaciones de F&A transnacional, 0,06, que domésticas, 0,04. Estas diferencias son estadísticamente significativas y son consistentes con mayores incentivos directivos a realizar operaciones más arriesgadas, en lugar de repartir dividendos a los accionistas, como plantea Jensen (1986). Empresas con mayores oportunidades de crecimiento (*Market to Book*) realizan más operaciones domésticas, 1,66, que transnacionales, 1,58, siendo estadísticamente significativa esta diferencia. Las operaciones de F&A transnacional son más frecuentes entre empresas de mayor tamaño, 60,53%, que las domésticas, 46,73%. Esta diferencia es estadísticamente significativa. Las empresas de mayor tamaño tienen mayor capacidad para realizar operaciones en el extranjero.

Respecto al método de pago, se observa que en las F&As transnacionales domina el pago con efectivo, 78,11%, respecto a las operaciones domésticas, 63,08%. Sin embargo, en el caso del pago con acciones y mixto, ambos son mayores en las F&As domésticas, 14,02% y 22,90%, respectivamente. En las F&As transnacionales, el pago con acciones representa el 8,58% y el pago con mixto 13,30%. Las diferencias entre estos medios de pago son estadísticamente significativas. La preferencia por el pago con efectivo, en las F&As transnacionales, es coherente con la reticencia de las empresas adquiridas a aceptar acciones de empresas procedentes del extranjero (Faccio y Masulis, 2005).

La complementariedad entre las operaciones de diversificación de la actividad y la internacionalización, se refleja cuando se comparan las operaciones domésticas y transnacionales. Se observa que el 36,05% de las operaciones transnacionales son de diversificación, representando estas operaciones el 26,17% de las operaciones domésticas, siendo significativamente distintas de cero estas diferencias.

Las operaciones en las que existe competencia entre compradores son más frecuentes en las operaciones domésticas, 3,74%, que en las transnacionales, 1,29%. En cambio, en las operaciones transnacionales es más frecuente que se adquiera el cien por cien de la adquirida, 99,14%, que en las domésticas, 94,56%.

Tabla 18. Estadísticos Descriptivos (F&As Transnacionales vs Domésticas)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas, que adquieren una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo (2002-2007). Se distingue entre F&As transnacionales y domésticas. La empresa adquirente es europea y la adquirida de cualquier parte del mundo.

	F&A Transnacionales N=233			F&A Domésticas N=214			Dif. Medias
	Media	Mediana	Desv. Típica	Media	Mediana	Desv. Típica	
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
Propiedad (%)	28,65	20	23,92	21,77	15,16	18,39	(p=0,01)**
Familia (%)	16,31		37,02	26,63		44,30	(p=0,007)***
Inversor Institucional (%)	20,60		40,53	21,03		40,85	(p=0,91)
Entidad Financiera (%)	28,33		45,16	27,10		44,55	(p=0,77)
Empresa (%)	30,90		46,31	20,56		40,51	(p=0,01)**
Entidad Pública (%)				0,47		6,84	(p=0,30)
Sociedad Capital-Riesgo (%)	2,56		15,87	3,74		19,01	(p=0,48)
Fundación (%)	1,29		11,30	0,46		6,84	(p=0,36)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional País Adquirente							
Protección Accionista	6,22	6,62	2,13	6,80	7,81	2,07	(p=0,001)***
Protec.Accta.Minoritario	0,86	0,64	0,51	1,08	1,48	0,55	(p=0,001)***
Protección Acreedor	3,49	2,18	2,49	4,60	6,24	2,46	(p=0,001)***
Libertad Económica	71,77	70,88	7,01	74,02	77,73	6,88	(p=0,004)***
KKZ	1,45	1,52	0,37	1,43	1,52	0,30	(p=0,13)
Panel C: Características del Entorno Legal e Institucional País Adquirida							
Protección Accionista	5,25	4,83	2,48	6,80	7,81	2,07	(p=0,001)***
Protec.Accta.Minoritario	0,81	0,91	0,48	1,08	1,48	0,55	(p=0,001)***
Protección Acreedor	2,87	1,88	2,30	4,60	6,24	2,46	(p=0,001)***
Libertad Económica	73,39	75,77	8,41	74,02	77,73	6,88	(p=0,40)
KKZ	1,27	1,43	0,57	1,43	1,52	0,30	(p=0,004)***
Panel D: Características de las Empresas y de la Operación							
Cash Flow	0,06	0,08	0,16	0,04	0,07	0,18	(p=0,04)**
Market to Book	1,58	1,34	0,97	1,66	1,11	2,94	(p=0,003)***
Endeudamiento	0,21	0,20	0,15	0,20	0,17	0,17	(p=0,28)
Runup (%)	0,35	-0,01	1,72	0,04	-0,03	1,81	(p=0,92)
Tamaño Adquirente (%)	60,52		48,99	46,73		50,01	(p=0,004)***
Tamaño Relativo Adquirida	0,27	0,06	0,69	0,22	0,07	0,34	(p=0,42)
No Cotizada (%)	72,10		44,95	77,57		41,81	(p=0,18)
Amistosa (%)	100		0	99,07		9,64	(p=0,14)
Acciones (%)	8,58		28,07	14,02		34,80	(p=0,06)*
Efectivo (%)	78,11		41,44	63,08		48,37	(p=0,001)***
Mixto (%)	13,30		34,04	22,90		42,12	(p=0,008)***
Diversificación (%)	36,05		48,11	26,17		44,06	(p=0,03)**
Múltiples Compras (%)	1,29		11,30	3,74		19,01	(p=0,09)*
Total Adquisición (%)	99,14		9,24	94,56		22,13	(p=0,007)***
OPA (%)	15,45		36,22	18,69		39,08	(p=0,36)

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

6.4. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

La metodología seguida en el análisis de la decisión de realizar una F&A transnacional y su valoración por los accionistas de la empresa adquirente es la de Heckman en 2 etapas. Esta metodología permite controlar por el sesgo de selección y por la posible endogeneidad en las F&As transnacionales.

La decisión de realizar una F&A en el extranjero puede ser una decisión endógena, ya que, al igual que la valoración de las F&A transnacionales, pueden ser la estructura de propiedad, el entorno legal e institucional y las características de las empresas los factores que determinen dicha decisión. Los coeficientes estimados antes de corregir por

la endogeneidad y sesgo de selección podrían ser sesgados en la estimación de la valoración de las F&As transnacionales por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO).

En la primera etapa del modelo, se estiman los determinantes de la decisión de realizar una F&A transnacional, a partir de un modelo *probit*. En la segunda etapa de la estimación, se examina la valoración de las F&A transnacionales por los accionistas de la empresa adquirente y se controla el sesgo de selección y la endogeneidad de la decisión objeto de estudio.

6.4.1. Determinantes de las F&As Transnacionales

En el primer modelo de esta estimación, se examinan los determinantes de la probabilidad de que una operación de F&A sea transnacional, frente a realizar una F&A en el mismo país, teniendo en cuenta la posible influencia de la estructura de propiedad y el entorno legal e institucional de la empresa adquirente. La especificación del modelo econométrico explicativo es la siguiente:

$$\begin{aligned}
 \text{Prob (F\&A Transnacional)}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Propiedad}_i + \\
 & + \alpha_2 \text{Entorno Legal e Institucional}_i + \\
 & + \alpha_3 \text{Características Empresas}_i + \\
 & + \alpha_4 \text{Características Operación}_i + \\
 & + \alpha_5 \text{Dummies Industria}_i + \\
 & + \alpha_6 \text{Dummies País}_i + \\
 & + \alpha_7 \text{Dummies Año}_i + \\
 & + \text{Error}_{ij}
 \end{aligned}$$

La variable dependiente es la probabilidad de que la empresa adquirente i realice una operación de F&A transnacional, frente a que sea doméstica.

La variable explicativa Propiedad_i aproxima el porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario. La influencia de esta variable sobre la decisión de realizar una operación transnacional no está clara *a priori*. Este término permite analizar si mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente incrementa el control directivo, reduciendo la probabilidad de realizar operaciones transnacionales motivadas por el interés directivo de gestionar una empresa transnacional, o por el contrario, los accionistas mayoritarios promueven las F&A transnacionales para conseguir diversificar internacionalmente su cartera de inversión (Doukas y Travlos, 1988; Denis et al., 2002).

El $\text{Entorno Legal e Institucional}_i$ puede condicionar también la decisión de emprender una F&A transnacional frente a una F&A doméstica. La literatura previa arroja evidencia empírica sobre una relación negativa entre la propensión a realizar F&As en el extranjero y la calidad del entorno legal e institucional (Rossi y Volpin, 2004), ya que las empresas acceden a los mercados extranjeros en búsqueda de oportunidades de crecimiento no realizadas en los mercados domésticos (Benos y Weisbach, 2004; Doigde et al., 2007).

Como variables de control incluimos *las Características de la Empresa_i* que la literatura ha considerado como determinantes de la decisión de F&A transnacional y que son: oportunismo directivo, aproximado por el *cash flow* libre; oportunidades de crecimiento, aproximado por el *Market to Book*; tamaño de la adquirente; no cotización de la adquirida.

- La variable *cash flow* libre de la empresa adquirente se incluye para considerar que el exceso de *cash flow* en las empresas conlleva mayores incentivos directivos a emprender adquisiciones en el extranjero (Jensen, 1986). Ello está asociado a los mayores beneficios privados que podrían obtener los directivos gestionando empresas internacionales (Martynova y Renneboog, 2008).
- El ratio *Market to Book* de la empresa adquirente. Empresas con altos ratios de valoración es más probable que tengan oportunidades de crecimiento no realizadas, debido a las condiciones del mercado doméstico. Se espera que mayores oportunidades de crecimiento se relacionen positivamente con las adquisiciones internacionales (Martynova y Renneboog, 2008).
- El nivel de *endeudamiento* de la empresa adquirente aproxima el control sobre el comportamiento oportunista de los directivos. Mayores niveles de deuda cabe esperar que reduzcan las F&As de diversificación internacional motivadas por el oportunismo directivo (Jensen, 1986).
- El *tamaño* de la empresa adquirente, recoge los mayores incentivos de los directivos de las empresas de mayor tamaño a realizar operaciones transnacionales, así como la mayor facilidad que tienen para acceder a mercados internacionales, lo cual aumentará la probabilidad de que la operación sea transnacional (Martynova y Renneboog, 2008).
- La *no cotización* de la adquirida. La adquisición de empresas cotizadas reduce en parte los problemas de selección adversa asociados a la adquirida en los mercados internacionales. Por tanto, se espera que si la adquirida no cotiza en los mercados de valores se reduzca la probabilidad de realizar operaciones en el extranjero (Martynova y Renneboog, 2008).

Se incluye como control que la F&A sea de *diversificación* de la actividad. La integración de las economías puede haber cambiado los costes y beneficios de la diversificación de la actividad y geográfica. La apertura de los mercados puede incrementar la diversificación geográfica, reduciendo la diversificación de la actividad, pues la competencia a nivel global puede forzar a que algunas empresas dirijan sus recursos a un solo negocio. Si esto es así, la diversificación geográfica puede ser un sustituto de la diversificación industrial. Por el contrario, ambos tipos de diversificación podrían ser complementarios (Denis, et al., 2002).

Se incluyen también las variables *dummy* para cada país, sector y año con el objetivo de controlar los efectos fijos asociados a los países, sectores y años.

6.4.2. Resultados Obtenidos: Determinantes de las F&As Transnacionales

En la tabla 19 se presentan los resultados del análisis de los determinantes de la decisión de realizar una F&A transnacional, en lugar de doméstica, estimados en la primera etapa. Por paneles se muestran como variables explicativas: la estructura de propiedad

de la empresa adquirente (*panel A*), las características del entorno legal e institucional (*panel B*) y las características de las empresas y de la operación como variables de control (*panel C*). La variable de propiedad incluida en estos modelos se corresponde con el porcentaje de propiedad y derechos de control de accionista mayoritario de la empresa. Como características del entorno legal e institucional de la empresa adquirente se incluyen: el índice de protección del accionista, en el modelo (1); el índice de protección de los accionistas minoritarios contra la posible expropiación de riqueza de los accionistas mayoritarios, en el modelo, (2); el índice de protección del acreedor, en el modelo (3); y el índice de libertad económica, en el modelo (4)¹⁵.

En el modelo (1), *panel A*, se observa que el mayor porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario de la empresa adquirente influye positivamente en la decisión de realizar una operación transnacional. Estos resultados están de acuerdo con los argumentos de que los grandes accionistas emprenden F&As transnacionales con el objetivo de conseguir una mayor diversificación internacional.

Respecto a las características del entorno legal e institucional del país de la adquirente, en el *panel B*, se observa que mayor protección del accionista desincentiva las F&As transnacionales. Asimismo, en los modelo (2), (3) y (4) se observa que la mayor protección de los accionistas minoritarios contra la posible expropiación de riqueza de los minoritarios, mayor protección del acreedor, mayor libertad económica en el país desincentiva las operaciones de F&A transnacional. Estos resultados están en consonancia con lo planteado por Rossi y Volpin (2004) y Martynova y Renneboog (2008), sobre la propensión de las empresas a realizar operaciones en los mercados internacionales cuando ven limitadas sus oportunidades de crecimiento en su país.

En el *panel C*, se observa que el mayor tamaño de la empresa adquirente influye positivamente en la realización de operaciones transnacionales, lo que pone de manifiesto la mayor capacidad de estas empresas para emprender operaciones en el extranjero. Asimismo, se observa que las F&As de diversificación de la actividad potencian las F&As transnacionales. Estos resultados, al igual que los obtenidos en el capítulo 5 de esta investigación, cuando se analizó la propensión de la empresa adquirente a entrar en un nuevo sector de actividad, pone de manifiesto el efecto complementario de las F&As de diversificación de la actividad e internacional, lo que está en línea con Denis et al. (2002).

¹⁵ Para una descripción más detallada de las variables empleadas, ver Anexo Variables.

Tabla 19. Determinantes de la Decisión de F&A Transnacional (1ª Etapa Modelo Probit) (I)

La muestra incluye 447 F&As anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la empresa adquirida cotizada o no cotizada de cualquier parte del mundo. Se distinguen: F&As transnacionales y domésticas. La variable dependiente toma el valor 1 si la F&A es transnacional y 0 si es doméstica. La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente					
<i>Propiedad</i>	+/-	0,6448** (2,02)	0,5742* (1,80)	0,6359** (2,00)	0,6679** (2,13)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente					
<i>Protección Accionista Adquirente</i>	-	-0,1202*** (-2,98)			
<i>Protección Accta. Min. Adquirente</i>	-		-0,6864*** (-4,38)		
<i>Protección Acreedor Adquirente</i>	-			-0,1546*** (-4,76)	
<i>Libertad Económica Adquirente</i>	-				-0,0416*** (-3,43)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación					
<i>Cash Flow</i>	+	-0,0166 (-0,04)	-0,0148 (-0,03)	-0,1227 (-0,28)	-0,0167 (-0,04)
<i>Market to Book</i>	+	-0,0099 (-0,30)	-0,0051 (-0,15)	-0,0070 (-0,21)	-0,0050 (-0,16)
<i>Endeudamiento</i>	-	-0,0109 (-0,03)	-0,1376 (-0,33)	-0,2870 (-0,69)	-0,0948 (-0,23)
<i>Tamaño Adquirente</i>	+	0,4786*** (3,36)	0,5490*** (3,77)	0,5194*** (3,59)	0,4973*** (3,46)
<i>No Cotizada</i>	-	-0,0360 (-0,23)	-0,0027 (-0,02)	-0,0742 (-0,47)	-0,0369 (-0,23)
<i>Diversificación</i>	+/-	0,3459** (2,56)	0,3482** (2,55)	0,3177** (2,33)	0,3154** (2,34)
<i>Intercepto</i>		-4,6361*** (-2,95)	-4,6345*** (-3,06)	-4,2434*** (-2,85)	-2,0675 (-1,42)
<i>Dummies Industria</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies País</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies Año</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		36,94	40,93	41,27	38,98
Prob>chi2		0,0081	0,0025	0,0022	0,0044
Observaciones		439	439	442	442

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

6.4.3. Determinantes de la Valoración de las F&As Transnacionales por los Accionistas de la Adquirente

En la segunda etapa del modelo se analizan los determinantes de la valoración de las F&A transnacionales, examinando la influencia de la estructura de propiedad de la empresa adquirente y de las diferencias entre el entorno legal e institucional del adquirente y de la adquirida. El modelo explicativo se define de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 CAR\ F\&A\ Transnacionales_{ij} = & \alpha_0 + \alpha_1 Propiedad_i + \\
 & + \alpha_2 Diferencia\ Entorno\ Legal\ e\ Institucional_i + \\
 & + \alpha_3 Características\ Empresas_i + \\
 & + \alpha_4 Características\ Operación_i + \\
 & + \alpha_5 Dummies\ Industria_i + \\
 & + \alpha_6 Dummies\ País_i + \\
 & + \alpha_7 Dummies\ Año_i + \\
 & + \alpha_8 Lambda + \\
 & + Error_{ij}
 \end{aligned}$$

La variable dependiente es la rentabilidad anormal acumulada por la empresa i en el intervalo j en torno a la fecha de anuncio de una operación de F&A transnacional, en concreto se consideran cinco días en torno al anuncio de la F&A, intervalo $(-2, +2)$. Esta variable se estima siguiendo la metodología de acontecimientos como se definió en el capítulo 3, apartado 3.3.2.

La variable $Propiedad_i$ de la empresa adquirente aproxima la influencia de los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, y entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Los accionistas de la empresa adquirente valorarán positivamente la presencia de grandes accionistas, si consideran que aumentan el control directivo. Por el contrario, si consideran que la operación se realiza para diversificar internacionalmente la cartera de inversión de estos grandes accionistas, cabe esperar un efecto negativo. Por tanto, la influencia de esta variable *a priori* puede tener un efecto positivo o negativo, como se planteó en la hipótesis 8.a (control directivo) y 8.b (beneficios privados).

El entorno legal e institucional puede influir en la valoración de las operaciones de F&A, como consecuencia de su influencia en la intensidad y forma de resolver los conflictos de agencia, según se planteó en los capítulos previos. Las diferencias entre el entorno legal e institucional de la empresa adquirente y de la adquirida pueden también condicionar la valoración de las F&As transnacionales. En este sentido, se incluye la variable $Dif. Entorno\ Legal\ e\ Institucional_i$, definida como diferencia entre la variable del entorno legal e institucional de la empresa adquirente y de la adquirida. La empresa adquirente puede beneficiarse de la peor calidad legal e institucional en el país de la adquirida, como consecuencia de la mayor probabilidad de encontrar empresas infravaloradas en dicho país, así como también, obtener ganancias derivadas de las mejoras de eficiencia en la adquirida una vez ésta adopte las mejoras prácticas de

gobierno corporativo del país de la adquirente (*hipótesis 9.a. bajos costes de adquisición*). Por el contrario, en entornos con peor calidad legal e institucional pueden aparecer dificultades operativas asociadas a las barreras de entrada y a la menor calidad legal e institucional del país. Asimismo, los menores costes de obtener beneficios privados pueden dar lugar a que los accionistas de la adquirida demanden una prima elevada por vender sus acciones (*hipótesis 9.b. altos costes de adquisición*). Es objetivo de este capítulo, ver cuál de los dos efectos predomina.

Como variables de control se incluyen *Características de las Empresas_i*, engloba aquellas características de la adquirente y de la adquirida que la literatura previa ha considerado como relevantes en el estudio de la valoración de las F&As y que son: el oportunismo directivo, aproximado por el *cash flow* disponible de la adquirente; las oportunidades de crecimiento de la adquirente, aproximadas por el ratio *Market to Book*; el nivel de endeudamiento de la adquirente; la rentabilidad de la adquirente previa al anuncio de la operación (*runup*); el tamaño de la adquirente, el tamaño relativo de la adquirida y que la adquirida sea no cotizada.

El vector de variables *Características de la Operación_i* recoge las variables relativas al tipo de operación y son: amistosa vs hostil, el método de pago empleado en la operación, diversificación vs no diversificación, la existencia de múltiples compradoras, la adquisición total de la adquirida y si la operación fue una Oferta Pública de Adquisición (OPA).

En último término, se incluye la *lambda* de Heckman, que captura el efecto sobre la rentabilidad de todas las diferencias no medidas entre las F&As transnacionales y domésticas. Incorporar la *lambda* al modelo permite controlar el problema de sesgo de selección. Asimismo, la *lambda* de Heckman permite contrastar la presencia de endogeneidad.

A continuación se presentan los resultados derivados de dicho estudio.

6.4.4. Resultados Obtenidos: Determinantes de la Valoración de las F&As Transnacionales por los Accionistas de la Adquirente

Una vez estimada la probabilidad de que una operación de F&A sea transnacional (apartado 6.4.2), estimamos los determinantes de la valoración de las F&As transnacionales por los accionistas de la adquirente.

En la tabla 20, se presentan los resultados obtenidos en la estimación de los determinantes de la valoración de las F&As transnacionales, por parte de los accionistas de la empresa adquirente. Estas estimaciones se corresponden con la segunda etapa del modelo de Heckman en dos etapas, estimándose por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) la valoración de las F&A transnacionales, después de corregir el posible problema de endogeneidad y sesgo de selección.

La variable dependiente es la rentabilidad anormal de los accionistas de la empresa adquirente en el intervalo (-2, +2) días en torno a la fecha de anuncio de la operación transnacional. Al igual que la tabla anterior, se presentan por paneles las variables explicativas: la estructura de propiedad de la adquirente (*panel A*); las diferencias entre

las características del entorno legal e institucional de la adquirente y de la adquirida (*panel B*), las características de las empresas y de la operación (*panel C*).

En el *panel A*, se presenta la influencia de la variable relativa a la propiedad de la adquirente sobre la valoración de las F&A transnacionales, no encontrándose evidencia empírica sobre dicho efecto. Este resultado señala que no domina ni el efecto positivo, asociado al mayor control y aversión al riesgo de los accionistas mayoritarios cuanto mayor es la concentración de la propiedad, ni tampoco el efecto negativo, asociado al comportamiento oportunista de los accionistas mayoritarios persiguiendo diversificar internacionalmente su cartera personal a través de las F&As transnacionales, como se planteó en las *hipótesis 8.a (control directivo)* y *8.b (beneficios privados)*.

Respecto a las diferencias entre las características del entorno legal e institucional del país de la adquirente y de la adquirida, se observa un coeficiente positivo y estadísticamente significativo cuando se considera como *proxy* del entorno legal e institucional la protección de los accionistas minoritarios de la expropiación de riqueza por parte de los mayoritarios, modelo (2), y la protección del acreedor, modelo (3). Estos resultados indican que la mejor calidad legal e institucional en el país de la adquirente que en el de la adquirida, es fuente de valor para los accionistas de la empresa adquirente, lo que confirma los argumentos de que en entornos con débil protección del inversor, existen más oportunidades de encontrar empresas infravaloradas, así como también se esperan mejoras de eficiencia para ambas empresas derivadas de las transferencias de gobierno corporativo, de acuerdo con lo planteado en la *hipótesis 9.a (bajos costes de adquisición)*, frente a los mayores costes de adquisición derivados del riesgo operativo y de los mayores conflictos de agencia (*hipótesis 9.b. altos costes de adquisición*). Hay que destacar que la protección del acreedor hace referencia a las ganancias derivadas de la infravaloración de las empresas adquiridas más que a las transferencias de gobierno corporativo, pues la protección del acreedor no es transferible entre países según la legislación internacional (ver Bris y Cabolis, 2008).

En el *panel C*, se observa que el mayor tamaño de la empresa adquirente tiene un efecto negativo sobre la valoración de las F&As transnacionales. Este resultado es consistente con los incentivos directivos a crear grandes imperios, cuando gestionan empresas de gran tamaño (Jensen, 1986), aún cuando la operación no cree valor para los accionistas. El mayor tamaño relativo de la adquirida se relaciona positivamente con la valoración de los accionistas de la adquirente. Este resultado es consistente con menores asimetrías informativas sobre la empresa adquirida cuando ésta es de mayor tamaño. El pago con acciones tiene un efecto negativo en la valoración de las operaciones transnacionales, de acuerdo con la señal de sobrevaloración de la empresa adquirente (Myers y Majful, 1984).

La *lambda* de Heckman, o inversa del ratio de Mill's, es estadísticamente significativa, indicando que hay diferencias sistemáticas entre las operaciones domésticas y transnacionales, así como un problema de sesgo de selección cuando se analizan las operaciones de F&A transnacionales.

Tabla 20. Valoración de las F&As Transnacionales (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (I)

La muestra incluye 233 F&As transnacionales anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo. La variable dependiente es la rentabilidad anormal de los accionistas de la empresa adquirente, 5 días en torno a la fecha de anuncio de la F&A de transnacionales, en el intervalo (-2,+2). La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional, medidas como diferencia entre el país de la adquirente y de la adquirida son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente					
<i>Propiedad</i>	+/-	-0,0182 (-0,47)	-0,0215 (-0,58)	-0,0233 (-0,63)	-0,0366 (-0,91)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente y Adquirida					
<i>Dif. Protección Accionista</i>	+/-	0,0016 (0,70)			
<i>Dif. Protección Accta. Min.</i>	+/-		0,0211* (1,71)		
<i>Dif. Protección Acreedor</i>	+/-			0,0043* (1,67)	
<i>Dif. Libertad Económica</i>	+/-				0,0002 (0,24)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación					
<i>Cash Flow</i>	-	-0,0166 (-0,31)	-0,0194 (-0,36)	-0,0118 (-0,22)	-0,0128 (-0,23)
<i>Market to Book</i>	+/-	-0,0006 (-0,10)	0,0005 (0,08)	-0,0012 (-0,18)	-0,0015 (-0,23)
<i>Endeudamiento</i>	-	-0,0031 (-0,06)	-0,0002 (0)	-0,0009 (-0,02)	-0,0127 (-0,25)
<i>Runup</i>	+/-	0,4229 (1,10)	0,4253 (1,12)	0,3889 (1,11)	0,3418 (0,97)
<i>Tamaño Adquirente</i>	-	-0,0349* (-1,66)	-0,0442** (-2,13)	-0,0412** (-2,02)	-0,0398* (-1,87)
<i>Tamaño Relativo Adquirida</i>	+/-	0,0383*** (4,14)	0,0383*** (4,29)	0,0413*** (4,64)	0,0389*** (4,34)
<i>No Cotizada</i>	+	0,0190 (0,92)	0,0137 (0,64)	0,0227 (1,08)	0,0205 (0,93)
<i>Amistosa</i>	+	(omitida)	(omitida)	(omitida)	(omitida)
<i>Acciones</i>	-	-0,0497** (-2,07)	-0,0497** (-2,11)	-0,0561** (-2,37)	-0,0516** (-2,21)
<i>Diversificación</i>	+/-	-0,0029 (-0,16)	-0,0059 (-0,34)	-0,0050 (-0,29)	-0,0064 (-0,36)
<i>Múltiples Compras</i>	-	0,0623 (1,10)	0,0780 (1,38)	0,0726 (1,31)	0,0664 (1,22)
<i>Total Adquisición</i>	+	-0,0267 (-0,37)	-0,0217 (-0,30)	-0,0217 (-0,30)	-0,0327 (-0,44)
<i>OPA</i>	-	-0,0042 (-0,19)	-0,0048 (-0,21)	0,0003 (0,01)	-0,0028 (-0,12)
<i>Lambda (λ)</i>		-0,0850* (-1,61)	-0,1045** (-2,41)	-0,1057** (-2,40)	-0,1121** (-2,27)
<i>Intercepto</i>		0,0866 (0,92)	0,1039 (1,14)	0,0996 (1,11)	0,1192 (1,26)
<i>Dummies Industria</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies País</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies Año</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		36,94	40,93	41,27	38,98
Prob>chi2		0,0081	0,0025	0,0022	0,0044
Observaciones		227	227	230	230

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Con el objetivo de proporcionar robustez a los resultados anteriormente presentados, estimamos el impacto de las diferencias entre el entorno legal e institucional del país de la adquirente y de la adquirida sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de la empresa adquirente, empleando una definición alternativa de la variable diferencia.

Definimos la peor¹⁶ calidad del entorno legal e institucional de la empresa adquirente respecto al de la adquirida, de acuerdo con la variable propuesta por Martynova y Renneboog (2008). Se considera que la empresa adquirente está en un entorno con peor calidad legal e institucional que la adquirida, cuando el índice que aproxima dicho entorno, está por debajo de la mediana del mismo índice para el país de la adquirida, y el índice de la adquirida está por encima de dicha mediana. Esta variable permite contrastar el efecto de diferencias más extremas que la variable diferencia mostrada anteriormente.

En las tablas 21 y 22 se presentan las dos etapas del modelo (Heckman, 1979). En la tabla 21, se muestran los resultados del modelo *probit*. A igual que en la tabla anterior, se observa que mayor porcentaje de propiedad y derechos de control influyen positivamente en la decisión de realizar un F&A en el extranjero. Asimismo, se mantiene que la mayor protección del accionista, del accionista minoritario, del acreedor y la mayor libertad económica en el país de la adquirente desincentivan las operaciones de F&A transnacionales. El mayor tamaño de la adquirente y la diversificación de la actividad influyen positivamente en la decisión de realizar una F&A transnacional.

¹⁶ Se define también la variable mejor calidad de la adquirente, con el objetivo de aportar evidencia empírica sobre el efecto contrario al mostrado anteriormente, presentamos los resultados relativos al peor entorno legal e institucional de la adquirente respecto al de la adquirida.

Tabla 21. Determinantes de la Decisión de F&A Transnacional (1ª Etapa Modelo Probit) (II)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo. Se distinguen: F&A transnacionales y F&A domésticas. La variable dependiente toma el valor 1 si la F&A es transnacional y 0 si es doméstica. La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente					
Propiedad	+/-	0,6448** (2,02)	0,5742* (1,80)	0,6357* (1,99)	0,6641** (2,11)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente					
Protección Accionista Adquirente	-	-0,1202*** (-2,98)			
Protección Accta. Min. Adquirente	-		-0,6864*** (-4,38)		
Protección Acreedor Adquirente	-			-0,1562*** (-4,78)	
Libertad Económica Adquirente	-				-0,0421*** (-3,47)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación					
Cash Flow	+	-0,0166 (-0,04)	-0,0148 (-0,03)	-0,0999 (-0,23)	0,0097 (0,02)
Market to Book	+	-0,0099 (-0,30)	-0,0051 (-0,15)	-0,0097 (-0,28)	-0,0075 (-0,23)
Endeudamiento	-	-0,0109 (-0,03)	-0,1376 (-0,33)	-0,2594 (-0,62)	-0,0700 (-0,17)
Tamaño Adquirente	+	0,4786*** (3,36)	0,5490*** (3,77)	0,5420*** (3,72)	0,5181*** (3,58)
No Cotizada	-	-0,0360 (-0,23)	-0,0027 (-0,02)	-0,0843 (-0,53)	-0,0472 (-0,30)
Diversificación	+/-	0,3459** (2,56)	0,3482** (2,55)	0,3350** (2,45)	0,3323** (2,46)
Intercepto		-4,6361*** (-2,95)	-4,6345*** (-3,06)	-4,2417*** (-2,84)	-2,0353 (-1,40)
Dummies Industria		Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies País		Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies Año		Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		37,37	40,26	44,09	41,99
Prob>chi2		0,0071	0,0030	0,0009	0,0018
Observaciones		439	439	442	442

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

La novedad de este modelo aparece en la tabla 22, en relación a las diferencias entre el entorno legal e institucional de la adquirente y la adquirida. Se observa en el modelo (2) que menor protección del accionista minoritario en el país de la adquirente, respecto a la adquirida, tienen un impacto negativo y significativo en la valoración. Asimismo, menor protección del acreedor y menor grado de libertad económica en el país de la adquirente, respecto de la adquirida, muestran un efecto negativo en la valoración de las F&A transnacionales. Estos resultados están de acuerdo que tras la aprobación de la *Sarbanes Oxley Act* en 2002, los costes de acceder a mercados con fuerte calidad legal e institucional son más elevados para las empresas procedentes de entornos con débil calidad legal e institucional. Asimismo, los resultados son contrarios a los encontrados por Martynova y Renneboog (2008), cuyos argumentos hacen referencia a la transferencia de mejores prácticas de gobierno corporativo desde la adquirida a la adquirente, de forma voluntaria. Como se mencionó anteriormente, el estudio de Martynova y Renneboog (2008) sólo analiza las F&As en Europa durante el periodo

1990-2003. De manera que la diferencia con nuestros resultados es consistente con el cambio regulatorio que tienen lugar durante el período objeto de estudio.

Tabla 22. Valoración de las F&As Transnacionales (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (II)

La muestra incluye 233 F&As transnacionales anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la empresa adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo. La variable dependiente es la rentabilidad anormal de los accionistas de la empresa adquirente, 5 días en torno a la fecha de anuncio de la F&A de transnacionales, en el intervalo (-2,+2). La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional según la mediana del país de la adquirida, siguiendo Martynova y Renneboog (2008) son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente					
<i>Propiedad</i>	+/-	-0,0201 (-0,53)	-0,0161 (-0,46)	-0,0154 (-0,44)	-0,0361 (-0,86)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente y Adquirida					
<i>Peor Protección Accionista Adquirente</i>	+/-	0,0116 (0,61)			
<i>Peor Protección Accta. Min. Adquirente</i>	+/-		-0,0207 (-1,20)		
<i>Peor Protección Acreedor Adquirente</i>	+/-			-0,0371** (-2,21)	
<i>Peor Libertad Económica Adquirente</i>	+/-				-0,0319* (-1,84)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación					
<i>Cash Flow</i>	-	-0,0170 (-0,33)	-0,0148 (-0,28)	-0,0141 (-0,27)	-0,0150 (-0,26)
<i>Market to Book</i>	+/-	-0,0008 (-0,12)	-0,0005 (-0,07)	-0,0004 (-0,06)	-0,0002 (-0,03)
<i>Endeudamiento</i>	-	-0,0065 (-0,14)	-0,0065 (-0,13)	-0,0031 (-0,06)	-0,0168 (-0,32)
<i>Runup</i>	+/-	0,4129 (1,07)	0,3919 (1,02)	0,4208 (1,10)	0,3327 (0,86)
<i>Tamaño Adquirente</i>	-	-0,0295 (-1,49)	-0,0321* (-1,77)	-0,0383** (-2,05)	-0,0464** (-2,14)
<i>Tamaño Relativo Adquirida</i>	+/-	0,0385*** (4,13)	0,0391*** (4,27)	0,0394*** (4,39)	0,0369*** (4,20)
<i>No Cotizada</i>	+	0,0206 (1,02)	0,0151 (0,72)	0,0280 (1,35)	0,0147 (0,65)
<i>Amistosa</i>	+	(omitida)	(omitida)	(omitida)	(omitida)
<i>Acciones</i>	-	-0,0493** (-2,05)	-0,0464* (-1,93)	-0,0602** (-2,50)	-0,0470* (-1,99)
<i>Diversificación</i>	+/-	-0,0019 (-0,11)	-0,0033 (-0,20)	-0,0074 (-0,45)	-0,0138 (-0,72)
<i>Múltiples Compras</i>	-	0,0478 (0,86)	0,0654 (1,17)	0,0576 (1,06)	0,0853 (1,56)
<i>Total Adquisición</i>	+	-0,0323 (-0,45)	-0,0301 (-0,43)	-0,0409 (-0,58)	-0,0315 (-0,42)
<i>OPA</i>	-	-0,0065 (-0,29)	-0,0066 (-0,30)	0,0029 (0,13)	-0,0064 (-0,29)
<i>Lambda (λ)</i>		-0,0751 (-1,50)	-0,0833** (-2,17)	-0,0941** (-2,52)	-0,1270** (-2,53)
<i>Intercepto</i>		0,0817 (0,88)	0,0927 (1,06)	0,1119 (1,26)	0,1425 (1,45)
<i>Dummies Industria</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies País</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Dummies Año</i>		Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		37,37	40,26	44,09	41,99
Prob>chi2		0,0071	0,0030	0,0009	0,0018
Observaciones		227	227	230	230

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

6.5. CONCLUSIONES

En este capítulo se han estudiado las F&As transnacionales, tanto en relación a la toma de decisión, como a la valoración que realizan los accionistas de la adquirente, examinando la influencia de la estructura de propiedad de la empresa adquirente y de las diferencias entre el entorno legal e institucional de la empresa adquirente y adquirida.

Las investigaciones están de acuerdo en que las F&As transnacionales generan más valor para los accionistas de la empresa adquirida cuando ésta procede de un entorno con peor calidad legal e institucional que la adquirente, debido a las mejoras de eficiencia en la empresa adquirida derivadas de las transferencias de mejores prácticas de gobierno corporativo, desde la empresa adquirente a la adquirida. Sin embargo, los beneficios para la empresa adquirente no están claros. Las investigaciones previas no han considerado que las empresas adquirentes podrían también beneficiarse de los menores costes de adquisición en países con débil calidad legal e institucional, donde los mercados de control corporativo son poco activos y competitivos. Aunque, por otro lado, las empresas adquirentes podrían tener mayores riesgos operativos en estos países. Además, los estudios previos no han analizado las operaciones de F&As durante la *sexta oleada* de F&As, asociada al periodo 2002-2007, caracterizadas por el endurecimiento de las condiciones de entrada en países con fuerte protección legal e institucional a las empresas procedentes de entornos con peor calidad legal e institucional, con el consiguiente incremento de los costes de adquisición.

Los resultados de la investigación realizada en esta tesis sobre la base de datos de las 447 F&As europeas, de las cuales 233 son transnacionales, muestran que el mayor porcentaje de propiedad del accionista mayoritario de la empresa adquirente incentiva la realización de F&As transnacionales, de acuerdo con los mayores incentivos de los accionistas mayoritarios a diversificar internacionalmente. Mejor calidad legal e institucional en el país de la adquirente desincentiva las F&As transnacionales, de acuerdo con las mayores oportunidades de crecimiento en los mercados domésticos. Estos resultados están en línea con los trabajos de Rossi y Volpin (2004) y Martynova y Renneboog (2008).

También observamos que la mejor calidad legal e institucional en el país de la adquirente, respecto al de la adquirida, reduce los costes de transacción para la adquirente, debido a la posibilidad de encontrar empresas infravaloradas en países con débil calidad legal e institucional. Las mejoras de eficiencia en la empresa adquirida, en lo que se refiere a las prácticas de gobierno corporativo, genera ganancias también para la adquirente. Estos resultados son consistentes con lo planteado en la hipótesis de bajos costes de adquisición y contrarios a los argumentos de mayores dificultades operativas y mayor prima pagada a la adquirida en la operación. Asimismo, la peor calidad del entorno legal e institucional de la adquirente, respecto de la adquirida, incrementa los costes de la operación, en consonancia con las mayores restricciones impuestas a las empresas extranjeras para acceder a mercados con fuerte calidad legal e institucional, tras la aprobación de la *Sarbanes Oxley Act* en 2002, en EEUU, y con el endurecimiento de la legislación corporativa en aspectos relacionados con la transparencia que ha tenido lugar en EEUU y Europa en los últimos años.

CONCLUSIONES FINALES

CONCLUSIONES FINALES

Esta tesis doctoral analiza la influencia del entorno legal e institucional y de la estructura de propiedad sobre la valoración de las operaciones de fusión y adquisición (M&A) que realizan los accionistas de las empresas adquirentes, considerando que a su vez pueden influir en las decisiones que los directivos pueden tomar discrecionalmente, relativas al método de pago, la diversificación y la internacionalización de la operación.

La falta de consenso en los resultados de los estudios previos en cuanto a la valoración de las fusiones y adquisiciones por parte de los accionistas de la empresa adquirente es la motivación de partida para plantear esta investigación. La revisión de la evidencia teórica y empírica disponible nos lleva a plantear que no debe analizarse la valoración de las F&As en general, sin tener en cuenta las decisiones que los directivos adoptan en relación al método de pago, la diversificación y el ámbito geográfico de la operación, dado que estas decisiones pueden estar, a su vez, condicionadas por los conflictos de agencia, asimetrías informativas, costes de transacción y el entorno legal e institucional.

Los estudios previos ponen de manifiesto que los directivos de la empresa adquirente puede realizar operaciones de F&A motivados por el aumento del tamaño de la empresa, su remuneración y su propio prestigio (Roll, 1986), diversificar su riesgo en la empresa (Amihud y Lev, 1981), evitar el pago de dividendos (Jensen, 1986), o para beneficiarse de la sobrevaloración temporal de las acciones en el mercado (Rhodes-Kropf y Viswnathan, 2004; Shleifer y Vishny, 2003), aunque estas operaciones puedan destruir valor para los accionistas. Las operaciones motivadas por el interés y orgullo directivo, o por la sobrevaloración de las acciones, serán menos frecuentes cuanto mayor sea el control directivo en la empresa. En consecuencia, planteamos que la mayor concentración de la propiedad de la empresa adquirente es relevante, al incidir sobre el control directivo, reduciendo los conflictos de intereses entre accionistas y directivos, y por ende, las operaciones de F&A que destruyen valor. Sin embargo, los accionistas mayoritarios podrían, por otro lado, pretender realizar F&As que les permitan obtener

beneficios privados, en perjuicio de los accionistas minoritarios, con la consiguiente valoración negativa en los mercados de capitales.

Al mismo tiempo, las posibilidades de obtener beneficios privados por parte de los directivos o accionistas de control varían entre países dependiendo del entorno legal e institucional (La Porta et al., 1997, 1998; Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004). En aquellos entornos con fuerte calidad legal e institucional en términos de protección del inversor (accionista y acreedor) y desarrollo de los mercados de control corporativo, las operaciones de F&A motivadas por los incentivos directivos, o de los accionistas de control, a obtener beneficios privados serán menores. Además, la protección del inversor determina los costes de acceder a financiación externa y el tipo de mecanismos de control corporativo predominante en el país, lo que puede también condicionar las características de las F&As y su valoración.

Los resultados obtenidos a partir del análisis de las operaciones de F&A anunciadas por empresas europeas, que adquieren una empresa cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo, en el período 2002-2007 (447 operaciones), muestran que los accionistas de la empresa adquirente valoran positivamente el anuncio de una F&A en los diferentes entornos legales e institucionales. La rentabilidad extraordinaria obtenidas por los accionistas de la adquirente en torno al anuncio de una F&A, estimada según la metodología del estudio de acontecimientos, toma el valor medio de 0,93% en el momento del anuncio (*capítulo 3*). Asimismo, se observa que las empresas con mayor concentración de la propiedad realizan F&As que crean más valor para los accionistas, en comparación a empresas con estructuras accionariales dispersas. Estos resultados están de acuerdo con un mayor control directivo percibido por los accionistas cuando las empresas tienen estructuras de propiedad concentradas, en lugar de asociarlas al oportunismo de los accionistas mayoritarios.

Con el objetivo de profundizar en el estudio de la valoración de las F&As, considerando sus determinantes y la influencia que éstos, a su vez, pueden tener sobre las decisiones directivas que definen el método de pago, la diversificación o la internacionalización de la operación, realizamos un análisis empírico siguiendo la metodología de Heckman en dos etapas (1979), pues de esta forma se puede controlar por el posible sesgo de selección y la endogeneidad de las decisiones relativas al método de pago, la diversificación y la internacionalización, así como la influencia que en todo ello puedan tener el entorno legal e institucional y la estructura de propiedad de las empresas.

En el capítulo 4 se analiza la decisión del método de pago de las F&As y la valoración que a su vez realizan de la operación los accionistas de la empresa adquirente, considerando la influencia en todo ello de la estructura de propiedad y del entorno legal e institucional. Planteamos que la mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente puede tener dos efectos contrapuestos en la valoración de las F&As, según el método de pago elegido. Por una lado, mayor concentración de la propiedad puede actuar como mecanismo de control directivo, reduciendo los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, de manera que las F&As pagadas con efectivo sean mejor valoradas que en empresas con estructuras de propiedad dispersa (control directivo). Sin embargo, mayor concentración de la propiedad puede dar lugar a problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, de modo que, los accionistas mayoritarios

evitarán pagar con acciones para no perder el control de la empresa, siendo el pago con efectivo valorado negativamente en empresas con mayor concentración de la propiedad (anti-dilución). Por otro lado, dos efectos contrapuestos pueden ser asociados al entorno legal e institucional en el país de la adquirente. En entornos con débil calidad legal e institucional, los menores costes de obtener beneficios privados provocan que el pago con efectivo se asocie al objetivo de no diluir la propiedad, o a su utilidad como alternativa al reparto de dividendos, siendo el pago con efectivo peor valorado que en otros países (beneficios privados). Sin embargo, los mayores costes de pagar con acciones pueden justificar la elección de efectivo como medio de pago y su valoración positiva por los accionistas de la adquirente (costes de financiación). Adicionalmente a las hipótesis planteadas, consideramos la posibilidad de que el método de pago sea una decisión endógena en la valoración de las F&As, en la medida que esté condicionada por los conflictos de agencia, el entorno legal e institucional, así como por las propias características de las empresas.

Los resultados de la investigación desarrollada en esta tesis muestran que las empresas adquirentes emprenden más operaciones de F&A pagadas con efectivo en aquellos países con menor protección del inversor y menor desarrollo de los mercados de control corporativo. Además, los accionistas de la empresa adquirente valoran mejor las F&A pagadas con efectivo cuanto mayor es la concentración de la propiedad en la empresa adquirente, de acuerdo con la hipótesis que asocia mayor control directivo a la concentración de la propiedad, frente al objetivo que podrían tener los accionistas mayoritarios de evitar diluir la propiedad para así obtener beneficios privados del control. Cuando la adquirente pertenece a un entorno con mayor calidad legal e institucional, las F&As pagadas con efectivo se valoran también mejor, de acuerdo con la existencia de mayores costes en estos entornos para extraer beneficios privados y por tanto la menor utilidad de mantener el control por parte de directivos y accionistas (evitar la dilución de la propiedad pagando en efectivo).

En el capítulo 5 se analiza la decisión de diversificación de la actividad a través de las F&As y su influencia sobre la valoración de la operación por los accionistas de la empresa adquirente, examinando la relevancia del entorno legal e institucional y de la estructura de propiedad. El mayor control directivo en empresas con propiedad concentrada podría reducir sus incentivos a emprender operaciones motivadas por el interés y orgullo directivo (Jensen, 1986; Stulz, 1990). Sin embargo, los accionistas mayoritarios podrían promover F&As que diversifiquen, con el objetivo de reducir el riesgo de su cartera de inversión, sin que ello beneficie a los accionistas minoritarios (Amihud y Lev, 1981). Además, las F&As de diversificación podrían ser más frecuentes en unos países que en otros, dependiendo de los costes de obtener beneficios privados para los accionistas de control, así como de los costes de acceder a financiación externa en cada contexto. Menores costes del control incrementan los incentivos de los directivos, o de los accionistas de control, a tener comportamientos oportunistas, en este caso a través de las F&A (Johnson et al., 2000; Lins, 2003). Sin embargo, por otro lado, la diversificación de la empresa vía F&As podría generar un mercado de capitales interno que contribuya a superar las restricciones financieras en los mercados de capitales externos (Fauver et al., 2003). A su vez, la ventaja del mercado de capitales interno puede ser más valorada en entornos con débil calidad legal e institucional, por ser en estos casos mayores las restricciones financieras (mercado de capitales interno).

No obstante, si los conflictos de agencia favorecen la F&A, la valoración será peor en países con débil calidad legal e institucional, pues los directivos o los accionistas mayoritarios tendrán más facilidad para ser oportunistas (oportunismo directivo o de los accionistas mayoritarios). Esta relación puede verse matizada por la estructura de propiedad de la empresa, pues en entornos con peor calidad legal e institucional, mayor concentración de la propiedad puede o bien mitigar los conflictos de agencia en las operaciones de F&As que diversifican la actividad, por el mayor control directivo que facilita (control directivo), o bien por otro lado incrementar estos costes en caso de que favorezca conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios (beneficios privados).

Los resultados del análisis empírico realizado muestran que fuerte calidad legal e institucional influye negativamente en la decisión de realizar una F&A que diversifique la actividad, asociándose a los mayores costes de obtener beneficios privados y a la menor necesidad de crear mercados de capitales internos en tales entornos. Se observa que esta decisión es mejor valorada por los accionistas de la adquirente cuanto peor es la calidad legal e institucional del país, lo que está de acuerdo con las ventajas que conlleva para las empresas la creación de un mercado de capitales interno, frente a la relevancia de los mayores conflictos de agencia en estos países. Asimismo, se observa que los accionistas de la adquirente valoran mejor las F&As que diversifican cuanto peor es el entorno legal e institucional, aún cuando se controle por la mayor concentración de la propiedad de la empresa adquirente.

En el capítulo 6 estudiamos la decisión de que la F&A sea transnacional, así como su valoración por los accionistas de la empresa adquirente. Al igual que en las F&As que diversifican la actividad, la mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente podría incrementar el control directivo, evitando las operaciones motivadas por el mero crecimiento internacional, o que los accionistas mayoritarios persigan diversificar internacionalmente el riesgo de su cartera de inversión. No hemos encontrado investigaciones que analicen la influencia de la estructura de propiedad sobre la valoración de las F&As transnacionales. En esta investigación planteamos que mayor concentración de la propiedad en la empresa adquirente puede tener dos efectos contrapuestos en la valoración de las F&As transnacionales. Por un lado, mayor concentración de la propiedad se valora mejor en las F&As transnacionales si se espera que mitiguen los problemas de agencia entre directivos y accionistas (control directivo). Por otro lado, mayor concentración de la propiedad puede dar lugar a problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios (beneficios privados). Si los accionistas mayoritarios pretenden diversificar su cartera de inversión mediante las F&As transnacionales, la valoración de estas operaciones será peor que en empresas con estructuras de propiedad más dispersa.

Por lo que se refiere a la influencia del entorno legal e institucional, la evidencia empírica disponible muestra que en entornos con débil calidad legal e institucional se limitan las posibilidades de expansión de las empresas, promovándose las F&A transnacionales (Rossi y Volpin, 2004; Bris y Cabolis, 2008; Martynova y Renneboog, 2008). Ahora bien, la valoración de las F&As transnacionales puede variar dependiendo de las diferencias entre las características del entorno legal e institucional de la adquirente y de la adquirida (Stark y Wei, 2004; Moeller y Schlingemann, 2005; Bris y Cabolis, 2003; Martynova y Renneboog, 2008; Kuipers et al., 2009), sin que hasta el

momento las investigaciones hayan llegado a una conclusión común. Peor calidad legal e institucional en el país de la adquirida puede ser fuente de valor para la empresa adquirente, debido a la ventaja en costes de adquisición en estos países, así como a las mejoras de eficiencia derivadas de las transferencias de gobierno corporativo (bajos costes de adquisición). Por el contrario, los mayores riesgos operativos podrían dificultar la operación, así como también, el precio de adquisición podría ser más elevado en estas operaciones, si la empresa adquirida exige un prima elevada, para compensar los beneficios de control a los que renuncia al vender la empresa a la adquirente (Bris y Cabolis, 2008) (altos costes de adquisición).

Los resultados del análisis que realizamos en la tesis de las F&As transnacionales muestran que la existencia de accionistas mayoritarios y la peor calidad legal e institucional en el país de la adquirente promueven las operaciones de F&A transnacionales. Asimismo, después de controlar por la posible endogeneidad de esta decisión, observamos que mejor entorno legal e institucional en el país de la adquirente influye positivamente en la valoración de sus accionistas, de acuerdo con las mejoras de eficiencia derivadas de las transferencias de gobierno corporativo entre países y consistente con menores conflictos de agencia en el país de la adquirente y menores costes de adquisición en el país de la adquirida para empresas procedentes de entornos con fuerte calidad legal e institucional, y en contra de los argumentos de mayores dificultades operativas y mayores costes de adquisición. Mejor calidad legal e institucional en el país de la adquirida, afecta negativamente a la valoración de estas decisiones, de acuerdo con los mayores costes de adquisición para las empresas procedentes de peores entornos legales e institucionales. Este resultado apoya los argumentos planteados sobre los mayores precios de adquisición, debido al endurecimiento de las condiciones de entrada en países con fuerte calidad legal e institucional, para empresas procedentes de entornos con débil calidad legal e institucional, tras la aprobación de la *Sarbanes-Oxley Act* (2002), en EEUU y de los cambios regulatorios de gobierno corporativo en Europa.

En síntesis, la investigación desarrollada en esta tesis doctoral indica que el entorno legal e institucional de las empresas, así como su estructura de propiedad, contribuyen a explicar el tipo de F&A elegida, en cuanto al método de pago, la diversificación y el ámbito geográfico de la operación, al mismo tiempo que influyen en la valoración que realizan los accionistas de la empresa adquirente del anuncio de la operación. Los resultados de esta tesis muestran que, mayor porcentaje de propiedad del accionista mayoritario, en la empresa adquirente, reduce la probabilidad de pagar la operación con efectivo e incrementa la probabilidad de emprender F&As transnacionales, no observándose relación con la decisión de diversificación de la actividad. Por su parte, la mayor protección del inversor, el desarrollo de los mercados financieros y de control corporativo, en entornos con fuerte calidad legal e institucional, reducen la probabilidad de pagar toda la operación con efectivo, llevar a cabo una F&A de diversificación, y que sea transnacional.

En lo que se refiere a la valoración de las F&As por parte de los accionistas de la empresa adquirente, los resultados muestran que las F&As pagadas con efectivo se valoran más positivamente cuanto mayor es la concentración de la propiedad en la empresa adquirente, de acuerdo con el argumento de que la concentración de la

propiedad incrementa el control directivo en estas empresas y reduce las F&As motivadas por el comportamiento oportunista de los directivos. Asimismo, las F&As pagadas con efectivo se valoran más positivamente cuanto mejor es el entorno legal e institucional. Este resultado está en consonancia con los beneficios de la dispersión de propiedad, derivados del pago con acciones, en entornos con débil calidad legal e institucional. Por su parte, en entornos con fuerte calidad legal e institucional, las F&As que diversifican la actividad son valoradas peor que las que no diversifican, aún cuando la adquirente tenga una estructura de propiedad concentrada. Este resultado apoya la hipótesis de que la creación de mercados de capitales internos en las empresas es más beneficiosa en países con débil calidad legal e institucional. La adquisición de empresas en otros países con entornos con peor calidad legal e institucional es valorada positivamente por sus accionistas, de acuerdo con la infravaloración de la empresa objetivo que se espera y con las mejoras de eficiencia derivadas de las transferencias de mejores prácticas de gobierno corporativo de la adquirente a la adquirida. Mejor calidad legal e institucional en el país de la adquirida influye negativamente sobre la valoración de las F&As transnacionales, consistente con los mayores costes de adquisición en países con mejor calidad legal e institucional.

De acuerdo con los resultados obtenidos en la tesis, concluimos que las características de las operaciones de F&A en los distintos países, y la valoración que sus accionistas realizan de la operaciones, están condicionadas por las características legales e institucionales de los países implicados, en términos de protección del inversor (accionista y acreedor) y desarrollo de los mercados de control corporativo, así como por la estructura de propiedad de la adquirente. El entorno legal e institucional y la estructura de propiedad son por consiguiente aspectos relevantes para directivos y accionistas cuando acometen y valoran estas decisiones corporativas. En consecuencia, las mejoras de gobierno corporativo introducidas en los diferentes países cabe esperar que redunden en aumentos de valor para los accionistas cuando se realizan operaciones de crecimiento empresarial vía F&A.

Limitaciones y futuras líneas de investigación

Por lo que se refiere a las limitaciones de la tesis, destacamos las siguientes. No ha sido posible analizar la influencia en la valoración de las F&As de mecanismos de gobierno corporativo internos, como la compensación de los directivos, o las características de los consejo de administración en cada empresa, aspectos que pueden influir en los conflictos de agencia entre directivos y accionistas. Tampoco se ha podido examinar la influencia de la estructura de propiedad de la empresa adquirida en la valoración de las F&As por parte de los accionistas de la adquirente, al no disponer de información al respecto para las empresas adquiridas no cotizadas en países no europeos. En esta investigación tampoco se aborda el análisis de la posible influencia de mecanismos de control corporativo como las medidas anti-opa, tanto en la empresa adquirente como en la adquirida. La falta de una base de datos internacional que proporcione información sobre esta cuestión, como la que proporciona el “*Investor Responsibility Research Center (IRRC)*” para las empresas cotizadas estadounidenses, no permite su estudio en las F&As europeas.

Las líneas de investigación futuras que se proyectan tras la presentación de esta tesis doctoral se dirigen, por un lado, al estudio de cómo los mecanismos de gobierno corporativo internos, como la compensación directiva ligada a los beneficios empresariales, podrían influir en la valoración de las F&As, al reducir los conflictos entre accionistas y directivos, actuando como mecanismos complementarios, o sustitutivos, de la concentración de la propiedad y de la fuerte calidad legal e institucional. La nueva regulación en temas relacionados con la mayor transparencia de los salarios de los directivos, permitirá recopilar la información necesaria para abordar el estudio de esta cuestión en el entorno europeo.

Otro tema propuesto para investigaciones futuras es el estudio de la influencia de la estructura de propiedad de la empresa adquirida y su relación con la estructura de propiedad de la adquirente, de manera que se puedan analizar las diferencias en la valoración de las F&As cuando ambas empresas pertenecen a un mismo grupo empresarial o los accionistas mayoritarios estén presentes en ambas, frente a cuando sean empresas cuya estructura de propiedad no está relacionada. La presencia de los mismos accionistas mayoritarios en la empresa adquirente y en la adquirida puede dar lugar a problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, facilitando que los accionistas mayoritarios expropien riqueza a los accionistas minoritarios de la adquirente que a través de las F&As. Dada la limitación mencionada acerca de la falta de información sobre la estructura de propiedad de las empresas adquiridas no cotizadas en países no europeos, para poder abordar el estudio de esta cuestión habría que considerar sólo las F&As entre empresas cotizadas, o bien limitar el estudio a la adquisición de empresas europeas.

FINAL CONCLUSIONS

FINAL CONCLUSIONS

The aim of this Doctoral Thesis is to analyze if the Merger and Acquisition (M&A) valuation by acquiring shareholders depends on the discretionary managerial decisions, in relation to the payment method, the diversification and the geographic scope (cross-border or domestic M&As), taking into account that these decisions may be endogenous. At the same time, the M&A valuation by acquiring shareholders may be conditioned by the ownership structure and the legal and institutional environment, since these aspects may influence the agency conflicts, asymmetric information and transaction costs.

The main motivation for establishing this research is the lack of agreement in the results of previous studies about the M&A valuation by acquiring shareholders. The review of the available theoretical and empirical evidence leads us to consider that the M&A valuation cannot be examined in general, without attending to the kind of transaction: paid with cash or stocks, diversified or non-diversified M&As and cross-border or domestic M&As, given that these decisions are conditioned in turn by the agency conflicts, asymmetric information problems and transaction costs.

Previous studies highlight that acquiring managers might undertake M&A transactions motivated by the increase of the firm size, their remuneration and their own prestige (Roll, 1986), diversify their risk in the firm (Amihud and Lev, 1981), avoid dividend payments (Jensen, 1986), or benefit from the temporal overvalued stocks in the stock markets (Rhodes-Kropf and Viswanathan, 2004; Shleifer and Vishny, 2003), though these transactions may destroy value for shareholders. Transactions motivated by self-interests and managerial *hubris*, or by the stock overvaluation will be less frequent the higher the managerial control in the firm. As a consequence, we establish that the higher ownership concentration in the acquiring firm is relevant when influencing the managerial control and when reducing the agency conflicts between shareholders and managers. Therefore, the M&A transactions that destroy value will be decreased.

However, the majority shareholders might claim to undertake M&As that allow them to get private benefits at the expense of minority shareholders, resulting in a negative valuation in the capital markets.

The managerial or majority shareholders' possibilities of obtaining private benefits vary among countries depending on the legal and institutional environment (La Porta et al., 1997, 1998; Nenova, 2003; Dyck and Zingales, 2004). In those countries with strong legal and institutional environments in terms of investor protection (shareholders and creditors) and the corporate control market development, the M&A transactions motivated by the managerial or majority shareholders' incentives will be lower. At the same time, the investor protection determines the cost of accessing external funding and the corporate control mechanisms that dominate in each country which may determine the design of the M&A transaction.

The results obtained in the analysis of the M&A transactions announced by European firms that acquire a firm in any country in the world, in the period 2002-2007 (447 transactions), show that acquiring shareholders value the M&A announcement positively in different legal and institutional environments. The abnormal return obtained by acquiring shareholders, estimated following the event study methodology, takes the average value of 0,93% around the M&A announcement (chapter 3). Also, it shows that firms with high ownership concentration undertake M&As more value-creating than firms with dispersed ownership structure. These results are in line with the relevance of the managerial control when the firm has concentrated ownership structures.

With the objective of analyzing the determinants of different M&A decisions and the M&A valuation by acquiring firm shareholders, we apply the two stage Heckman's methodology (1979) in order to control for the possible selection bias and the endogenous character of the payment method, the activity diversification through M&As and the cross-border M&As.

Chapter 4 analyzes if the M&A valuation according to the payment method chosen depends on the ownership structure of the acquiring firm and the legal and institutional environment. We establish that higher ownership concentration in the acquiring firm may have two contrary effects on the M&A valuation according to the payment method used. On the one hand, higher ownership concentration may act as a managerial control mechanism, reducing agency conflicts between managers and shareholders. Therefore, M&As paid with cash are better valued in these firms than in those firms with dispersed ownership (*managerial control*). However, higher ownership concentration may provoke majority shareholders to avoid the stock payment in order to maintain the control, as cash payment is valued negatively by acquiring shareholders in firms with concentrated ownership structure (*anti-dilution*). The lower costs of extracting private benefits in countries with weak legal and institutional environments may provoke the cash payment to be associated with the control retention, or as an alternative of dividend distribution (*private benefits*). However, the higher costs of stock payment may justify the cash choice. Therefore, two contrary effects may be associated with the weak legal and institutional environment in the acquiring country (*financing costs*). Besides, we examine if the payment method is an endogenous decision on the M&A valuation to be

determined by the possible loss of control of the majority shareholders, or for the agency conflicts between managers and shareholders, as well as for the acquiring firm's characteristics.

The results of the research conducted in this thesis show that acquiring firms undertake more cash payment M&As in those countries with less investor protection and less development corporate control markets. Besides, acquiring shareholders value cash paid M&As better when the largest shareholder of the acquiring firm has high levels of ownership concentration, in line with more managerial control in the firm. The acquiring shareholders value M&A transactions paid with cash better when the acquiring firm belongs to a country with strong legal and institutional quality. This highlights that the anti-dilution of ownership is not associated with the obtaining of private benefits in countries with strong legal and institutional environment.

The second decision that we analyze is the diversification activity through M&As (chapter 5). The higher managerial control in firms with concentrated ownership might reduce the managerial incentives to undertake these M&A transactions motivated by self-interests and managerial hubris (Jensen, 1986; Stulz, 1990). However, majority shareholders may undertake these transactions with the aim of reducing their investment portfolio risk, without minority shareholders benefitting from this type of operation (Amihud and Lev, 1981). The diversified M&As might be more frequent in some countries than others, depending on costs of extracting private benefits, and costs of accessing external fundings. Lower control costs increase the managerial or majority shareholders' incentives to have opportunistic behavior (Johnson et al., 2000; Lins, 2003). In addition, through the diversified M&As, firms might generate an internal capital market that contributes to overcoming financial restrictions for firms in the external capital markets (Fauver et al., 2003). Therefore, the benefits or costs of these deals *a priori* are not clear.

The benefits from the internal capital market generated by the diversified M&As may be more valuable in countries with weak legal and institutional environments, due to the higher financial restrictions (*internal capital markets*). However, if the cause of these deals is the existence of agency conflicts, the valuation of diversified M&As will be lower in countries with a weak legal and institutional environment than those with a strong legal and institutional environment (*managerial or majority shareholders' opportunism*). At the same time, in countries with weak legal and institutional environments more ownership concentration may mitigate agency conflicts in M&As that diversify the activity (*managerial control*), or increase the agency costs if conflicts of interests between majority and minority shareholders appear (*private benefits*).

The findings of the empirical analysis done in the thesis show that a strong legal and institutional environment in the acquiring country influences the decision to undertake M&As that diversify the activity negatively, associated with higher costs of extracting private benefits and the lower need to create internal capital markets. It is shown that acquiring shareholders value diversified M&As better when the quality of the legal and institutional environment of the acquiring firm is weak, even though it is controlled by the higher ownership concentration of the acquiring firm. This is in line with the benefits of the internal capital markets generated in the firms.

The last decision that we examine in detail is that the M&A is cross-border (chapter 6). Just like M&As that diversify the activity, concentrated ownership structure in the acquiring firm might increase the managerial control, avoiding the transactions motivated by the mere international growth, or those which diversify their portfolio risk internationally. However, there is no empirical evidence that analyzes the influence of the ownership structure on the cross-border M&A valuation. We establish that the higher ownership concentration may have two contrary effects on the cross-border M&A valuation. Higher ownership concentration will be valued better in cross-border M&As if it is expected that this type of ownership structure mitigates agency problems between managers and shareholders (*managerial control*). However, majority shareholders may intend to diversify their investment portfolio internationally through cross-border M&As, as these deals are valued worse in these firms than those with dispersed ownership structure (*private benefits*).

The available empirical evidence shows that firms' expansion possibilities are limited in environments with weak legal and institutional quality, which promotes cross-border M&As (Rossi and Volpin, 2004; Bris and Cabolis, 2008; Martynova and Renneboog, 2008). The cross-border M&As' valuation may vary depending on the differences between characteristics of the acquiring and target legal and institutional environment (Stark and Wei, 2004; Moeller and Schlingemann, 2005; Bris and Cabolis, 2003; Martynova and Renenboog, 2008; Kuipers et al., 2009). The research shows mixed results in relation to the cross-border M&A valuation, the better the legal and institutional environment of the acquiring firm country compared to the target firm country. The worse legal and institutional quality in the target firm country may be a source of value for acquiring firms, due to the advantages of the acquisition costs in these countries, as well as due to the improvement of efficiency from the corporate governance transferences (*lower acquisition costs*). On the contrary, higher operating risks might hinder acquisition negotiations. Also, the acquisition price might be higher in these transactions if the target firms demand a high premium in order to compensate for the renunciation of control benefits when they sell the firm to the acquiring one (Bris and Cabolis, 2008) (*higher acquisition costs*). Therefore, we examine empirically which of these effects dominates.

The results show that higher ownership concentration and the weak quality of the legal and institutional environments in the acquiring firm country promote cross-border M&As. After controlling for the possible endogenous character of cross-border M&A decisions, we observe that a better legal and institutional environment in the acquiring firm country influences the acquiring shareholder M&A valuation positively. This is in line with the efficiency improvements of the corporate governance transferences among countries. It is also in line with lower agency conflicts in the acquiring firm country and with lower acquisition costs in the target firm country for firms from countries with a stronger legal and institutional environment. The stronger legal and institutional environment in the target firm country influences the cross-border M&A valuation negatively, in accordance with higher acquisition costs for acquiring firms from countries with weaker legal and institutional environments. This result is consistent with the hardening of entry conditions in countries with strong legal and institutional environments for firms from countries with weak legal and institutional environments,

after the approval of the *Sarbanes-Oxley Act* (2002) in the US and the corporate governance regulatory changes in Europe.

Summing up, the research development in this thesis indicates that the legal and institutional environment of the firms, as well as their ownership structure contribute to explaining the design of M&A transactions, regarding the payment method, the diversification and the cross-border M&As in each country. The findings of the research done show that higher ownership concentration in the acquiring firm reduces the likelihood of paying for an M&A with cash and increases the likelihood of undertaking cross-border M&As. The higher investor protection, the development of the capital markets and corporate control markets in countries with great legal and institutional quality reduce the likelihood of paying for an M&A with cash and of undertaking diversified M&As and cross-border M&As.

Regarding the M&A valuation by acquiring shareholders, the findings show that the cash paid for M&As are valued positively the higher the ownership concentration in the acquiring firm, in accordance with more managerial control and less M&As motivated by managerial opportunism. Also, M&As paid for with cash are valued more positively the stronger the legal and institutional environment is. This result is in line with the benefits of dispersed ownership in countries with weak legal and institutional environment. The higher investor protection reduces the agency conflicts of the managerial opportunism behavior. Meanwhile, in countries with strong legal and institutional environments, the diversified M&As are valued worse even though the acquiring firm has concentrated ownership structure. The argument that the internal capital market generated is more beneficial in countries with weak legal and institutional environments is maintained. The acquisition of firms in other countries with weaker legal and institutional environments than that of the acquiring firm is valued positively by acquiring shareholders. This valuation is associated with the target firm's infra-valuation and the improvement of efficiency derived from the transferences of the best corporate governance practices from the acquiring firm to the target firm. A stronger legal and institutional environment in the target firm country influences the cross-border M&A valuation negatively, in line with higher acquisition costs, when the target firm comes from a country with a stronger legal and institutional environment.

According to the aim of this thesis and the findings, we conclude that the pattern of the M&A transaction in different countries, and the valuation of these transactions by acquiring shareholders are determined by the legal and institutional characteristics of the country, in terms of investor protection (shareholders and creditors) and the corporate control market development, as well as by the ownership structure in the acquiring firm. The legal and institutional environment and the ownership structure are relevant aspects for managers and shareholders when they undertake and value M&As. The corporate governance improvements of countries will result in the increase of value for firms that undertake entrepreneur growth transaction through M&As.

Limitations and future research lines

As regards the limitations of the thesis, we note the following. It was not possible to analyze the influence of the internal corporate governance mechanism, such as managerial compensation or the characteristics of the board, on the M&A valuation. These aspects may influence agency conflicts between managers and shareholders. Neither has it been able to examine the influence of the target ownership structure on the M&A valuation, because of the lack of ownership information of non-European unlisted target firms. This research does not take into account the analysis of the possible influence of corporate control mechanisms such as anti-takeover measures. The lack of an international database to provide information on this issue, as that provided by the "*Investor Responsibility Research Center (IRRC)*" for U.S. listed companies, does not allow for the study of European M&As.

After the presentation of this thesis, future research lines will be aimed at the study of how internal corporate governance mechanisms, such as managerial compensation linked to firm profits, may influence the M&A valuation. The compensation linked to the firms' profits may reduce agency conflicts between shareholders and managers, acting as complementary or substitute mechanisms to the ownership concentration and the strong legal and institutional quality. The new regulation on issues related to a higher transparency of managerial compensation allows us to collect the information for studying this issue in Europe.

Another topic suggested for future research is to study the influence of the ownership structure of the target firm and its relationship to the ownership structure of the acquirer firm, so that we may analyze the differences of the M&A valuation when both firms belong to the same group or when both firms share the same majority shareholders, compared to firms whose ownership structure is not related. The presence of majority shareholders in both firms may provoke agency problems between majority and minority shareholders, making the wealth expropriation of minority shareholders easier for majority shareholders through M&As. Given the limitation mentioned about the lack of information on the target firm ownership structure when they are non-European unlisted firms, in the study of this issue we should consider only M&As among listed firms, or limit the study to the European firms.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGRAWAL, A., JAFFE, J. Y MANDELKER, G. (1992): "The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly". *Journal of Finance*, vol. 47, págs. 1605-1621.
- AGGARWAL, R. Y SAMWICK, A. (2003): Why do managers diversify their firm? Agency reconsidered. *Journal of Finance*, vol. 58, págs. 71-118.
- AGUIAR-DIAZ, I. Y SANTAMARIA- MARTIN, J. (2006): "El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)". *Cuadernos de Economía de la Empresa*, vol. 26, págs. 47-72.
- AKERLOF, G.A. (1970): "The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, págs. 488-500.
- ALEXANDRIDIS, G., ANTONIOU, A. Y ZHAO, H. (2008): "Belief asymmetry and gains from acquisitions". *Journal of Multinational Financial Management*, vol.18, págs. 443-460.
- AMIHUD, Y. Y LEV. B. (1981): "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economics*, vol. 12, págs. 605-617.
- AMIHUD, Y., LEV, B. Y TRAVLOS, N. (1990): "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions". *Journal of Finance*, vol. 45, págs. 603-616.
- AMIHUD, Y. Y LEV. B. (1999): "Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy towards Diversification?" *Strategic Management Journal*, vol. 20, págs. 1063-1069.
- ANDERSON, R.C., Y REEB, D.M. (2003): "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from S&P 500". *Journal of Finance*, vol. 58, págs. 1301-1328.
- ANTONIOU, A., PETMEZAS, D. Y ZHAO, H. (2007): "Bidder gains and losses of firms involved in many acquisitions". *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 34, págs.1221-1244.
- ASQUITH, P., BRUNER, R. Y MULLINS, D. (1983): "The gains to bidding firms from merger". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, págs. 121-139.
- BALDWIN, J.R. Y CAVES, R.E. (1991): "Foreign Multinational Enterprises and Merger Activity in Canada". In Waverman L (ed), *Corporate Globalisation Through Mergers and Acquisitions: The University of Calgary Press*.
- BASU, N., DIMITROVA, L., Y PEGELIS, I. (2008): "Family control and dilution in mergers". *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, págs. 829-841.

- BATHALA, C.T., MOON, K.P. Y RAO, R.P. (1994): “Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: an agency perspective”. *Financial Management*, vol. 23 (3), págs. 237-260.
- BEBCHUK, L. (1999): “A rent-protection theory of corporate ownership and control”. NBER Working Paper 7203, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- BECK, T. Y LEVINE, R. (2002): “Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank System Matter?” *Journal of Financial Economics*, vol. 64, págs. 147-180.
- BEITEL, P., SCHIERECK, D. Y WAHRENBURG M. (2004): “Explaining M&A success in European banks”. *European Financial Management*, vol. 10, págs. 109-39.
- BEN-AMAR, W., Y ANDRÉ, P. (2006): “Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada”. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33, págs. 517-543.
- BENNEDSEN, M. Y WOLFENZON, D. (2000): “The balance of power in closely held corporation”. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, págs. 113-139.
- BERGER, P.G. y OFEK, E. (1995): “Diversification’s effect on firm value”. *Journal of Financial Economics*, vol. 37, págs.39-65.
- BERGER, P.G. y OFEK, E. (1996): “Bustup takeovers of value destroying diversified firms”. *Journal of Finance*, vol.51, págs. 1175-1200.
- BERLE, A.A. Y MEANS, G.C. (1932): “The Modern Corporation and Private Property”. Macmillan New York. Bekaert, G., Campbell, H., Lundblad, C. y Siegel, S. (2006): “Global Growth Opportunities and market integration”. EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 1697.
- BRADLEY, M., DESAI, A. Y KIM, E.H. (1988): “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”. *Journal of Financial Economics*, vol. 21, págs. 3-40.
- BRADLEY, M.H. Y SUDARAM, A.K. (2004): “Do acquisitions drive performance or does performance drive acquisitions? SSRN Working paper.
- BRIS, A. (2005): “Do Insider Trading Laws Work?”. *European Financial Management*, vol. 22, págs. 4009-4056.
- BRIS, A., Y CABOLIS, C. (2008): “The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers”. *The Review of Financial Studies*, vol. 21, págs. 605-649.
- CAMPA, J.M. Y KEDIA S. (2002): “Explaining the diversification discount”. *The Journal of Finance*, vol. 57, págs. 1731-1762.

- CAMPA, J.M. Y HERNANDO, I. (2004): "Shareholder value creation in European M&As". *European Financial Management*, vol. 10, págs. 47-81.
- CAMPA, J.M. Y HERNANDO, I. (2006): "M&A performance in the European financial industry". *Journal of Banking & Finance*, vol. 30, págs. 3367-3392.
- CAMPBELL, C.J., LO, A.W. Y MACKINLAY, A.C. (1997): "Event-study analysis". Chapter 4 in *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press.
- CARNEY, M. (2005): "Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms". *Entrepreneurship Theory and Practice* vol. 29, págs. 249-265.
- CHANG, S. (1998): "Takeovers of privately held targets, method of payment, and bidder returns". *Journal of Finance*, vol. 53, págs. 773-784.
- CHAN, S., Y MAIS, E. (2000): "Managerial motives and merger financing". *The Financial Review*, vol. 35, págs. 139-152.
- CHANEY, P., LOVATA, L.M. Y PHILIPICH, K.L. (1991). "Acquiring firm characteristics and the medium of exchange". *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 30, págs. 55-69.
- CHUA, J. H., CHRISMAN, J. J., Y SHARMA, P. (1999): "Defining the family business by behavior". *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 23, págs.19-39.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. Y LANG, L.H.P. (2002): "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings". *Journal of Finance*, vol.57, págs. 2741-2771.
- COFFEE, J. (1999): "The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications". *Northwestern Law Review*, vol. 93, págs. 631-707.
- COMMENT, R. Y JARRELL, G. (1995): "Corporate focus and stock return". *Journal of Financial Economics*, vol. 37, págs. 67-87.
- CONN, R.L., COSH, A., GUEST, P.M. Y HUGHES, A. (2005): "The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions". *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, págs. 815-71.
- CORRADO, C.J. (1989): "A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of Financial Economics*, vol. 23, págs. 385-395.
- CRESPÍ, R., GARCÍA-CESTONA, M.A. (2002): "Ownership and Control of Spanish Firms" *The Control of Corporate Europe*, vol. 22, págs. 207-228.

- CUERVO GARCÍA, A. (2002): "Corporate governance Mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control". *Corporate Governance an International Review*, vol.10, págs. 84-93.
- CYBO-OTTONE, A.Y MURGIA, M. (2000): "Mergers and shareholder wealth in European banking". *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, págs. 831-859.
- DAHLQUIST, M., PINKOWITZ, L.F., STULZ, R.M. Y WILLIAMSON, R. (2003): "Corporate governance and the home bias". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, págs. 87-110.
- DANBOLT, J. (2004): "Target company cross-border effects in acquisitions into the UK", *European Financial Management*, vol. 10, págs. 83-108.
- DE LONG, G.L. (2001): "Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers". *Journal of Financial Economics*, vol. 59, págs. 221-252.
- DEMSETZ, H. Y LEHN, K. (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Finance*, vol. 53, págs. 773-784.
- DENIS, D.J., DENIS, D.K., Y SARIN, A. (1997): "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification". *Journal of Finance*, vol. 52, págs. 135-160.
- DENIS, D.J., DENIS, D.K. Y YOST, K. (2002): "Global diversification, industrial diversification, and firm value". *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 1951-1979.
- DENIS, D.K. Y McCONNELL, J.J. (2003): "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, págs. 1-36.
- DJANKOV, S., MCLIESH, C. Y SHELEIFER, A. (2003): "Private credit in 129 countries". *Journal of Financial Economics*, vol.84, págs. 299-329.
- DJANKOV, S., LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (2008): "The law and economics of self-dealing". *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- DODD, P. Y WARNER, J.B. (1983): "On corporate governance- A study of proxy contests". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, págs. 401-438.
- DOIDGE, C., KAROLYI, A., STULZ, R. (2007): "Why do countries matter so much for corporate governance?" *Journal of Financial Economics*, vol. 86, págs.1-39
- DONG, M., HIRSHLEIFER, D., RICHARDSON, S. Y TEOH, S.H. (2006): "Does investor misevaluation drive the takeover market?". *Journal of Finance*, vol. 61, págs. 725-762.
- DOUKAS, J. Y TRAVLOS, N.G. (1988): "The effect of corporate multi-nationalism on shareholders wealth: Evidence from international acquisitions". *Journal of Finance*, vol. 43, págs. 1161-1175.

- DOUKAS, J., Y KAN, O.B. (2008): "Investment decisions and internal capital markets: Evidence from acquisitions". *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, págs.1484-1498.
- DYCK, A. Y ZINGALES, L. (2004): "Private Benefits of Control: An International Comparison." *Journal of Finance*, vol. 59(2), págs. 537-600.
- ENRIQUES, L. Y VOLPIN, P. (2007): "Corporate Governance Reforms in Continental Europe". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, págs. 117-140.
- FACCIO, M. Y MASULIS, R.W (2005): "The choice of payment in European mergers and acquisitions". *Journal of Finance*, vol. 60, págs. 1345-1388.
- FACCIO, M., Y LANG, L.H.P. (2002): "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, págs. 365-395.
- FACCIO, M., McCONNELL, J. Y STOLIN, D. (2006): "Returns to acquirers of listed and unlisted targets". *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 41, págs. 198-220.
- FAMA, E.F. Y JENSEN, M.C. (1983) "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, vol. 26, págs. 301-325.
- FAUVER, L., HOUSTON, J. Y NARANJO, A. (2003): "Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and Value of Corporate Diversification: a Cross-Country Analysis". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, págs. 135-157.
- FAUVER, L., HOUSTON, J., Y NARANJO, A. (2004): "Cross-country evidence on the value of corporate industrial and international diversification". *Journal of Corporate Finance* vol. 10, págs. 729-752.
- FERREIRA, M., Y MATOS, P. (2008): "The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world?" *Journal of Financial Economics*, vol. 88, págs. 499-533.
- FERREIRA, M., MASSA, M., Y MATOS, P. (2010): "Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions". *The Review of Financial Studies*, vol. 23, págs. 601-644.
- FRANCIS, B.B., HASAN, I. Y SUN, X. (2008): "Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for U.S. acquirers in cross-border mergers and acquisitions". *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, págs.1522-1540.
- FRANKS, J. Y MAYER, C. (1996): "Hostile takeovers and the correction of managerial failure". *Journal of Financial Economics*, vol. 40, págs. 163-181.

- FRANKS, J., MAYER, C. Y RENNEBOOG, L. (2001): "Who disciplines management in poorly performing companies?". *Journal of Financial Intermediation*, vol. 14, págs. 943-977.
- FRANK, J., MAYER, C. Y ROSSI, S. (2009): "Ownership: Evolution and Regulation". *The Review of Financial Studies*, vol. 22, págs. 4009-4056.
- FULLER, K., NETTER, J. Y STEGEMOLLER, M. (2002): "What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions". *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 1763-1793.
- GUILLAN, S., Y STARKS, L. (2003): "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective". *Journal of Applied Finance*, vol. 13, págs. 4-22.
- GOERGEN, M., MARTYNOVA, M. Y RENNEBOOG, L. (2005): "Corporate goernance coverage: Evidence from takeover regulation reforms". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, págs. 243-268.
- GOERGEN, M. Y RENNEBOOG, L. (2004): "Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids". *European Financial Management*, vol. 10, págs. 9-45.
- GOERGEN, M., Y RENNEBOOG, L. (2008). "Contractual corporate governance". *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, págs. 166-182.
- GONZÁLEZ, V.M Y GONZÁLEZ, F. (2008): "Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence". *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, págs. 363-375.
- GRAEBNER, M.E. Y EISENHARDT, K.M. (2004): "The seller's side of the story: acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms". *Administrative Science Quarterly*, vol. 49, págs. 366-403.
- GRAHAM, J., LEMMON, M. Y WOLF, J. (2001): "Does corporate diversification destroy Value?" *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 695-720.
- GREGORY, A. (1997): "An examination of the long rung performance of UK acquiring firms". *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, págs. 971-1002.
- GREGORY, A. Y Mc CORRISTON, S. (2002): "Foreign acquisitions by UK limited companies: long-run performance in the US, Continental Europe and rest of the world". Working Paper. Financial Market Research Centre, University of Exeter.
- GROSSMAN, S. Y HART, O. (1980): "Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation". *Bell Journal of Economics*, vol. 10, págs. 20-30.

- GRULLON, G., MICHAELY, R. Y SWARY, I. (1997): "Capital Adequacy, Bank Mergers, and the medium of payment", *Journal of Business, Finance & Accounting*, vol. 24, págs. 97-124.
- HAGENDORFF, J., COLLINS, K. Y KEASEY, K. (2007): "Inversor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and US". *Journal of Banking & Finance*, vol. 54, págs. 1969-1997.
- HANSEN, R. (1987): "A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions". *Journal of Business*, vol.60, págs. 75-95.
- HARFORD, J. (1999): "Corporate cash reserves and acquisitions". *Journal of Finance*, vol. 54, págs. 1969-1997.
- HARRIS, M. Y RAVIV, A. (1996): "The capital budgeting process, incentives and information". *Journal of Finance*, vol. 51, págs. 1139-1174.
- HAYEK, F. (1960): "The Constitution of Liberty". The University of Chicago Press, Chicago.
- HEALY, P., PALEPU, K. Y RUBACK, R. (1997): "Which takeovers are profitable: strategic or financial?". *Sloan Management Review*, vol. 38, págs. 45-57.
- HECKMAN, J. (1976): "The common structure of statistical models of truncation, sample selection, and limited dependent variables and a sample estimator for such models". *Annals of Economic and Social Measurement*, vol. 5, págs. 475-492.
- HECKMAN, J. (1979): "Sample selection bias as a specification error". *Econometrica*, vol.47, págs. 153-161.
- HOUSTON, J.F. Y RYNGAERT, M.D. (1994): "The overall gains from large bank mergers". *Journal of Banking & Finance*, vol. 18, págs. 1155-1176.
- JACKSON, H.E. Y ROE, M.J. (2009): "Public and private enforcement of securities laws: Resources-based evidence". *Journal of Financial Economics*, vol. 93, págs. 207-238.
- JAMES, H.S. (1999): "Owner as manager, extended horizons and the family firm". *International Journal of the Economics of Business*, vol. 6 , págs. 41-55.
- JENSEN, M. Y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, págs. 305-360.
- JENSEN, M. C. Y MURPHY, K. (1990): "Performance pay and top management incentives". *Journal of Political Economy*, vol. 98, págs. 225-264.
- JENSEN, M.C. Y RUBACK, R.S. (1983): "The market for corporate control: the scientific evidence". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, págs. 5-50.

- JENSEN, M.C. (1986): "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review*, vol. 76, págs. 323-329.
- JENSEN, M. C. (1993): "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems". *Journal of Finance*, vol. 48, págs. 831-880.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (2000): "Tunneling". *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 90, págs. 22-27.
- KAUFMANN, D., KRAAY, A. Y MASTRUZZI, M. (2007): "Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006". *World Bank Policy Research June 2007*.
- KHANNA, T., Y PALEPU, K. (1997): "Why focuses strategies may be wrong for emerging markets". *Harvard Business Review*, vol. 75 , págs. 41-51.
- KHANNA, T., Y PALEPU, K. (2000): "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups". *Journal of Finance*, vol. 55, págs. 867-822.
- KOEPLIN, J., SARIN, A. Y SHAPIRO, A.C. (2000): "The private company discount". *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, págs. 94-101.
- KOSE, J., FREUND, S., NGUYEN, D. Y VASUDEVAN, G.K. (2010): "Investor Protection and Cross-Border Acquisitions of Private and Public Targets". *Journal of Corporate Finance*, in press.
- KUIPERS, D. R., MILLER, P. D. Y PATEL, A. (2009): "The legal environment and corporate valuation: Evidence from cross-border takeovers". *International Review of Economics and Finance*, vol. 18, págs. 552-567.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1997): "Legal determinantes of external finance". *Journal of Finance*, vol. 52, págs. 1131-50.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1998): "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106, págs. 113-1155.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. (1999): "Corporate ownership around the world". *Journal of Finance*", vol. 54, págs. 471-517.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (2000): "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, págs. 3-27.
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (2008): "The economic consequences of legal origins". *Journal of Economic Literature*, vol. 46, págs. 285-332.

- LANG, L.H.P., STULZ, R.M. Y WALKING, R.A. (1989): “Managerial performance, Tobin’s Q, and the gains from successful tender offers”. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, págs. 137-154.
- LANG, L. Y STULZ, R.M. (1994): “Tobin’s Q. Corporate diversification and firm performance”. *Journal of Political Economy*, vol. 102, págs. 1248-1280.
- LEASE, R.C., MCCONNELL, J.J. Y MIKKELSON, W.H. (1983): “The market value of control in publicly traded corporations”. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, págs.439-471.
- LIN, C. Y SU, D. (2008): “Industrial diversification, partial privatization and firm valuation: Evidence from publicly listed firms in China”. *Journal of Corporate Governance*, vol. 14, págs. 405-417.
- LINS, K. Y SERVAES, H. (1999): “International evidence on the value of corporate diversification”. *Journal of Finance*, vol. 54, págs. 2215-2239.
- LINS, K. Y SERVAES, H. (2002): “Is corporate diversification beneficial in emerging markets? *Financial Management*, vol. 31, págs. 5-31.
- MACKINLAY, A.C. (1997): “Event studies in Economics and Finance”. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, págs. 13-39.
- MAHONEY, P. (2001): “The common law and economic growth: Hayek might be right”. *Journal of Legal Studies*, vol. 30, págs. 503-525.
- MAKSIMOVIC, V. Y PHILLIPS, G. (2002): “Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 721-767.
- MAQUIERIA, C., MEGGINSON, W. Y NAIL, L. (1998): “Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers”. *Journal of Financial Economics*, nº 48, págs. 3-33.
- MANNE, H. (1965): “Mergers and the market for corporate control”. *Journal of Political Economy*, vol. 75, págs. 110–126.
- MANSI, S. Y REEB, D.M. (2002): “Corporate diversification: what gets discounted? *Journal of Finance* nº 57, págs. 2167-2184.
- MATSUSAKA, J. (2001): “Corporate diversification, value maximization, and organizational capabilities”. *Journal of Business*, vol. 74, págs. 409-431.
- MARTYNOVA, M. Y RENNEBOOG, L. (2006): “Mergers and acquisitions in Europe: the fifth takeover wave”, en: Rennebog, L. (dir), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*. Ed. Elsevier, Amsterdam.

- MARTYNOVA, M. Y RENNEBOOG, L. (2008): “Spillover of corporate governance Standard in cross-border mergers and acquisitions”. *Journal of Corporate Finance*, vol.14, págs. 200-223.
- MARTYNOVA, M., Y RENNEBOOG, L. (2009): “What Determines the Financing Decision in Corporate takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or the Method of payment?”. *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, págs. 290-315.
- MARTYNOVA, M. Y RENNEBOOG, L. (2011):” The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Firth Takeover Wave”. *European Financial Management*, vol. 17, págs. 208–259.
- MARTIN, K.J. (1996): “The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership”. *Journal of Finance*, vol. 51, págs. 227-1246.
- MARTIN, K. Y MCCONNELL, J.J. (1991): “Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Takeover”. *Journal of Finance*, vol. 46, págs. 671-687.
- MASULIS, R. W., WANG, C. Y XIE, F. (2007): “Corporate governance and acquirer returns”. *Journal of Finance*, vol. 62, págs. 1851–1889.
- McCONNEL, J. Y SERVAES, H. (1990): “Additional evidence on equity ownership and corporate value”. *Journal of Financial Economics*, vol. 27, págs. 595-612.
- McWILLIAMS, A. Y SIEGEL, D. (1997): “Event studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”. *Academy of Management Journal*, vol. 40, págs. 626–657.
- MILGROM, P.R. (1987): “Auction theory”. *Advanced in Economic Theory*, Bewley TF (ed). Cambridge University Press: Cambridge, U.K.
- MITCHELL, M.L. Y LEHN, K. (1990): “Do bad bidders become good targets?”. *Journal of Political Economy*, vol. 98 (2), págs. 372-398.
- MOELLER, S.B., SCHLINGEMANN, F.P. Y STULZ, R.M. (2004): “Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?”. *Journal of Financial Economics*, vol. 73, págs. 201-228.
- MOELLER, S. Y SCHLINGEMANN, F. (2005): “Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions“. *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, págs. 533-564. 1
- MORCK, R. Y YEUNG., B. (2003): “Why Firms Diversify: Internalization vs. Agency Behavior”. In: Hand J, Lev B (eds.), *Intangibles*. Oxford University Press.

- MORCK, R., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1988): “Management Ownership and Market Valuation, An Empirical Analysis”. *Journal of Financial Economics*, vol.20, págs. 292-315.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1990): “Do managerial objectives drive bad acquisitions?”. *Journal of Finance*, vol. 45, págs. 31-48.
- MULHERIN, J.H. Y BOONE, A.L. (2000): “Comparing acquisitions and divestitures”. *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, págs. 117-139.
- MYERS, S.Y MAJLUF, N. (1984): “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, págs. 187-221.
- NENOVA, T. (2003): “The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis”. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, págs. 325-351.
- NENOVA, T. (2006): “Takeover laws and financial development”. *World Bank Policy Research Working Paper No. 4029*.
- NETTER, J., STEGEMOLLER, M. Y WINTOKI, M.B. (2011): “Implications of data screens on merger and acquisition analysis: a large sample study of mergers and acquisitions from 1992-2009”. *The Review of Financial Studies*, *forthcoming*.
- NORTH, D. Y WEINGAST, B.R. (1989): “Constitutions and commitment: the evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England”. *Journal of Economic History*, vol. 49, págs. 803-832.
- OFFICER, M. (2007): “The price of corporate liquidity: acquisition discounts for unlisted targets”. *Journal of Financial Economics*, vol. 83, págs. 571–598.
- OFFICER, M., POULSEN, A. Y STEGEMOLLER, M. (2009): “Target-firm information asymmetry and acquirer returns”. *Review of Finance*, vol. 13, págs. 467–493.
- PALPEU, K.G. (1986): “Predicting Takeover Targets: A Methodological Empirical Analysis”. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8 (1), págs. 3-35.
- PAGANO, M., ROELL, A. Y ZECHNER, J. (2002): “The geography of equity listing: Why do companies list abroad?”. *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 2651–2694.
- PAGANO, M., Y VOLPIN, P. (2005): “The political economy of corporate governance”. *American Economic Review*, vol. 95, págs. 1005–1030.
- RAJAN, R., SERVAES, H. Y ZINGALES, L. (2000): “The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment”. *Journal of Finance*, vol. 55 (1), págs. 35-80.

- REESE, W. Y WEISBACH, M. (2002): "Protection of minority shareholder interests, cross-listing in the United States, and subsequent equity offerings". *Journal of Financial Economics*, vol. 66, págs. 65-104.
- RHODES-KROPF, M. Y VISWANATHAN, S. (2004): "Market valuation and merger waves". *Journal of Finance*, vol. 59, págs. 2685–2718.
- RHODES-KROPF, M., ROBINSON, D. Y VISWANATHAN, S. (2005): "Valuation waves and merger activity: the empirical evidence". *Journal of Financial Economics*, vol. 77, págs. 561-603.
- ROTEMBERG, J. Y, SALONER, G. (2004): "Benefits of narrow business strategies". *American Economic Review*, vol. 84, págs. 1330-1349.
- ROLL, R. (1986): "The hubris hypothesis of corporate takeovers". *Journal of Business*, vol. 59, págs. 197-216.
- ROSSI, S. Y VOLPIN, P.F. (2004): "Cross-country determinants of mergers and acquisitions". *Journal of Financial Economics*, vol. 74, págs. 277-304.
- RUMELT, R.P. (1982): "Diversification strategy and profitability". *Strategic Management Journal*, vol. 3, págs. 359-369.
- SAUDARGARAN, S. (1988): "An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges". *Journal of International Business Studies*, vol. 19, págs. 101-127.
- SERVAES, H. (1991): "Tobin's q, agency costs, and corporate control: an empirical analysis of firm specific parameters". *Journal of Finance*, vol. 46, págs. 409-419.
- SERVAES, H. (1996): "The value of diversification during the conglomerate merger wave". *Journal of Finance*, vol. 51, págs. 1201-1225.
- SCHARFSTEIN, D. S. (1998): "The dark side of internal markets II: Evidence from diversified conglomerates". NBER Working Paper Vol. 6352.
- SCHEWERT, G.W. (1996): "Markup pricing in mergers and acquisitions". *Journal of Financial Economics*, vol. 41, págs. 153-192.
- SCHEWERT, G.W. (2000): "Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?". *Journal of Financial Economics*, vol. 41, págs. 153-162.
- SCHULZE, W.S., LUBATKIN, M.H., DINO, R.N. Y BUCHHOLTZ, A.K. (2001): "Agency relationship in family firm: Theory and evidence". *Organization Science*, vol. 12, págs. 99-116.

- SHARMA, P., CHRISMAN, J. J., Y CHUA, J. H. (1997): “Strategic management of the family business: Past research and future challenges”. *Family Business Review*, vol. 10, págs.1-36.
- SHLEIFER, A., Y VISHNY, R. (1989): “Management Entrenchment: The case of manager-specific investments”. *Journal of Financial Economics*, vol. 25, págs. 123-139.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1990): “The takeover wave of the 1980s”.*Science*, vol.17, 1990.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1992): “Liquidation Values and debt capacity: A market equilibrium approach.” *Journal of Finance*, vol. 45, págs. 379-396.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1997): “A survey of corporate governance” *Journal of Political Economy*, vol. 52, págs. 737-783.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (2003): “Stock market driven acquisitions”. *Journal of Financial Economics*, vol. 70, págs. 295-311.
- SHORT, J. C., PAYNE, G. T., BRIGHAM, K. H., LUMPKIN, G. T. Y BROBERG, J. C. (2009): “Family firms and entrepreneurial orientation in publicly traded firms”. *Family Business Review*, vol. 22, págs. 9-24.
- SPAMANN, H. (2005): “ Recoding LLSV’s Law and Finance”, Mimeo, Harvard Law School.
- STARKS, L. Y WEI, K. (2004): “Cross-border mergers and differences in corporate governance”. *European Finance Association Meeting Proceeding*.
- STIGLER, G. J. (1950): “Monopoly and Oligopoly Power by Merger”. *American Economic Review*, vol. 40, págs. 23–34.
- STULZ, R.M. (1988): “Managerial control of voting right, financing policies and the market for corporate control”. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 25-54.
- STULZ, R.M. (1990): “Managerial discretion and optimal financing policies”. *Journal of Financial Economics*, vol. 26, págs. 3-27.
- STULZ, R. (2005): “ The limits of financial globalization”, *Journal of Financial Economics*, vol. 70, págs. 295-311.
- SUDARSANAM, S., HOLL, P. Y SALAMI, A. (1996): “Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure”. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 23, págs. 673-698.
- SUDARSANAM, S. Y MAHATE, A.A (2003): “Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK evidence”, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, págs. 299-42.

- THOMSEN, S. Y PERDERSEN, T. (2000): "Ownership structure and economic performance in the largest European companies". *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 689.
- THOMPSON, R.B. Y THOMAS, R.S. (2004): "The new look of shareholder litigation: acquisition-oriented class actions". *Valderbilt Law Review*, vol. 57, págs. 133-209.
- TRAVLOS, N.G. (1987): "Corporate takeover bids, method of payment and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance*, vol. 42, págs. 973-963.
- VILLALONGA, B. (2004): "Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series". *Journal of Finance*, vol. 59, págs. 475-502.
- VILLALONGA, B. Y AMIT, R. (2006): "How do family ownership, control and management affect firm value?". *Journal of Financial Economics*, vol. 80, págs. 385-418.
- WILLIANSON, O. (1975): "Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization". New York. Collier Macmillan Publishers, Inc.
- WALKER, M. (2000): "Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth". *Financial Management*, vol. 29, págs. 53-63.
- WESTHEAD, P. Y HOWORTH, C. (2006): "Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives". *Family Business Review*, vol. 19, págs. 301-316.
- ZHANG, P. (2003): "What really determines the payment methods in M&A deals", Working paper, Manchester School of Management.
- ZINGALES, L. (1995): "Insider ownership and the decision to go public". *Review of Economic Studies*, vol. 62, págs. 425-448.
- WHITE, H. (1980): "A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity". *Econometrica*, vol.48, págs. 817-838.

ANEXOS

Anexos Parte II

Tabla A.3.1. Matriz Correlaciones

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	1													
2	0.0676	1												
3	-0.0297	0.0104	1											
4	-0.1852***	-0.0690	-0.0516	1										
5	-0.3263***	-0.0808*	0.0892*	0.1026**	1									
6	-0.3432****	-0.0203	0.0838*	0.0611	0.8738***	1								
7	-0.3124***	-0.028	0.0813*	0.058	0.7406***	0.8231***	1							
8	-0.3253***	-0.0248	0.0403	0.1137**	0.8088***	0.8459***	0.8254***	1						
9	-0.1382***	-0.1124*	0.0323	0.1477***	0.7145***	0.4337***	0.4046****	0.5324***	1					
10	0.0434	-0.0002	0.0140	-0.0284	0.0035	-0.0003	0.0170	-0.0086	-0.0065	1				
11	0.0558	-0.0053	-0.1626***	-0.0459	-0.051	-0.0308	-0.0439	-0.0148	-0.0012	0.0209	1			
12	-0.0896*	-0.0213	-0.0353	0.1235***	0.0489	0.0689	0.0563	0.0701	0.0492	-0.0269	-0.1809***	1		
13	0.0208	-0.0068	0.0173	-0.0128	-0.1420**	-0.1262**	-0.1580***	-0.1267***	-0.2441***	0.0321	-0.004	0.0931	1	
14	-0.0468	0.0169	-0.0726	-0.0112	0.0402	0.0652	0.0786	0.0730	-0.0233	0.1359***	0.2005***	-0.0456	0.2870***	1
15	-0.0007	0.0002	-0.0162	-0.0314	-0.0216	-0.0408	-0.0350	-0.0643	-0.0094	-0.0345	-0.0833*	-0.0526	-0.0521	-0.0647
16	0.0331	-0.1670***	-0.1881***	0.2272***	0.0797*	0.1281**	0.1214**	0.1496***	0.0507	0.0421	0.2849***	-0.0293	0.1548***	0.1875***
17	-0.0310	-0.0471	0.7120***	0.0177	0.0584	0.0638	0.0874*	0.0453	0.022	0.0149**	-0.2219***	0.0239	0.0223	-0.0840*
18	-0.0644	0.1260***	0.1970***	-0.1212*	0.0842*	0.0948**	0.0087	0.0283	-0.0143	0.0067	-0.1263***	-0.0995**	0.0189	-0.0412
19	0.0194	0.0348	0.0227	-0.0016	0.0610	0.0400	0.0697	0.0754	0.0256	-0.0381	-0.1465***	-0.0525	0.0608	-0.0616
20	0.0788*	-0.1150**	0.0239	0.0897	0.0324	-0.0448	-0.0562	-0.0883*	0.1316***	0.0549	-0.2769***	0.1790***	-0.0557	-0.0523
21	0.0550	0.0076	-0.0959**	-0.0863*	-0.1486***	-0.1373***	-0.0901*	-0.0761	-0.1226***	-0.0696	0.2413***	-0.1349***	0.0979**	0.1603***
22	-0.1300***	0.0856*	0.0940**	0.0289	0.1494	0.1995	0.153	0.1627***	0.0371	0.0373	-0.0591	0.0126	-0.0702	-0.1493***
23	-0.0005	0.0265	-0.0239	-0.0995**	-0.0380	-0.0442	-0.0576	-0.0548	0.0039	0.0844	0.0168	-0.0084	-0.0435	-0.0195
24	0.1583***	-0.1261***	0.0165	0.0195	-0.1372	-0.2038***	-0.2194***	-0.1599	0.0247	0.0010	0.0662	-0.019	0.0209	-0.0317
25	0.0031	-0.0825*	-0.0538	0.0150	-0.1196**	-0.0506	-0.0246	-0.0396	-0.0937	0.0073	0.1762***	0.0241	-0.0527	0.0233
26	-0.0998**	-0.0077	0.0533	0.0160	0.1148**	0.0882*	0.0733	0.0922*	0.0305	0.0088	-0.0849*	-0.0002	0.048	-0.0043
27	0.044	-0.1041**	-0.1499***	0.0730	-0.0754	-0.0592	0.0109	-0.0008	0.0017	-0.0029	0.1363***	0.0976**	0.0295	0.0390

***, **, *: Significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente

Tabla A.3.1. Matriz Correlaciones (Continuación)

VARIABLES	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
15	1												
16	-0.0272	1											
17	-0.0269	-0.1155**	1										
18	0.0073	-0.3106***	-0.1599***	1									
19	0	-0.0620	-0.0426	0.1153**	1								
20	0.1540***	-0.1418***	0.1450***	-0.1039**	0.0238	1							
21	-0.1318***	0.2084***	-0.1544***	-0.0098	0.0309	-0.5542****	1						
22	0.0296	-0.1303***	0.0636	0.0970***	-0.0561	-0.1657****	-0.7291****	1					
23	-0.0467	-0.0434	-0.0543	0.0376	-0.027	0.0358	0.0395	-0.0762	1				
24	-0.0027	0.1382***	0.0460	-0.0628	0.0700	-0.0861*	0.1653***	-0.1250***	0.1065**	1			
25	-0.0815*	0.1469***	0.0598	-0.2731***	-0.4221***	-0.0564	0.0063	0.0388	-0.045	-0.0790*	1		
26	-0.0002	-0.1333***	-0.0102	0.2669***	0.3874***	-0.0231	0.0064	0.0113	0.0021	0.1273***	-0.2303***	1	
27	-0.0396	0.2273***	0.0599	-0.7233***	-0.1481***	0.0094	0.0276	-0.0404	-0.0232	-0.0431	0.2741***	-0.3824***	1

***, **, *: Significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente

Relación de Variables Tabla Correlaciones

- (1) Propiedad
- (2) Empresa Familiar
- (3) Free Float
- (4) Pérdida Control
- (5) Índice Protección Accionista
- (6) Índice Protección Accionista Minoritario
- (7) Índice Protección Acreedor
- (8) Índice Libertad Económica
- (9) Índice de Gobernabilidad KKZ
- (10) Adquirente No Diversificada
- (11) *Cash Flow*
- (12) *Market to Book*
- (13) Endeudamiento
- (14) Activos Tangibles
- (15) Runup
- (16) Tamaño Adquirente
- (17) Tamaño Relativo Adquirida
- (18) Adquirida No Cotizada
- (19) F&A Amistosa
- (20) F&A Acciones
- (21) F&A Efectivo
- (22) F&A Mixto
- (23) F&A Diversificación
- (24) F&A Transnacional
- (25) Múltiples Compradoras
- (26) Adquisición Total
- (27) OPA

Anexo Capítulo 3

Tabla A.3.2.: Valoración de los Accionistas de la Empresa Adquirente del Anuncio de una F&A

Estudios	Periodo	País adquirente	País adquirida	Ventana	CAAR	Domést vs trans	Incluye financieras
<i>Panel A: Valoración positiva</i>							
Martynova y Renneboog (2008)	1993-2001	Europa	Europa	(-1,+1)	Trans 0,47% / Domést 0,83%	Ambas	No
Antoniou, Petmezas y Zhao (2007)	1985-2004	Reino Unido	Todo el mundo	(-2,+2)	0,74%	Ambas	No
Ben Amar y André (2006)	1998-2002	Canada	Todo el mundo	(-1,+1)	Todas 1% / Familiar 2,1% / No-familiar 0,2%	Ambas	No
Faccio, McConnell y Stolin (2006)	1996-2001	Europa	Europa	(-2,+2)	Cotizadas 0,38% / No cotizadas 1,48%	Doméstica	No
Moeller and Schlingeman (2005)	1985-1995	EEUU	Todo el mundo	(-1,+1)	Transnacionales 0,31%/Domésticas 1,17%.	Ambas	Si
Conn, Cosh, Guest and Hughes (2005)	1984-1998	Reino Unido	Todo el mundo	(-1,+1)	Todas 0,59%/Domést. 0,68% y Trans. 0,33%	Ambas	Si
Georgen y Renneboog (2004)	1993-2000	Europa	Europa	(-2,+2)	Todas 1,18%	Doméstica	No
Campa y Hernando (2004)	1998-2000	Europa	Europa	(-1,+1)	Todas 0,44%	Doméstica	No
Moeller, Schlingemann y Stulz (2004)	1980-2001	EEUU	EEUU	(-1,+1)	Todas 1,10% / Cotiz. -1,02%/ No cotiz. 1,49%	Doméstica	No
Fuller, Netter y Stegemoller (2002)	1990-2000	EEUU	Todo el mundo	(-2,+2)	Todas 1,77% / Cotiz. -1% / No cotiz. 2,08%	Doméstica	No
Cybo-Ottone y Mugia (2000)	1988-1997	Europa	Europa	(-1,+1)	Financieras, 0,99%	Ambas	Si
Chang (1998)	1981-1992	EEUU	EEUU	(-1,0)	Acc-No cotiz 0,09% / Efect-No cotiz 2,64%	Doméstica	No
Maquieira, Meggison y Nail (1998)	1963-1996	EEUU	EEUU	(-60,+60)	No conglomerado 6,14%	Doméstica	No

Tabla A.3.2.: Valoración de los Accionistas de la Empresa Adquirente del Anuncio de una F&A (Continuación)

Estudios	Periodo	País adquirente	País adquirida	Ventana	CAAR	Domést vs trans	Incluye financieras
<i>Panel B: Valoración negativa</i>							
Kuipers, Miller y Patel (2009)	1982-1991	Todo el mundo	EEUU	(-1,0)	Todas-0,92%	Transnacionales	No
Basu, Dimitrova y Paeglis (2008)	1993-2004	EEUU	EEUU	(-2,+2)	Todas-0,4%/Familiar 1,1%/Nofamiliar-1,3%	Doméstica	No
Bris y Cabolis (2008)	1989-2002	Todo el mundo	Todo el mundo	(-2,+2)	Todas -1,12%	Transnacionales	-
Hagendorff, Collins y Keasey (2007)	1996-2004	EEUU y Europa	EEUU y Europa	(-2,+2)	Financieras -0,32%	Ambas	Si
Campa y Hernando (2006)	1998-2002	Europa	Europa	(-1,+1)	Financieras -0,87%	Ambas	Si
Beitel, Schiereck y Wahrenburg (2004)	1985-2000	Europa	Todo el mundo	(-1,+1)	Financieras -0,01%	Ambas	Si
De Long (2001)	1988-1995	EEUU	EEUU	(-10,+1)	Todas-1,68	Doméstica	Si
Walker (2000)	1980-1960	EEUU	EEUU	(-2,+2)	Fusión -1,3% / OPA 0,51%	Domésticas	No
Mulherin y Boone (2000)	1990-1999	EEUU	EEUU	(-1,+1)	Todas -0,37%	Domésticas	No
Maquieira, Meggison y Nail (1998)	1963-1996	EEUU	EEUU	(-60,+60)	Conglomerado -4,79%	Domésticas	No
Travols (1987)	1972-1981	EEUU	EEUU	(-10,+10)	Acc-1,6% / Efec 0,13%	Doméstica	No

Fuente: Elaboración propia.

Anexo Capítulo 4

Tabla A.4.1. Distribución Geográfica (Método de Pago)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida cotizada o no cotizada en cualquier parte del mundo. Se distinguen: 50 F&As pagadas con acciones, 317 F&As pagadas con efectivo y 80 F&As pagadas con mixto de acciones y efectivo.

<i>País</i>	<i>F&As Acciones</i>		<i>F&As Efectivo</i>		<i>F&As Mixto</i>	
	<i>Adquirente</i>	<i>Adquirida</i>	<i>Adquirente</i>	<i>Adquirida</i>	<i>Adquirente</i>	<i>Adquirida</i>
Alemania	3		19	23	2	4
Australia		1		4		2
Austria			2	2		
Bélgica			5	5	2	1
Brasil				1		
Canadá		2		8		
China				3		1
Dinamarca	1		3	7		1
Egipto				2		
Emiratos Árabes						1
Eslovenia		1				
España	2	3	27	21	5	3
Estados Unidos		7		45		6
Finlandia	4	3	13	4	5	3
Francia	8	4	28	16	6	5
Grecia			7	5		
Hong Kong				1		
Hungría			1	1		
India				2		
Irlanda		1	8	5	2	1
Israel		1				
Italia			18	17	2	1
Jamaica						1
Marruecos				1		
Noruega	2	6	19	12	2	2
Países Bajos	7	1	11	14	2	3
Polonia		1	2	1	1	
Portugal			1	2		
Reino Unido	14	11	116	92	48	39
República Checa				1		
República Congo				1		
Rusia			1	3		
Singapur				1		1
Sur África				1		
Suecia	9	7	25	9	3	4
Suiza		1	11	7		1
Total	50	50	317	317	80	80

Tabla A.4.2. Determinantes del Método de Pago en las F&As (1ª Etapa Modelo Probit) (II)

La muestra incluye 447 F&As anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida cotizada o no cotizada de cualquier parte del mundo. Se distinguen: F&A pagadas con acciones, F&A pagadas con efectivo y F&A pagadas con mixto de acciones y efectivo. La variable dependiente toma el valor 1 si la F&A es pagada con efectivo, 0 en otro caso. La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de capital flotante (free-float) de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica; (v) índice KKZ. Como controles se incluyen las características de las empresas y de la operación. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
Capital Flotante (<i>free-float</i>)	+/-	-0,5934 (-1,28)	-0,5071 (-1,08)	-0,4761 (-1,02)	-0,5021 (-1,07)	-0,5957 (-1,28)	-0,4928 (-1,05)
Pérdida Control	+	1,0000* (1,75)	1,0802* (1,86)	1,0944* (1,89)	1,0557* (1,83)	1,0072* (1,76)	1,0341* (1,80)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente							
Protección Accionista Adquirente	-		-1,0081* (-1,74)				
Protección Accta. Min. Adquirente	-			-5,7159* (-1,66)			
Protección Acreedor Adquirente	-				-0,9806 (-1,17)		
Libertad Económica Adquirente	-					0,0243 (0,2)	
KKZ Adquirente	-						-4,5129* (-1,97)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación							
Cash Flow	+	1,5996** (2,09)	1,7442** (2,23)	1,7473** (2,23)	1,7147** (2,20)	1,6129** (2,10)	1,8273** (2,33)
Market to Book	-	-0,1673* (-1,88)	-0,1710* (-1,89)	-0,1715* (-1,89)	-0,1678* (-1,87)	-0,1680* (-1,88)	-0,1663* (-1,84)
Endeudamiento	-	-0,7994 (-1,12)	-0,7484 (-1,05)	-0,7737 (-1,08)	-0,7718 (-1,08)	-0,8018 (-1,13)	-0,7579 (-1,06)
Activos Tangibles	+	0,9045 (1,11)	0,7622 (0,92)	0,7520 (0,90)	0,7958 (0,96)	0,9115 (1,12)	0,7775 (0,94)
Runup	-	-10,4362* (-1,97)	-9,8683* (-1,84)	-9,8816* (-1,84)	-10,0635* (-1,88)	-10,5003* (-1,97)	-9,9367* (-1,85)
Tamaño Adquirente	+	0,4714* (2,01)	0,4495* (1,91)	0,4439* (1,88)	0,4457* (1,89)	0,4762* (2,02)	0,4599* (1,96)
Tamaño Relativo Adquirida	-	-1,3100** (-2,51)	-1,3846** (-2,62)	-1,4030** (-2,65)	-1,3580** (-2,58)	-1,3159** (-2,52)	-1,3186** (-2,52)
No Cotizada	+	-0,0989 (-0,25)	-0,0656 (-0,16)	-0,0712 (-0,18)	-0,0797 (-0,20)	-0,0985 (-0,25)	-0,0244 (-0,06)
Amistosa	-	0,7573 (0,45)	0,5542 (0,33)	0,5796 (0,34)	0,7003 (0,42)	0,7522 (0,45)	0,7314 (0,43)
Diversificación	+	0,0922 (0,48)	0,0446 (0,23)	0,0420 (0,21)	0,0576 (0,29)	0,0929 (0,48)	0,0493 (0,25)
Transnacional	+	0,4960** (2,12)	0,5763** (2,39)	0,5810** (2,39)	0,5446** (2,27)	0,4947** (2,11)	0,5546** (2,32)
OPA	+	0,1009 (0,28)	0,1470 (0,40)	0,1589 (0,43)	0,1531 (0,41)	0,1002 (0,27)	0,1711 (0,46)
Intercepto		17,4196 (0,01)	19,6922 (0,01)	19,5907 (0,01)	18,1271 (0,01)	15,8310 (0)	21,5701 (0,01)
Dummies Años		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies Industria		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies País		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		225,29	210,70	202,28	209,15	226,64	205,27
Prob>chi2		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observaciones		409	409	409	409	409	409

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Tabla A.4.3. Valoración de las F&As Pagadas con Efectivo (2ª Etapa, Modelo Mínimos Cuadrados Ordinarios) (II)

La muestra incluye 299 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida cotizada o no cotizada de cualquier parte del mundo. Se consideran las F&As pagadas con efectivo. La variable dependiente es la rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente en el intervalo (-2,+2) cuando el pago es con efectivo. La variable explicativa, relativa a la estructura de propiedad de la empresa adquirente, es el porcentaje de propiedad y derechos de control poseído por el accionista mayoritario de la empresa adquirente. Las variables del entorno legal e institucional del país de la adquirente son: (i) índice de protección del accionista, (ii) índice de protección del accionista minoritario; (iii) índice de protección del acreedor; (iv) índice de libertad económica; (v) índice KKZ. Los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad (White, 1980).

	Signo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Estructura de Propiedad de la Adquirente							
Capital Flotante (free-float)	+/-	-0,0388* (-1,67)	-0,0439* (-1,83)	-0,0467* (-1,90)	-0,0459* (-1,89)	-0,0390* (-1,68)	-0,0405* (-1,67)
Panel B: Características del Entorno Legal e Institucional de la Adquirente							
Protección Accionista Adquirente	+/-		0,0627* (1,93)				
Protección Accta. Min. Adquirente	+/-			0,4245** (2,23)			
Protección Acreedor Adquirente	+/-				0,0879* (2,04)		
Libertad Económica Adquirente	+/-					-0,0017 (-0,27)	
KKZ Adquirente	+/-						0,1360 (1,05)
Panel C: Características de las Empresas y de la Operación							
Cash Flow	-	-0,1311*** (-2,57)	-0,1409*** (-2,63)	-0,1430*** (-2,61)	-0,1426*** (-2,64)	-0,1321*** (-2,57)	-0,1380*** (-2,52)
Market to Book	+/-	0,0053 (0,89)	0,0062 (1,00)	0,0064 (1,01)	0,0060 (0,96)	0,0052 (0,89)	0,0054 (0,87)
Endeudamiento	-	-0,0770** (-2,18)	-0,0761** (-2,07)	-0,0737* (-1,95)	-0,0738* (-1,99)	-0,0763** (-2,16)	-0,0756** (-2,03)
Runup	+/-	0,2855 (0,84)	0,2853 (0,81)	0,2751 (0,76)	0,2764 (0,78)	0,2792 (0,82)	0,3023 (0,85)
Tamaño Adquirente	-	0,0050 (0,40)	0,0060 (0,46)	0,0057 (0,43)	0,0058 (0,45)	0,0048 (0,389)	0,0043 (0,33)
Tamaño Relativo Adquirida	+	0,1192*** (8,06)	0,1218*** (7,91)	0,1230*** (7,79)	0,1216*** (7,88)	0,1189*** (8,06)	0,1203*** (7,78)
No Cotizada	+	-0,0034 (-0,18)	-0,0076 (-0,39)	-0,0089 (-0,44)	-0,0091 (-0,46)	-0,0035 (-0,19)	-0,0067 (-0,33)
Amistosa	+	-0,0253 (-0,24)	-0,0061 (-0,06)	-0,0019 (-0,02)	-0,0106 (-0,10)	-0,0254 (-0,24)	-0,0207 (-0,19)
Diversificación	+/-	-0,0074 (-0,72)	-0,0057 (-0,54)	-0,0057 (-0,52)	-0,0062 (-0,58)	-0,0074 (-0,73)	-0,0069 (-0,64)
Transnacional	+/-	0,0010 (0,07)	-0,0037 (-0,25)	-0,0047 (-0,31)	-0,0027 (-0,19)	0,0013 (0,10)	-0,0013 (-0,09)
Múltiples Compras	-	0,0161 (0,53)	0,0191 (0,61)	0,0210 (0,65)	0,0202 (0,64)	0,0156 (0,51)	0,0164 (0,52)
Total Adquisición	+	0,0011 (0,03)	-0,0008 (-0,02)	-0,0007 (-0,02)	0,0005 (0,01)	0,0016 (0,05)	0,0004 (0,01)
OPA	-	-0,0225 (-1,17)	-0,0259 (-1,28)	-0,0267 (-1,29)	-0,0268 (-1,32)	-0,0222 (-1,15)	-0,0247 (-1,21)
Intercepto		-0,0049 (-0,03)	-0,1497 (-0,82)	-0,1731 (-0,93)	-0,0746 (-0,44)	0,1053 (0,24)	-0,1364 (-0,65)
Lambda (λ)		-0,0728** (-2,42)	-0,0786** (-2,52)	-0,0805** (-2,54)	-0,0790** (-2,52)	-0,0715** (-2,39)	-0,0794** (-2,47)
Dummies Años		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies Industria		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies País		Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald test		225,29	210,70	202,28	209,15	226,64	205,27
Prob>chi2		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observaciones		299	299	299	299	299	299

***, **, * indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Anexo Capítulo 5

Tabla A.5.1. Distribución Geográfica (F&As Diversificación)

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida cotizada o no cotizada de cualquier parte del mundo. Se distinguen: 140 F&A de diversificación y 307 de no diversificación.

<i>País</i>	<i>F&A Diversificación</i>		<i>F&A No Diversificación</i>	
	<i>Adquirente</i>	<i>Adquirida</i>	<i>Adquirente</i>	<i>Adquirida</i>
Alemania	2	7	22	20
Australia		1		6
Austria	1	1	1	1
Bélgica	4	3	3	3
Brasil				1
Canadá		2		8
China		1		3
Dinamarca	1	4	3	4
Egipto		1		1
Emiratos Árabes				1
Eslovenia				1
España	13	9	21	18
Estados Unidos		23		35
Finlandia	5	3	17	7
Francia	15	7	27	18
Grecia	2	2	5	3
Hong Kong		1		
Hungría	1	1		
India		1		1
Irlanda	1	2	9	5
Israel		1		
Italia	6	6	14	12
Jamaica				1
Marruecos				1
Noruega	11	5	17	15
Países Bajos	5	4	10	14
Polonia		1	3	1
Portugal	1	1		1
Reino Unido	52	39	126	103
República Checa				1
República Congo				1
Rusia			1	3
Singapur				2
Sur África				1
Suecia	15	10	22	10
Suiza	5	4	6	5
Total	140	140	307	307

Tabla A.5.2. Operaciones de F&A por Sectores Industriales

La muestra incluye 447 F&A anunciadas por empresas europeas cotizadas (2002-2007), siendo la adquirida cotizada o no cotizada de cualquier parte del mundo.

<i>SIC</i>	<i>Industria</i>	<i>Adquirente</i>	<i>Adquirida</i>
AGRICULTURA, SILVICULTURA, GANADERÍA Y PESCA		4	4
01	Agricultura	1	
02	Ganadería	2	1
07	Servicios para la Agricultura	1	2
09	Caza y Pesca		1
MINERIA		21	24
10	Minerales y Metálicos	4	4
12	Lignito y Hulla	1	1
13	Petróleo y Gas Natural	14	16
14	Minería y Explotación de Yacimientos Minerales no Metálicos	2	3
CONSTRUCCIÓN Y CONTRATAS		21	14
15	Construcción de Obras	14	9
16	Construcciones Pesadas	2	1
17	Contratistas Especializados	5	4
FABRICANTES		174	157
20	Industria Alimentaria	27	22
21	Fabricantes de Tabaco	1	1
22	Industria Textil	1	
23	Prendas Confeccionadas	1	
25	Fabricantes de Tabaco		1
26	Papel y Derivados	3	2
27	Editorial de Artes Gráficas	12	9
28	Productos Químicos	41	41
29	Petróleo y sus Derivados	1	
30	Productos de Goma y Plástico	3	2
31	Cuero y Derivados		2
32	Productos de Piedra, Arcilla, Vidrio y Hormigón	8	7
33	Siderurgia	4	4
34	Fabricación de Metal excepto Maquinaria y Equipos de Transporte	12	9
35	Maquinaria	17	20
36	Maquinaria Eléctrica y Electrónica	28	19
37	Equipos de Transportes	5	6
38	Instrumentos de Medida, Análisis, Control, Fotografía, Óptica y Relojos	8	12
39	Fabricantes Diversos	2	
TRANSPORTES, COMUNICACIONES Y SERVICIOS PÚBLICOS		58	47
41	Transportes de Pasajeros	6	6
42	Transportes de Mercancías por Carrera y Almacenamiento	3	1
44	Transportes Marítimos	5	3
45	Transportes Aéreos	1	2
47	Servicios para el Transporte	2	5
48	Comunicaciones	25	16
49	Servicios de Agua, Electricidad, Gas y Sanitarios	16	14
MAYORISTAS		17	26
50	Mayoristas de Mercancías no Perecederas	10	19
51	Mayoristas de Mercancías Perecederas	7	7
DETALLISTAS		15	17
53	Almacenes y Bazares	3	2
54	Detallistas de Alimentación	1	3
55	Concesionarios de Automóviles, Gasolineras y Estaciones de Servicio	4	3
56	Detallistas de Prendas de Vestir		3
57	Detallistas de Muebles, Utensilios y Artículos para el Hogar	1	
58	Bares y Restaurantes	4	4
59	Detallistas de Artículos Diversos	2	2
SERVICIOS		137	156
70	Hostelería	1	3
73	Servicios Comerciales	98	103
75	Reparaciones y Servicios Relacionados con el Automóvil	1	1
78	Cinematografía y Servicio	2	3
79	Servicios para el Entretenimiento y Ocio	2	
80	Servicios Sanitarios	3	5
82	Servicios Educativos	1	3
87	Servicios Diversos*	29	38
ORGANISMOS OFICIALES			2
94	Administración Programas de Recursos Humanos*		1
95	Administración de la Calidad del Medio Ambiente*		1
TOTAL		447	447

*El sector Servicios Diversos se encuentra en el subgrupo 89 de la clasificación nacional, siendo éste el 87 en nuestra muestra. Los subgrupos 94 y 95 no aparecen detallados en la clasificación nacional.

Anexo Variables

Tabla Definición de las Variables

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>	<i>Fuente</i>	<i>Capítulo</i>
Variable Dependiente			
CAAR	Rentabilidad anormal acumulada por los accionistas de la empresa aquirente. Definida para distintos intervalos en torno a la fecha de anuncio de la operación de F&A.	<i>Datastream</i>	3, 4, 5 y 6
Variables Explicativas			
<i>Estructura de Propiedad de la Adquirente</i>			
Propiedad e Identidad Accionista Mayoritario	Porcentaje de propiedad y derechos de control del accionista mayoritario de la empresa adquirente.	<i>Amadeus Bureau Van Dijk Database</i>	3, 4, 5, y 6
Propiedad Accionistas Estratégicos	Porcentaje de propiedad y derechos de control de los accionistas de referencia en la empresa adquirente.	<i>Datastream</i>	3
Capital Flotante (free-float)	Porcentaje de propiedad de la empresa adquirente que es capital flotante.	<i>Datastream</i>	4 y 5
<i>Entorno Legal e Institucional</i>			
Protección Accionista	Calculada como el producto del índice revisado de derechos de propiedad de los accionistas (<i>revised anti-director right</i>) calculado por La Porta et al. (1998) y revisado por Djankov et al. (2008) multiplicado por la medida de eficiencia legal (<i>rule of law</i>).	Djankov et al. (2008) Kaufmann et al. (2007)	3, 4, 5, y 6
Protección Accionista Minoritario	Calculada como el producto del índice de derechos de la propiedad de los accionistas minoritarios (<i>anti-self dealing index</i>), calculado por Djankov et al. (2008) por la medida de eficiencia legal (<i>rule of law</i>).	Djankov et al. (2008) Kaufmann et al. (2007)	3, 4, 5, y 6
Protección Acreedor	Calculada como el producto de los derechos de propiedad de los acreedores (<i>creditor right</i>) definido por Djankov et al. (2003) multiplicado por la medida de eficiencia legal (<i>rule of law</i>).	Djankov et al. (2008) Kaufmann et al. (2007)	3, 4, 5, y 6
Índice de Libertad Económica	Índice calculado por la Fundación Heritage. Este índice mide el grado de libertad económica de un país. Se compone de 10 criterios: (i) libertad de negocio; (ii) libertad de comercio; (iii) libertad monetaria; (iv) intervención gubernamental; (v) libertad fiscal; (vi) derechos de propiedad; (vii) libertad de inversión; (viii) libertad de financiera; (ix) ausencia de corrupción; (x) libertad laboral.	Fundación Heritage	3, 4, 5, y 6
Índice KKZ	Calculado como la media ponderada de los 6 índices de gobernabilidad definidos por Kaufman et al. (2007). Los indicadores incluidos son: (i) grado de participación de la ciudadanía en la esfera política de su país; (ii) la estabilidad política; (iii) la efectividad del gobierno; (iv) la calidad regulatoria; (v) la eficiencia legal; (vi) nivel del control de la corrupción	Kaufmann et al. (2007)	3, 4, 5, y 6

Tabla Definición de las Variables (Continuación)

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>	<i>Fuente</i>	<i>Capítulo</i>
Variabes Explicativas			
Características de las Empresas			
Cash Flow	Ratio EBITDA entre los activos totales adquirente al final del año anterior a la F&A	<i>Datastream</i>	3, 4, 5, y 6
Market to Book	Ratio valor de capitalización de mercado adquirente más la deuda total sobre los activos totales	<i>Datastream</i>	3, 4, 5, y 6
Endeudamiento	Ratio valor total de la deuda sobre los activos totales	<i>Datastream</i>	3, 4, 5, y 6
Activos Tangibles		<i>Datastream</i>	4 y 5
Adquirente No Diversificada	<i>Dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa adquirente opera en sólo segmento de actividad antes de la operación	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	5
Runup	Rentabilidad anormal acumulada de la empresa adquirente antes del anuncio de la F&A, (-60, -2)	<i>Datastream</i>	3, 4, 5, y 6
Tamaño Adquirente	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa adquirente se encuentra en el primer cuartil de capitalización de la bolsa de su país, y 0 en otro caso	<i>Elaboración Propia</i>	3, 4, 5, y 6
Tamaño Relativo Adquirida	Se define como el valor de la transacción entre el valor de mercado de la empresa adquirente cuatro semanas antes de la operación	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6
Adquirida No Cotizada	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1, si la empresa adquirida no cotiza en bolsa, y 0 en otro caso.	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6

Tabla Definición de las Variables (Continuación)

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>	<i>Fuente</i>	<i>Capítulo</i>
Variables Explicativas			
<i>Características de la Operación</i>			
F&A Amistosa	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si los directivos de la empresa adquirente no se oponen a la operación, y 0 en otro caso.	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6
Método de Pago	Acciones. Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si el método de pago es acciones, 0 en otro caso. Efectivo. Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si el método de pago es efectivo, 0 en otro caso. Mixto. Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si el método de pago es mezcla de acciones y efectivo.	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6
F&A Diversificación	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la operación es de diversificación. Se considera que los dos primeros dígitos del código SIC de la empresa adquirente y adquirida no coinciden.	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6
F&A Transnacional	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si el país de la adquirente difiere del de la adquirida, 0 en otro caso.	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6
Múltiples Compradoras	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si en la operación hay más de una empresa compradora, 0 en otro caso.	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6
Adquisición Total	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa adquirente adquiere el cien por cien de la adquirida, 0 en otro caso.	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6
Oferta Pública de Adquisición	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1, si la operación fue en forma de oferta pública de adquisición (OPA), 0 en otro caso	<i>Thomson One Banker M&A Database</i>	3, 4, 5, y 6

