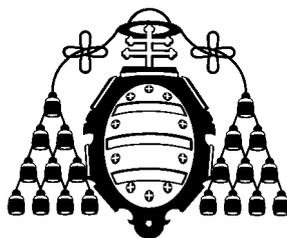


**UNIVERSIDAD DE OVIEDO**



**DEPARTAMENTO DE  
ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**

**ACCESO A CAPACIDADES EXTERNAS Y CREACIÓN DE  
VALOR EN LAS OPERADORAS EUROPEAS DE  
TELECOMUNICACIONES (1986–2001)**

Pablo Sánchez Lorda

2003



Universidad  
de Oviedo

Reservados todos los derechos  
© El autor

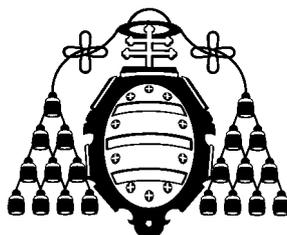
Edita: Universidad de Oviedo  
Biblioteca Universitaria, 2008  
Colección Tesis Doctoral-TDR nº 38

ISBN 978-84-691-6704-5  
D.L.: AS.05357-2008





**UNIVERSIDAD DE OVIEDO**



**DEPARTAMENTO DE  
ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**

**ACCESO A CAPACIDADES EXTERNAS Y CREACIÓN DE  
VALOR EN LAS OPERADORAS EUROPEAS DE  
TELECOMUNICACIONES (1986–2001)**

**Doctorando: Pablo Sánchez Lorda**

**Director: Dr. Esteban García-Canal**

*Profesor Titular de Universidad  
de Organización de Empresas*

Oviedo, Mayo de 2003



*A través de estas líneas quiero dejar constancia de mi más sincero agradecimiento a todas aquellas personas e instituciones que me han prestado su apoyo y colaboración durante el proceso de realización de mi tesis doctoral.*

*En primer lugar, deseo expresar mi gratitud a su director, el Dr. Esteban García-Canal, por su labor de dirección y estímulo constantes: su dedicación, consejos, paciencia y ánimos, así como su ayuda, han sido determinantes en la consecución de este trabajo.*

*También agradezco a todos mis compañeros del Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad de la Universidad de Oviedo, la colaboración que me han brindado en todo momento, creando un entorno agradable y apropiado para llevar a cabo la presente investigación. En especial, deseo expresar mi agradecimiento a las profesoras Cristina López, Ana Valdés y Marta Vidal, por su ejemplo, inestimable ayuda y sugerencias.*

*La tesis también se ha beneficiado de la colaboración de profesores de otras universidades. En primer lugar, el profesor Maurizio Zollo me acogió durante mi estancia en INSEAD y me dio muchas sugerencias para analizar los procesos de adquisición. Asimismo, los profesores José Manuel Campa y Carlos García-Pont realizaron multitud de sugerencias para mejorar el capítulo cuarto.*

*Diversas instituciones me han distinguido con la concesión de ayudas financieras durante mis estudios de postgrado. De entre ellas, deseo agradecer expresamente el apoyo financiero recibido proporcionado por la Fundación Banco Herrero para la realización de este trabajo.*

*Por último, pero no por ello menos importante, deseo expresar mi más profundo agradecimiento a las personas que me son más queridas y cercanas, por su ayuda y comprensión. A mis padres y a mi abuela Ere por su cariño y por la confianza que siempre depositan en mi trabajo. De un modo muy especial quiero agradecer a Sandra su constante dedicación y total implicación a lo largo de todas las etapas de este trabajo. Su paciencia, cariño y comprensión han constituido un pilar imprescindible para llevar a buen término el mismo.*

*A todos ellos mi más sincero agradecimiento y mis disculpas por los errores que pudieran existir, de los cuales debo ser considerado único responsable.*

## ÍNDICE



<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>i</b>
<b>CAPÍTULO I: DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y REVISIÓN DE LA LITERATURA.....</b>	<b>1</b>
<b>I.1 LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES: CONCEPTO Y TIPOLOGÍA.....</b>	<b>5</b>
<i>I.1.1 Fusiones y adquisiciones: Delimitación conceptual.....</i>	<i>6</i>
<i>I.1.2 Tipología de fusiones y adquisiciones.....</i>	<i>8</i>
I.1.2.a Clasificación de Salter y Weinhold (1979).....	8
I.1.2.b Clasificación de la Federal Trade Commission.....	10
I.1.2.c Clasificación de Porter (1987).....	11
I.1.2.d Otras definiciones.....	12
<i>I.1.3 Alianzas estratégicas: Delimitación conceptual.....</i>	<i>15</i>
<i>I.1.4 Tipología de alianzas estratégicas.....</i>	<i>17</i>
I.1.4.a Naturaleza del acuerdo.....	18
I.1.4.b Estructura contractual.....	19
I.1.4.c Naturaleza de la actividad.....	22
I.1.4.d Alcance geográfico y nacionalidad del socio.....	23
<b>I.2 ENFOQUES TEÓRICOS APLICABLES AL ESTUDIO DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES.....</b>	<b>24</b>
<i>I.2.1 Teoría de la Agencia.....</i>	<i>26</i>
<i>I.2.2 Teoría de la Asimetría de Información.....</i>	<i>27</i>
<i>I.2.3 Teoría de Sinergias.....</i>	<i>27</i>
<i>I.2.4 Teoría de la Organización Industrial.....</i>	<i>28</i>
<i>I.2.5 Teoría de la Organización.....</i>	<i>29</i>
<i>I.2.6 Teoría de Costes de Transacción.....</i>	<i>29</i>
<b>I.3 EVIDENCIAS EMPÍRICAS SOBRE LA REACCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES ANTE LOS PROCESOS DE COMBINACIÓN EMPRESARIAL.....</b>	<b>30</b>
<i>I.3.1 Una consideración metodológica previa.....</i>	<i>30</i>
<i>I.3.2 Reacciones del mercado de capitales ante las adquisiciones.....</i>	<i>33</i>
I.3.2.a Efectos sobre la rentabilidad de los accionistas.....	33
I.3.2.b Factores explicativos de la reacción de los mercados.....	37
<i>I.3.3 Reacciones del mercado de capitales ante la formación de alianzas estratégicas.....</i>	<i>44</i>
I.3.3.a Efectos sobre la rentabilidad de los accionistas.....	44
I.3.3.b Factores explicativos de la reacción de los mercados.....	47

**CAPÍTULO II: LA EXPLOTACIÓN EFICIENTE DE ACTIVOS  
IDIOSINCRÁSICOS COMO DETERMINANTE DE LA RENTABILIDAD  
ANORMAL EN LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES ..... 55**

II.1	COMBINACIONES EMPRESARIALES Y EXPLOTACIÓN CONJUNTA DE ACTIVOS IDIOSINCRÁSICOS .....	59
II.2	COMBINACIONES EMPRESARIALES Y COMPETENCIA POR RECURSOS ESTRATÉGICOS .....	62
II.3	EXPLOTACIÓN EFICIENTE DE ACTIVOS IDIOSINCRÁSICOS Y RENTABILIDAD ANORMAL EN LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES.....	66
II.3.1	<i>Introducción</i> .....	66
II.3.2	<i>Activos intangibles</i> .....	71
II.3.3	<i>Similitud de activos entre los participantes de la operación</i> .....	74
II.3.4	<i>Experiencia en la gestión de combinaciones empresariales</i> .....	76
II.3.5	<i>Incertidumbre</i> .....	81

**CAPÍTULO III: COMBINACIONES EMPRESARIALES Y CREACIÓN DE  
VALOR: ESTUDIO DESCRIPTIVO ..... 85**

III.1	ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES .....	89
III.1.1	<i>Fuentes de datos</i> .....	90
III.1.2	<i>Características de las combinaciones empresariales realizadas por las operadoras europeas de telecomunicaciones: 1986–2001</i> .....	92
III.1.2.a	Evolución temporal .....	93
III.1.2.b	Tendencias sectoriales.....	96
III.1.2.c	Tendencias geográficas según la nacionalidad de las empresas .....	98
III.1.2.d	Tendencias geográficas según el ámbito de la operación .....	102
III.2	ANÁLISIS DE LA REACCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES ANTE LA FORMACIÓN DE COMBINACIONES EMPRESARIALES.....	105
III.2.1	<i>Metodología de análisis</i> .....	105
III.2.2	<i>Resultados obtenidos</i> .....	113
III.2.2.a	Según el tipo de operación .....	117
III.2.2.b	Según el sector al que se dirige la combinación .....	120
III.2.2.c	Según la nacionalidad de las empresas implicadas.....	123
III.2.2.d	Según el ámbito geográfico de la operación.....	129

---

<b>CAPÍTULO IV: COMBINACIONES EMPRESARIALES Y CREACIÓN DE VALOR: FACTORES DETERMINANTES.....</b>	<b>135</b>
IV.1 VARIABLE DEPENDIENTE Y MÉTODO DE ANÁLISIS .....	139
IV.2 VARIABLES INDEPENDIENTES.....	140
<i>IV.2.1 Variable relacionada con los recursos idiosincrásicos .....</i>	<i>142</i>
<i>IV.2.2 Variables relacionadas con la similitud de activos.....</i>	<i>142</i>
<i>IV.2.3 Variables relacionadas con la experiencia previa.....</i>	<i>145</i>
<i>IV.2.4 Variables relacionadas con la incertidumbre .....</i>	<i>146</i>
<i>IV.2.5 Variables de control.....</i>	<i>148</i>
IV.3 RESULTADOS.....	157
IV.4 DISCUSIÓN.....	164
<i>IV.4.1 Activos intangibles y combinaciones empresariales .....</i>	<i>165</i>
<i>IV.4.2 Similitud de activos entre los participantes de la operación.....</i>	<i>166</i>
<i>IV.4.3 Experiencia previa en la realización de combinaciones empresariales .....</i>	<i>169</i>
<i>IV.4.4 Incertidumbre.....</i>	<i>170</i>
<i>IV.4.5 Variables de control.....</i>	<i>172</i>
<i>IV.4.6 Implicaciones para el sector de las telecomunicaciones.....</i>	<i>176</i>
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>181</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>199</b>

## **INTRODUCCIÓN**



Las empresas operadoras en la industria de las telecomunicaciones han sido sin duda las grandes protagonistas en los mercados bursátiles durante los últimos años. Esto no ha sucedido por casualidad. Todas las miradas de los inversores se fijaron en estas empresas por la conjunción de diversos factores que parecían multiplicar las oportunidades de negocio que se producían en las mismas. Estas oportunidades no sólo provenían de la globalización de los mercados y las crecientes necesidades de comunicación generadas por ella. También provenían de factores como la liberalización y desregulación —que propiciaban oportunidades de expansión irrepetibles—, así como de la aparición de nuevas tecnologías que daban la impresión de producir una difuminación total de las barreras entre la industria de las telecomunicaciones, los medios de comunicación y las tecnologías de procesamiento de la información. Este cambio tecnológico parecía propiciar, en definitiva, la convergencia de estas industrias en torno a un metanegocio que se llegó a denominar como TMT —tecnología, medios y telecomunicaciones.

El simple paso del tiempo ha rebajado las expectativas respecto del potencial de estas oportunidades de negocio a las que nos acabamos de referir y acabó evidenciando que la denominación TMT era, en el mejor de los casos, una forma de aglutinar a una pluralidad de empresas muy heterogéneas. No obstante, el transcurso de los años también ha dejado una importante evidencia empírica sobre la valoración que el mercado de capitales ha realizado de un abundante número de operaciones de combinación empresarial protagonizadas por las principales compañías operadoras de la industria de las telecomunicaciones. Muchas de estas operaciones ocuparon la primera plana de la prensa económica, como por ejemplo la adquisición de la productora holandesa Endemol realizada por Telefónica en 2000 o la alianza que la operadora española llevó a cabo con la norteamericana MCI y la británica British Telecom en 1997. No obstante, estos ejemplos no fueron más que la punta de un iceberg que incluía una plétora de operaciones a través de las cuales las compañías trataban de garantizar y/o bloquear el acceso a recursos que se consideraban críticos y de los que carecían. Estas compañías veían en los fenómenos antes comentados —globalización, desregulación, cambio tecnológico— importantes oportunidades, pero también amenazas respecto del mantenimiento del *status quo* en sus mercados tradicionales. Todos estos fenómenos provocaron en el sector una convulsión, que se conoce como sacudida o *shock* competitivo. Para hacer frente a estos retos necesitaban activos y recursos diferentes a los que habían acumulado compitiendo en unos mercados en los que gozaban de una importante protección. Entre estos recursos se situaba el acceso a redes de comunicaciones en otros países o en nuevas plataformas tecnológicas, el conocimiento tecnológico en campos relacionados, o nuevos sistemas de gestión, por citar tan sólo algunos. De este modo, el acceso a recursos en poder de otras empresas y para los que no existía un mercado —recursos idiosincrásicos— se conformaba como una condición necesaria para garantizar las posibilidades de seguir siendo competitivos en un entorno cambiante. Todo ello propició que el mejor medio para acceder a estos recursos fueran las operaciones de combinación empresarial: fusiones y adquisiciones, de un lado, y alianzas estratégicas, de otro.

El presente trabajo tiene como objetivo analizar los factores determinantes de la reacción del mercado de capitales ante las operaciones de combinación empresarial acometidas por las empresas europeas que operan en la industria de las

telecomunicaciones entre 1986 y 2001. Además de aprovechar la evidencia empresarial a la que acabamos de hacer referencia, el trabajo se justifica por la escasez de estudios empíricos que analicen conjuntamente las alianzas y las adquisiciones. Aunque tanto alianzas como adquisiciones son operaciones en las que se puede acceder a recursos externos, la literatura sobre la reacción del mercado de capitales ante la formación de estas operaciones ha evolucionado separadamente. Por esta razón, no es fácil deducir de ella criterios que ayuden en la elección entre alianzas y adquisiciones. En este sentido, centrarnos en una industria en la que se han producido diversos *shocks* competitivos presenta la ventaja de que podemos analizar los aspectos dinámicos de la elección entre los diferentes tipos de combinación empresarial. En efecto, tras un *shock* competitivo los procesos de ajuste en las industrias no son inmediatos y se producen en diversas oleadas, por lo que tener en consideración el momento en que se produce la operación puede ayudar a clarificar en qué medida el cómo —el tipo de combinación empresarial a realizar— depende del cuándo —la etapa de reestructuración del sector.

El problema de investigación elegido es también una oportunidad para contrastar la fortaleza de los diversos enfoques tradicionalmente utilizados en el campo de la reacción del mercado de capitales ante alianzas y adquisiciones. Ciertamente, son muy numerosos los enfoques teóricos que pueden ser utilizados para explicar la reacción del mercado ante estas operaciones. Ello se debe a que el campo de estudio es muy interdisciplinar, al coexistir aportaciones de investigadores provenientes de las finanzas, la economía y la dirección estratégica. Pero también se debe a que son muy diversas las motivaciones que pueden llevar a las empresas a participar en este tipo de operaciones y en este sentido todas estas aportaciones tienen cabida a la hora de explicar el comportamiento de los mercados. La aproximación del presente trabajo ha sido la de profundizar en un marco teórico que explique cuándo cada tipo de combinación empresarial es la mejor opción para explotar conjuntamente activos idiosincrásicos en poder de diferentes empresas. Por ello, la aportación teórica del trabajo se basa, principalmente, en la Economía de Costes de Transacción y la Teoría de Recursos y Capacidades. Ello, lógicamente, no obsta para que a la hora de abordar nuestro estudio empírico se hayan intentado considerar todas las variables de control relevantes. Con ello se ha pretendido no solamente garantizar la robustez de los resultados sino también

aportar nuevas evidencias empíricas que arrojen cierta luz sobre la capacidad predictiva de diversos enfoques teóricos en competencia.

Como fuente de evidencia empírica utilizamos la rentabilidad anormal generada por las operaciones de combinación empresarial acometidas por las operadoras de telecomunicaciones de los, hasta ahora, quince países integrantes de la Unión Europea. Para ello se utilizó la metodología del estudio de acontecimientos, crecientemente utilizada en el campo de la Dirección Estratégica. Las operaciones fueron identificadas a través de la base de datos *Thomson-Financial SDC Platinum*; probablemente la fuente de documentación más amplia existente sobre este tipo de operaciones a nivel mundial. No obstante, las importantes exigencias de información de esta metodología obligaron a consultar otras bases de datos al objeto de depurar tal información, como *Lexis-Nexis*. Tras realizar el estudio de acontecimientos y comentar la rentabilidad anormal que, en promedio, generan estas operaciones, contrastamos las hipótesis relativas a la incidencia de diversos factores mediante las estimaciones de diversos modelos de regresión lineal en los que como variable dependiente utilizamos la rentabilidad anormal observada tanto en las alianzas como en las adquisiciones.

El trabajo ha sido estructurado en cuatro capítulos. En el primero de ellos realizamos una primera aproximación conceptual al objeto de estudio, las combinaciones empresariales, al tiempo que revisamos los principales antecedentes en la literatura para abordar el problema de investigación elegido. Así, revisamos la literatura sobre las combinaciones empresariales y presentamos un panorama exhaustivo del abundante número de estudios empíricos que medían las reacciones del mercado de capitales ante los procesos de combinación empresarial. En un segundo capítulo, desarrollamos un marco teórico basado en la Teoría de Costes de Transacción y la Teoría de Recursos y Capacidades para analizar las condiciones en las que tanto adquisiciones como alianzas estratégicas se configuran como la mejor opción para explotar conjuntamente activos idiosincrásicos en poder de diferentes empresas. Tras analizar el importante papel que desempeñan los activos intangibles estudiamos la influencia que ejercen la similitud de recursos entre las empresas y el contexto en el que se produce la operación. En el tercer capítulo realizamos un estudio descriptivo de las combinaciones empresariales efectuadas por las operadoras europeas de

telecomunicaciones en el período comentado anteriormente. Asimismo, analizamos si estos procesos generan, en promedio, rentabilidades anormales positivas o negativas para los accionistas de las empresas que los llevan a cabo. Por último, en el cuarto capítulo, se contrastan las diversas hipótesis formuladas siguiendo los métodos comentados anteriormente.

**CAPÍTULO I:  
DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y REVISIÓN DE LA  
LITERATURA**



Este primer capítulo del trabajo se dedica a definir y analizar todos los conceptos necesarios para el desarrollo de la presente investigación. Además de esta delimitación conceptual, se señalan los antecedentes existentes en la literatura —tanto teórica como empírica— sobre esta cuestión, al objeto de posicionar el trabajo dentro de la misma.

A tal efecto, comienza el capítulo realizando una aproximación conceptual a las combinaciones empresariales. Así, se presentan y categorizan, atendiendo a diversos criterios de clasificación que consideramos relevantes para nuestro trabajo, los dos tipos de combinación empresarial que constituyen el objeto de nuestro estudio: adquisiciones y alianzas estratégicas.

Una vez delimitado el objeto genérico de nuestra investigación, se realiza una revisión de los principales enfoques teóricos que han analizado la creación de valor en los procesos de adquisición y en la formación de alianzas estratégicas, exponiendo los argumentos desarrollados para explicar la reacción del mercado de capitales ante cada uno de los procesos de combinación empresarial.

Por último, se lleva a cabo una revisión detallada de aquellos trabajos empíricos que han analizado la reacción del mercado de capitales, tanto en los procesos de fusión y adquisición, como ante la formación de alianzas estratégicas. En este sentido, además de constatar si, efectivamente, ambos tipos de combinación empresarial crean valor para los accionistas, se tratan de identificar los factores que han sido utilizados en la literatura para explicar tal creación —o en su caso destrucción— de valor.

## **I.1 LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES: CONCEPTO Y TIPOLOGÍA**

Esta primera sección del trabajo se dirige a delimitar el objeto genérico de nuestro estudio. Con este fin, se realiza, en primer lugar, una sucinta aproximación al concepto de combinación empresarial, delimitando conceptualmente los dos tipos de combinaciones empresariales —fusiones y adquisiciones, de un lado, y alianzas estratégicas, del otro— que van a ser analizados a lo largo de la presente investigación. Asimismo, se exponen diversas tipologías de ambos tipos de combinación empresarial al objeto de identificar y definir todos los conceptos relevantes que serán utilizados en el estudio.

Uno de los fenómenos más relevantes del desarrollo corporativo durante las últimas décadas es la formación de combinaciones empresariales o vínculos estratégicos entre empresas. Siguiendo a Borys y Jemison (1989), podemos definir las combinaciones empresariales como acuerdos organizativos entre empresas que deciden combinar sus recursos y/o estructuras de gobierno. De acuerdo con esta definición, pueden considerarse combinaciones empresariales una amplia gama de vínculos organizativos de diferente naturaleza y propósito. En efecto, estos vínculos incluyen desde las fusiones y adquisiciones hasta los contratos de fabricación o comercialización, pasando por las empresas conjuntas, acuerdos de licencia y desarrollo tecnológico y, en general, todo tipo de alianzas estratégicas entre empresas. A pesar de las diferencias, tanto legales como organizativas y contractuales que existen entre los vínculos organizativos mencionados, todos ellos son analizados generalmente como medios alternativos de acceder a recursos externos; esto es, recursos en poder de otras empresas y que no están disponibles a través del mercado, como es el caso de los activos intangibles, en general, y el conocimiento tácito en particular. Por esta razón, se considera que las empresas que participan en estas combinaciones empresariales pueden alcanzar combinaciones de recursos que sería muy difícil ensamblar de otra manera, al no estar disponibles en el mercado.

No obstante, según se ha mencionado, las diferentes combinaciones empresariales presentan una naturaleza y características muy dispares. De este modo, los siguientes epígrafes se dedican al análisis de los dos tipos de combinaciones empresariales que constituyen el objeto de estudio de la presente investigación: fusiones y adquisiciones y alianzas estratégicas.

### **I.1.1 Fusiones y adquisiciones: Delimitación conceptual**

Las fusiones y adquisiciones son procesos mediante los cuales empresas hasta entonces independientes agrupan todas sus actividades bajo una propiedad común (Ventura, 1994). A partir de esta unión esas empresas pasarán a integrar sus actividades en una única línea estratégica común y bajo una única dirección. Siguiendo a Angenieux (1976) y Palacín (1996) cabe distinguir entre:

1. Fusión: Tiene lugar cuando dos o más empresas, jurídicamente independientes, acuerdan integrar sus patrimonios y generar una única sociedad. A su vez, la *fusión* puede dividirse en:
  - Fusión por absorción. Una de las sociedades absorbe el patrimonio de todas las demás. Las absorbidas, por tanto, pierden su personalidad jurídica, mientras que la absorbente la mantiene.
  - Fusión propiamente dicha. Se crea una nueva sociedad a la cual se ceden los patrimonios de todas las empresas que se fusionan. En este caso, todas las empresas que se unen pierden su personalidad jurídica, quedando una única entidad nueva con los patrimonios de todas las demás.
  - Fusión con aportación parcial de activo. Las empresas que se unen pueden aportar a la fusión todo su patrimonio o bien sólo una parte de éste, manteniendo en este segundo caso su personalidad jurídica. La aportación pueden hacerla a otra empresa ya creada —con la cual se fusionan— o a una nueva empresa creada a tal efecto. En el caso de que haya empresas que aporten todo su patrimonio, éstas pierden su personalidad jurídica, manteniéndola aquéllas que hayan aportado sólo una parte de sus activos.

- Fusión acompañada de escisiones. Se crean al menos dos nuevas sociedades a las que las empresas que se fusionan aportan su patrimonio. Las aportaciones de cada empresa se suelen dirigir a todas las empresas creadas. Por ello, se habla de escisión, ya que el patrimonio de las empresas que se fusionan se divide entre las nuevas.
2. Adquisición: Supone la toma de control de una empresa mediante la compra directa parte, o de la totalidad, de su capital social. Dicha adquisición, suele darse bajo la forma de Oferta Pública de Adquisición —OPA—, cuando la sociedad adquirida cotiza en bolsa.

De acuerdo con la delimitación conceptual anterior, tanto las fusiones como las adquisiciones tienen un mismo propósito inicial, que reside en la puesta en común de los recursos de las empresas que se unen. Por tanto, la principal diferencia entre fusiones y adquisiciones reside en la forma jurídica empleada. Mientras que en las adquisiciones no surge una entidad nueva, en las fusiones sí aparece esa nueva entidad. Por otro lado, en las adquisiciones las empresas adquirente y adquirida mantienen —o pueden mantener— su identidad, mientras que en las fusiones no ocurre esto. La empresa que cede su patrimonio pierde su identidad jurídica y desaparece, al menos como entidad independiente<sup>1</sup>.

Dado que estas diferencias son más bien de forma, ya que en todos los casos las sociedades que se fusionan o absorben pasan a estar integradas en una única cadena jerárquica, en adelante nos referiremos a ambos procesos de forma indistinta<sup>2</sup>.

Adicionalmente, cabe diferenciar entre la empresa que ejerce el intento de compra y otra u otras que son las empresas *objetivo* de la adquisición. En todo este trabajo nos referiremos a empresa *oferente*, *adquirente*, *compradora* o *absorbente* cuando hagamos referencia a la empresa del primer tipo, y empresa *objetivo* o *adquirida* cuando estemos

---

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, cómo en la fusión Banco Santander-BCH ambos bancos pierden su identidad surgiendo un nuevo grupo —BSCH— con una nueva imagen, mientras que en la adquisición que el Santander hizo de Banesto, este banco mantuvo su identidad, estableciéndose una relación jerárquica de subordinación entre ambas compañías.

<sup>2</sup> En general, utilizaremos el término adquisición para referirnos a las diferentes modalidades de este tipo de combinación empresarial.

hablando de las empresas del segundo tipo. Con todo, cabe señalar al respecto que, en ocasiones, no está clara esa separación entre *empresa adquirente* y *empresa adquirida*. En algunos casos, especialmente en fusiones *entre iguales*<sup>3</sup>, la frontera no está tan marcada, al menos en la visión global de la unión. En estos casos puede haber una clasificación *adquirente-adquirida* en función de la instrumentación de la unión, es decir, si la unión se efectúa cambiando acciones de una empresa por otra y haciendo desaparecer las de la primera —caso BSCH— se supone que la empresa adquirente es aquella cuyas acciones no desaparecen.

### **I.1.2 Tipología de fusiones y adquisiciones**

En esta sección se presentan diversas clasificaciones de adquisiciones que, en general, han tratado de analizar estos procesos de combinación empresarial atendiendo al grado de relación existente entre las empresas que se unen.

#### **I.1.2.a CLASIFICACIÓN DE SALTER Y WEINHOLD (1979)**

Rumelt en su libro *Strategy, Structure and Economic Performance*, publicado en 1974, efectúa la primera distinción entre negocios relacionados y no relacionados, tratando de analizar si la diversificación seguida por las empresas crea valor en función del grado de relación de los negocios en los que entra. Para Rumelt (1974), dos negocios están relacionados cuando cumplen cualquiera de los requisitos siguientes:

- Atienden a mercados similares con canales de distribución también similares.
- Utilizan tecnologías productivas similares.
- Explotan investigaciones científicas similares.

---

<sup>3</sup> Definimos *fusión entre iguales* como aquella que se da entre empresas con similar poder de mercado y que generalmente actúan en el mismo sector. Suelen ser fusiones horizontales, que serán definidas posteriormente. No obstante, también pueden pertenecer a sectores distintos, en cuyo caso podríamos estar hablando de fusiones verticales. Algunos ejemplos de fusiones *entre iguales* son la realizada entre el Banco Santander y el BCH, la de AOL y Time Warner o la efectuada entre Terra y Lycos.

A raíz de este trabajo comienzan a proliferar las investigaciones que tratan de unir la estrategia de diversificación de las empresas y su rentabilidad.

Así, a medida que aumenta el interés por la relación entre el tipo de diversificación y la rentabilidad, las adquisiciones de empresas pasan a ser observadas como un campo de investigación independiente (Singh y Montgomery, 1987). Ello se debe a que las adquisiciones pueden verse como medios para conseguir un fin, que en este caso se trata de la diversificación empresarial.

En 1979 aparece el primer trabajo que trata de englobar los dos conceptos expuestos anteriormente; diversificación —grado de relación— y adquisiciones. En este trabajo, Salter y Weinhold (1979) parten de la clasificación de Rumelt (1974) sobre negocios relacionados y no relacionados para establecer una tipología inicial de las adquisiciones. Así, la clasificación de Salter y Weinhold (1979) distingue entre dos grandes tipos de adquisiciones:

- Adquisiciones relacionadas.
- Adquisiciones no relacionadas.

El grado de relación es definido en función de la capacidad de transferir habilidades funcionales<sup>4</sup> entre la empresa adquirente y la adquirida. Cuanto mayor sea la capacidad para transferir estas habilidades, mayor será el grado de relación entre las empresas que se unen. Así, una adquisición no relacionada será aquella en la que una empresa trata de aumentar su tamaño entrando en mercados entre los cuales los factores clave para el éxito no están relacionados. Por lo tanto, en este caso no existirá transferencia de habilidades entre los negocios antiguos y nuevos de la empresa. Por su parte, una adquisición relacionada se caracterizará por la utilización de una o unas habilidades funcionales características como base para la diversificación. En este caso, la transferencia de dichas habilidades es primordial.

---

<sup>4</sup> Estas habilidades, a su vez, podían dividirse en investigación y desarrollo, producción, marketing y distribución (Salter y Weinhold, 1979).

Adicionalmente, Salter y Weinhold (1979) distinguen entre adquisiciones relacionadas en sentido suplementario y adquisiciones relacionadas en sentido complementario. Las primeras hacen alusión a procesos en los que las empresas expanden sus negocios entrando en nuevos mercados que requieren habilidades funcionales idénticas a las que ya poseían. Las segundas se refieren a procesos en los que las empresas se expanden adquiriendo nuevas habilidades, pero sin modificar en gran medida su producto final. Un ejemplo de este segundo tipo de adquisiciones sería la adquisición que persiguiese la integración vertical de una empresa.

#### I.1.2.b CLASIFICACIÓN DE LA *FEDERAL TRADE COMMISSION*

La *Federal Trade Commission*<sup>5</sup> —en adelante, FTC— distingue cinco tipos de fusiones, en función del grado de relación existente entre las empresas. Estos tipos son:

- Fusión vertical.- Una empresa acomete una fusión de este tipo cuando se integra verticalmente, hacia adelante o hacia atrás, mediante la adquisición de otra empresa *adyacente* en su cadena de valor.
- Fusión horizontal.- Es utilizada cuando una empresa adquiere a o se fusiona con un antiguo competidor. Este tipo de actuaciones son las que pueden generar más problemas en cuanto a competencia. Sin duda, las fusiones horizontales pueden ir contra las políticas de libre competencia, debido a que, dependiendo de la magnitud de las empresas que se unen, pueden derivar en conductas monopolistas u oligopolistas. Es en estos casos cuando la FTC interviene, impidiendo o poniendo condiciones a la fusión o adquisición.
- Fusión de extensión de producto.- A través de este tipo de fusiones las empresas adquieren a otras que fabrican productos complementarios.

---

<sup>5</sup> Entidad que tiene la responsabilidad de evaluar las implicaciones que sobre la competencia de cada sector tienen las adquisiciones propuestas por las empresas en Estados Unidos.

- Fusión de extensión de mercado.- Son utilizadas por las compañías cuando persiguen penetrar en nuevos mercados geográficos. Son un tipo de fusiones claramente relacionado con la internacionalización de las empresas.
- Fusión en conglomerado<sup>6</sup>.- Este último tipo de fusiones responde al intento de la FTC de ser exhaustiva en la tipología. Así, se definen los conglomerados por exclusión. Una fusión será de este tipo cuando no se pueda englobar dentro de ninguno de los anteriores. El grado de relación en los conglomerados es mínimo y, por ello, la FTC no se opone en ningún caso a este tipo de fusiones.

Han sido muchos los trabajos que han estudiado, y aún hoy siguen estudiando, distintos aspectos relacionados con las adquisiciones siguiendo la tipología definida por la FTC. La mayor parte de estos trabajos han ido encaminados a tratar de ver el efecto que tiene el grado de relación entre los negocios de las empresas que se unen sobre la creación de valor en las adquisiciones.

#### I.1.2.C CLASIFICACIÓN DE PORTER (1987)

Una de las clasificaciones más comúnmente utilizadas por los investigadores es la de Porter (1987) que propone que la estrategia corporativa de las empresas, en cuanto a las políticas sobre adquisiciones, puede ser de cuatro tipos:

- Administración de carteras: El mecanismo se basa en la diversificación a través de adquisiciones, mediante las cuales las empresas adquirentes compran compañías con directivos competentes dispuestos a permanecer en la empresa. La creación de valor para los accionistas de la empresa adquirente proviene de la valoración que ésta hace de las empresas objetivo, que se supone será mejor que la que pueden hacer los propios accionistas.

---

<sup>6</sup> La práctica de la FTC es considerar las tres últimas categorías como fusiones en conglomerado —con cierto grado de diversificación. Para distinguir, por tanto, el último tipo, suele utilizarse la denominación de conglomerado *puro*.

- Reestructuración: Las empresas adquirentes suelen efectuar cambios en los equipos directivos de las adquiridas, con el fin de modificar su estrategia. Además, suelen enajenar las unidades de negocio que no crean valor, conservando aquéllas que sí lo hacen.
- Transferencia de habilidades: En este caso, las adquisiciones se ponen en práctica para explotar las habilidades de la empresa adquirente en la adquirida.
- Reparto de tareas: Las empresas se benefician de una adquisición porque aprovechan actividades comunes de la cadena de valor, con lo cual incurren en unos menores costes.

### I.1.2.d OTRAS DEFINICIONES

A pesar de que las clasificaciones anteriores aún siguen siendo usadas por un gran número de investigadores, existen alternativas para medir el grado de relación entre distintos negocios. Las tipologías anteriores se enfrentan al problema de definir mercado relacionado y mercado no relacionado de manera objetiva y operativa. En este caso, muchos investigadores recurren a las clasificaciones efectuadas por las administraciones públicas o por empresas privadas. Entre estas clasificaciones, hay dos de especial relevancia:

- Standard Industrial Classification —SIC: Tiene la ventaja de ser internacional. Es desarrollada por el gobierno de los Estados Unidos<sup>7</sup> y los códigos están compuestos por hasta ocho dígitos, cada uno de los cuales representa un nivel más específico de actividad.
- Clasificación Nacional de Actividades Económicas —CNAE: Clasificación similar a la anterior pero en el ámbito español. Los códigos se componen de cinco dígitos que también representan distintos niveles cada vez más específicos de actividad.

---

<sup>7</sup> Otra clasificación muy similar es la desarrollada por el gobierno canadiense, si bien es la clasificación norteamericana la más utilizada en la actualidad.

Cuanto mayor sea el número de dígitos coincidentes de los códigos —SIC o CNAE— de los negocios principales de las empresas que se unen, mayor será el grado de relación de la adquisición. Esta metodología es totalmente objetiva y operativa, ya que son muchos los listados de empresas que las clasifican mediante estos códigos.

Por otro lado, cabe mencionar las distintas formas de instrumentar las adquisiciones. Así, éstas pueden realizarse mediante la compra de los activos de las empresas objetivo, o bien a través de la adquisición de acciones de esas empresas. A su vez, esta compra de acciones puede realizarse con dinero en efectivo (Emery y Switzer, 1999; Leeth y Borg, 2000) o mediante el canje de acciones de la empresa adquirente (Travlos, 1987; Suk y Sung, 1997; Eckbo y Thorburn, 2000; Shelton, 2000).

Asimismo, se puede considerar el carácter de la adquisición. En este sentido, cabe diferenciar entre adquisición amistosa —las empresas se unen de mutuo acuerdo— u hostil —una empresa decide adquirir o absorber a otra sin acuerdo previo entre los equipos directivos de las compañías (Morck *et al.*, 1988; Martin y McConnell, 1991; Hambrick y Cannella, 1993; Franks y Mayer, 1996; Agrawal y Walkling, 1994). En el segundo caso es muy común el uso de una OPA, dirigida por la empresa compradora hacia los accionistas de la empresa objetivo. Lógicamente, el precio ofrecido en este tipo de OPAs es superior al que venían cotizando las acciones de la empresa adquirida. Ello es así porque a la empresa adquirente le interesa que su oferta tenga éxito y le permita hacerse con el mayor número posible de acciones.

Las adquisiciones amistosas también se pueden instrumentar mediante una OPA, en la cual la adquirente suele comprometerse a ceder a los accionistas de la adquirida una cantidad de acciones por cada acción que posean de la empresa objetivo. El tipo de canje es establecido por mutuo acuerdo entre los equipos directivos de la empresa adquirente y la adquirida. Generalmente, estos canjes suelen llevar aparejado el aumento de capital de la empresa adquirente, con el fin de cubrir las necesidades de acciones surgidas.

Finalmente, las OPAs encaminadas a hacer desaparecer del mercado las acciones de la empresa objetivo son conocidas como OPAs de exclusión. En ellas, la empresa adquirente, que cuenta con una participación mayoritaria en la empresa objetivo, se hace

con la totalidad del capital de ésta última y retira del mercado sus acciones, normalmente canjeándolas por acciones de la propia empresa adquirente.

Adicionalmente, cabe hacer referencia al ámbito geográfico al que se dirige la adquisición (Doukas y Travlos, 1988; Des *et al.*, 1995; Tallman y Lee, 1996; Hitt *et al.*, 1997; Delios y Beamish, 1999; DeLong, 2001). No se debe olvidar que uno de los objetivos económicos de las adquisiciones tiene una gran relación con la globalización de los mercados y la internacionalización de las empresas. Por tanto, es conveniente destacar que una de las primeras clasificaciones de las adquisiciones, en cuanto al ámbito geográfico al que se dirigen, distinguía entre adquisiciones:

- Domésticas. Las empresas adquirente y objetivo pertenecen al mismo país.
- Internacionales. La empresa adquirente sobrepasa sus fronteras y adquiere a una empresa de otro país.

Otro aspecto a destacar es la forma en la que se financian las adquisiciones. La financiación más comúnmente utilizada por las empresas son los recursos propios (Jensen, 1986; Lang *et al.*, 1991), bien mediante la inversión de su *free cash-flow* o bien efectuando ampliaciones de capital y/o no repartiendo dividendos a sus accionistas, de manera que se cubra la inversión a realizar<sup>8</sup>.

Además de estos procedimientos de financiación, otro tipo de adquisición es la compra apalancada o *Leveraged Buy-Out* —L.B.O.—, que consiste en la adquisición de una empresa financiada, en su mayor parte, con recursos ajenos (Lehn y Poulsen, 1987). Estos recursos se obtienen basándose en la garantía que aporta la propia empresa a comprar. La deuda utilizada suele tener varios componentes, como *deuda subordinada*<sup>9</sup>,

---

<sup>8</sup> Las últimas adquisiciones que Telefónica Internacional S.A. efectuó en Latinoamérica fueron financiadas mediante ampliaciones de capital sucesivas, además de la suspensión de dividendos durante un período de tiempo.

<sup>9</sup> Su pago está subordinado al pago de otras deudas anteriores, que se conocen como deudas senior.

*deuda senior o bonos basura*<sup>10</sup>, entre otros. En algunas ocasiones, la deuda pretende pagarse con la venta de los activos de la empresa a comprar.

Finalmente, en ocasiones es el propio personal de la empresa quien adquiere todo o, al menos, una parte de su capital. En este caso, distinguimos dos tipos de adquisición:

- *Management Buy-Out* —M.B.O.: Consiste en la compra de la empresa por los propios directivos de ésta (Wright *et al.*, 1994; Amess, 1995; Angwin y Contardo, 1999; Contardo y Angwin, 2002).
- *Employee Stock Ownership Plan* —E.S.O.P.: Mediante este mecanismo son los propios trabajadores de la empresa los que adquieren parte de su capital. La sociedad pone en práctica planes de adquisición de acciones por parte de empleados, los cuales se benefician de precios ventajosos. Además, estos planes suponen beneficios fiscales para las empresas (Arruñada, 1990; McKinley *et al.*, 1995) y permiten un aumento en la productividad, gracias a que suelen incrementar la motivación de los trabajadores (Conte y Kruse, 1991; Florkowski y Shastri, 1992; Kumbhakar y Dunbar, 1993).

### **I.1.3 Alianzas estratégicas: Delimitación conceptual**

En las últimas décadas las alianzas estratégicas han incrementado de forma notable su importancia, como consecuencia, fundamentalmente, de dos factores: de un lado, la creciente globalización que afecta a un número importante de sectores de actividad y, del otro, el cambio tecnológico asociado a la aparición de las nuevas tecnologías de la información. Esta creciente relevancia del fenómeno cooperativo en la realidad económica mundial ha suscitado el interés de los investigadores por su estudio. No obstante, los numerosos trabajos realizados se han caracterizado por su dispersión y

---

<sup>10</sup> Fueron uno de los instrumentos que impulsaron la ola de fusiones que dio comienzo en Estados Unidos a principios de los '80, extendiéndose posteriormente hacia Europa. Estos bonos consisten en títulos financieros de alto riesgo y alto rendimiento.

heterogeneidad, tanto en los objetivos planteados, como en los enfoques teóricos aplicados<sup>11</sup>.

Así, se han desarrollado diferentes visiones y justificaciones del establecimiento de alianzas estratégicas desde diversas perspectivas, como la Teoría Económica, el Aprendizaje Organizativo o el Comportamiento Estratégico, entre otras. La Teoría Económica y, más en concreto, la Teoría de los Costes de Transacción, considera estos acuerdos como formas híbridas o intermedias entre el mercado y la empresa para la organización de las transacciones (Williamson, 1985; Marity y Smiley, 1983) y se justifica su creación con base a criterios de eficiencia económica<sup>12</sup>. Desde el punto de vista del Aprendizaje Organizativo, el establecimiento de acuerdos se justifica por el acceso a competencias y habilidades de los socios (Buckley y Casson, 1988; Hamel *et al.*, 1989) y por el aprendizaje sobre el propio proceso de gestión de las alianzas, así como sobre el socio —cultura, actitudes y expectativas— y las posibilidades de esfuerzo conjunto (Doz y Shuen, 1988; Doz, 1996). Por otra parte, la perspectiva del Comportamiento Estratégico, considera a las alianzas como un medio para mejorar la posición competitiva de los socios en el sector, gracias a la coordinación de sus interdependencias estratégicas (Kogut, 1988a).

Lógicamente, esta diversidad de planteamientos también se ha visto reflejada en la definición o concepto de alianza utilizado<sup>13</sup>. A efectos de este trabajo, definimos las alianzas estratégicas como acuerdos “*entre dos o más empresas independientes, que uniendo o compartiendo parte de sus capacidades y/o recursos, sin llegar a fusionarse, instauran un cierto grado de interrelación para realizar una o varias actividades que contribuyan a incrementar sus ventajas competitivas*” (Fernández, 1991).

---

<sup>11</sup> Una revisión de los mismos puede verse en García-Canal (1996a).

<sup>12</sup> Para un mayor detalle del análisis de las alianzas bajo esta perspectiva económica, véase, por ejemplo, Salas (1989).

<sup>13</sup> En este sentido, Fernández (1991) considera que los diversos autores han denominado con diferentes nombres a conceptos muy similares y con el mismo término a conceptos diferentes, dando lugar a lo que denomina “jungla de denominaciones”.

Con base en García-Canal (1993) y en la definición previa, se pueden señalar los siguientes rasgos distintivos de las alianzas estratégicas:

- Coordinación de acciones futuras.
- Pérdida de cierta autonomía organizativa —como consecuencia de la asunción de ciertos compromisos sobre el comportamiento futuro.
- No existencia de una relación de subordinación —los socios mantienen plena autonomía operativa respecto de las actividades que no son objeto de cooperación.
- Interdependencia —cada empresa participante en la alianza tiene algo que ofrecer al resto, pues de lo contrario, carecería de sentido el acuerdo.
- Difuminación de los límites de la organización.
- Consecución de un objetivo.

#### **I.1.4 Tipología de alianzas estratégicas**

Una vez definidas las alianzas estratégicas y examinados sus rasgos característicos, seguidamente se describen brevemente diferentes tipologías que permiten un mejor conocimiento de las mismas. Asimismo, la clasificación de las alianzas en función de diversos criterios —tales como la naturaleza del acuerdo y de la actividad objeto de colaboración, la estructura contractual, el alcance geográfico del acuerdo o la nacionalidad de los socios—, pondrá de manifiesto ciertas diferencias existentes entre ellas.

### I.1.4.a NATURALEZA DEL ACUERDO

Se pueden distinguir dos tipos de alianzas en función de la naturaleza de la relación que existe entre los socios<sup>14</sup>:

- Alianzas verticales. En ellas los socios coordinan actividades relativas a diferentes fases de la cadena de valor. Se trata, por tanto, de alianzas en las que la relación existente entre los socios es del tipo comprador-vendedor. De esta forma, una de las partes realiza las actividades objeto del acuerdo y cede su output a la otra a cambio de una contraprestación.
- Alianzas horizontales. En este caso, las actividades que se coordinan corresponden a la misma fase de la cadena de valor, bien sea el desarrollo conjunto de la actividad, o bien a través de intercambios bilaterales en los cuales los socios se ceden el output de actividades situadas en el mismo estadio de la cadena de valor añadido. Tal es, por ejemplo, el caso de los cruces de licencias y de los intercambios de redes de distribución.

No obstante, el empleo de esta terminología puede originar cierta confusión, dado que también ha sido utilizada por algunos autores para designar aquellos acuerdos suscritos por empresas que no son competidores directos y por las que sí lo son, respectivamente<sup>15</sup>. Con todo, en este trabajo se empleará dicha terminología tal como ha sido definida. A fin de distinguir entre acuerdos realizados entre socios competidores y los creados por empresas que no lo son, se utilizará la siguiente clasificación (Fernández, 1991; 1993):

- Alianzas competitivas. Son aquéllas constituidas por empresas que son competidores directos en el mercado.

---

<sup>14</sup> Esta distinción entre acuerdos verticales y horizontales es compatible con la clasificación que Porter y Fuller (1986) realizan de las alianzas con la denominación de “coaliciones X” y “coaliciones Y”.

<sup>15</sup> Véase, por ejemplo, Jacquemin *et al.* (1986).

- Alianzas complementarias. Son las realizadas por empresas que no son competidores directos en el mercado y, por tanto, ofrecen productos de carácter complementario.

Puesto que entre ambas tipologías no existe un solapamiento completo, su combinación permite establecer cuatro tipos de alianzas o acuerdos:

1. Alianzas verticales competitivas. En estas alianzas dos empresas, que son competidoras directas, acuerdan que una de ellas realice una actividad de valor en la que ambas están interesadas, de tal forma que el output obtenido satisfaga las necesidades de ambas.
2. Alianzas verticales complementarias. Se producen entre empresas que no son competidoras directas y se refieren, principalmente a acuerdos que una empresa establece con sus proveedores.
3. Alianzas horizontales competitivas. Se trata de alianzas en las que empresas cuyos productos compiten directamente en el mercado se comprometen a realizar conjuntamente una o varias actividades de su cadena de valor.
4. Alianzas horizontales complementarias. Se desarrollan entre empresas que ofrecen al mercado productos complementarios y que, por tanto, no son competidoras directas.

#### I.1.4.b ESTRUCTURA CONTRACTUAL

Las alianzas estratégicas se pueden considerar fórmulas organizativas intermedias entre el mercado y la jerarquía interna, tal y como se ha comentado anteriormente. No obstante, entre ambos extremos podrían situarse un elevado número de prácticas, por lo que puede resultar útil establecer una graduación dentro de ese “continuum”. En este sentido, Thompson y McEwen (1958) y Thompson (1967) establecieron la siguiente tipología de vínculos organizativos —matizada posteriormente por Galbraith (1977) y Scott (2003)— en función del grado de compromiso que los socios asumen respecto de su comportamiento futuro:

- Contratación. Incluye aquellos acuerdos por los que las partes se obligan a mantener una relación de intercambio en el futuro.
- Cooptación. Supone la inclusión en los órganos de gobierno de la organización de representantes de las empresas con las que se mantiene el acuerdo de colaboración.
- Coalición: Engloban aquellos vínculos por los que dos o más organizaciones se comprometen a actuar conjuntamente para el logro de determinados objetivos operativos.

García-Canal (1992), con base en esta tipología, distingue tres tipos genéricos de estructuras contractuales de las alianzas estratégicas<sup>16</sup>. Cada una de ellas se caracteriza por poseer unos mecanismos de control y unos compromisos interorganizativos específicos. Tales tipos son los siguientes:

- Alianzas de intercambio o contratación. Esta categoría engloba, en general, todos aquellos vínculos entre empresas que implican un compromiso más fuerte que el de la mera relación de mercado que puede mantener una empresa con sus proveedores o contratistas externos. Por tanto, se incluyen en ella, además de acuerdos con proveedores de materias primas o componentes, aquellos vínculos que se establecen con suministradores de tecnología o distribuidores. Estas alianzas no tienen por qué estar formalizadas legalmente. Por ello, en función de que se basen, o no, en la existencia de garantías legales que incentiven el cumplimiento de las obligaciones contractuales, se puede distinguir entre (Thompson, 1967; Hakanson y Johanson, 1988): contratos informales —tienen como única garantía, bien la confianza desarrollada en intercambios previos, bien la reputación del agente— y contratos formales —en ellos la relación está formalizada legalmente.

---

<sup>16</sup> Menguzzato (1992), por su parte, propone dos grandes categorías de alianzas estratégicas en función de la forma de cooperación: (a) formas estructuradas: suponen una participación de capital, bien simple, bien cruzada, bien en una tercera entidad que así se crea, como la empresa conjunta y (b) formas no estructuradas: no conllevan ninguna participación de capital.

- Participaciones accionariales minoritarias. Se trata de vínculos entre empresas a través de una toma minoritaria de participación accionarial o de un cruce de participaciones que implican, en la mayor parte de los casos, un intercambio unilateral o bilateral de representantes en los órganos de gobierno de dichas empresas. La nota distintiva de esta estructura contractual es dicho intercambio de representantes. Ello se debe a que el mecanismo de control asociado a esta fórmula está vinculado, más que al derecho a voto asociado a al cruce accionarial, al establecimiento de canales de comunicación directos entre los órganos de gobierno de los socios (Pisano *et al.*, 1988). De hecho, en muchas alianzas de estas características el representante del socio en el Consejo de Administración asume el compromiso de votar con la mayoría. Con todo, las participaciones accionariales minoritarias tienen carácter de acuerdo de cooperación siempre y cuando la incorporación de estos nuevos miembros a los órganos de gobierno del socio haya sido pactada de común acuerdo por las empresas. Así pues, quedan excluidas las incorporaciones asociadas a tomas de participaciones hostiles o, simplemente, no negociadas. Asimismo, tampoco se consideran las incorporaciones asociadas a inversiones de carácter puramente financiero (Pisano *et al.*, 1988).
- Coaliciones. Esta estructura contractual se caracteriza porque los socios planifican conjuntamente la utilización de sus recursos para la realización de determinadas actividades de la cadena de valor —se trata, por tanto, de acuerdos horizontales. La coalición, por otro lado, es el vínculo que lleva aparejado un mayor compromiso y coordinación entre las empresas. Ello se debe a que, además de proporcionar una base para la realización de intercambios entre las organizaciones, éstas asumen un compromiso para la toma de decisiones conjunta en el futuro, con respecto a las actividades que comprende el acuerdo. En función de que la planificación conjunta de recursos conlleve, o no, la creación de una nueva entidad, las coaliciones pueden clasificarse, a su vez, en dos categorías (Aiken y Hage, 1968; Scott, 2003):

- a) Empresas conjuntas o *joint ventures*: se trata de acuerdos por los que dos o más empresas crean una nueva entidad, en cuyo capital participan conjuntamente, para la realización de estas actividades.
- b) Asociaciones: en este caso dos o más empresas coordinan la realización conjunta de actividades de su cadena de valor, sin que ello suponga la creación de una nueva entidad.

Esta tipología de estructuras contractuales presenta ciertas analogías con la establecida en función de la naturaleza del acuerdo, anteriormente comentada. En concreto, todas las alianzas de intercambio o contratos son alianzas verticales, mientras que las coaliciones son alianzas horizontales. Sin embargo, el solapamiento no es total entre ambas clasificaciones, dado que las participaciones accionariales minoritarias pueden producirse tanto en alianzas verticales como horizontales, en función de que tengan como objeto reforzar una relación de intercambio o bien servir de base para futuras coaliciones, respectivamente.

#### I.1.4.C NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD

Atendiendo a la naturaleza de las actividades que son objeto del acuerdo cabe distinguir cuatro categorías de alianzas (Porter y Fuller, 1986):

- Alianzas de desarrollo tecnológico. Se trata de aquéllas que tienen por objeto la generación de nuevos conocimientos o la transmisión de los ya existentes. En los últimos años este tipo de acuerdo ha incrementado su frecuencia, dada la imposibilidad que tiene una empresa de generar internamente todas las tecnologías que necesita (Fernández, 1991).
- Alianzas de logística y operaciones. Dentro de esta categoría se incluyen: por un lado, aquéllas alianzas que tienen por objeto el aprovisionamiento de inputs o componentes; tal es el caso, por ejemplo, de la subcontratación o de los contratos de suministro a largo plazo. Por otro, aquéllas en las que los socios realizan conjuntamente actividades productivas. Dentro de estas últimas, las más frecuentes son las realizadas para producir componentes comunes,

permitiendo a los socios beneficiarse de una mayor eficiencia en su producción.

- Alianzas de marketing, ventas y servicio. Bajo esta denominación se engloban los acuerdos que suponen la contratación de actividades de este tipo por parte de una empresa a otra. Este sería el caso de las diferentes modalidades de contratos de distribución, entre las que cabe destacar los contratos *piggy back*<sup>17</sup> y las franquicias<sup>18</sup>. Asimismo, esta categoría de acuerdos incluye aquéllos que conllevan la realización conjunta de estas actividades comerciales, siendo los más frecuentes los denominados consorcios de exportación<sup>19</sup>.
- Alianzas de actividad múltiple. Son aquéllas que engloban varias de las actividades enunciadas en las categorías anteriores.

#### I.1.4.d ALCANCE GEOGRÁFICO Y NACIONALIDAD DEL SOCIO

Por último, en función de su alcance geográfico y la nacionalidad de los socios, siguiendo a García-Canal y Valdés (1997), podemos identificar tres grandes categorías de alianzas<sup>20</sup>:

- Alianzas domésticas: acuerdos de cooperación con socios del mismo país.
- Alianzas locales: acuerdos de colaboración con socios internacionales, normalmente locales, para penetrar, bien en el mercado de origen de éstos, o bien en un tercer país.

---

<sup>17</sup> Este tipo de acuerdo permite a una empresa acceder a los mercados exteriores a través de la infraestructura comercial de otra empresa ya ubicada en dicho mercado.

<sup>18</sup> Se trata de un contrato entre dos empresas por medio del cual una de ellas, denominada franquiciadora, cede a la otra —franquiciada— el derecho a producir, distribuir o utilizar un bien o servicio desarrollado por la primera a cambio de una contraprestación financiera.

<sup>19</sup> Por medio de estos acuerdos varias empresas fabricantes realizan conjuntamente sus actividades exportadoras para aprovechar economías de escala y obtener un mejor acceso a los mercados internacionales (Hennart, 1988).

- Alianzas globales: son aquellas que se crean para coordinar la actuación de los socios en varios países, buscando el desarrollo de relaciones de complementariedad a escala global.

## **1.2 ENFOQUES TEÓRICOS APLICABLES AL ESTUDIO DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES<sup>21</sup>**

En esta sección se presenta una síntesis de los principales enfoques teóricos que han sido utilizados en los diversos trabajos que han tratado de explicar la reacción del mercado de capitales ante la formación de adquisiciones y alianzas estratégicas. En este sentido, cabe señalar que a pesar de que las líneas de investigación sobre la reacción del mercado de capitales ante ambos tipos de combinaciones empresariales han evolucionado de forma separada, existen notables coincidencias en los argumentos teóricos que se han utilizado para tratar de explicar la rentabilidad anormal asociada a su formación.

En el Cuadro 1.1 se recogen estos enfoques teóricos junto con los argumentos desarrollados para explicar la reacción del mercado de capitales ante cada uno de los procesos de combinación empresarial, que, lógicamente, no tienen por qué coincidir en cada caso.

---

<sup>20</sup> Porter y Fuller (1986) también clasifican las alianzas en función de su alcance geográfico. Así, distinguen entre coaliciones para un solo país y coaliciones para varios países. Ambas categorías se corresponden con las alianzas locales y domésticas, de un lado, y las globales, de otro, respectivamente.

<sup>21</sup> El contenido de esta sección, así como de la sección siguiente, se basa, en parte, en García-Canal *et al.* (2002).

CUADRO 1.1: APROXIMACIONES TEÓRICAS AL ESTUDIO DE LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES

Enfoques teóricos	Estudios empíricos representativos	Hipótesis sobre la reacción del mercado	
Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976)	Mercado de control corporativo (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Ruback, 1983)	Para adquisiciones: Amihud <i>et al.</i> (1990); Stulz <i>et al.</i> (1990); Travlos y Waagelein (1992); Song y Walking (1993); Subrahmanyam <i>et al.</i> (1997); Suk y Sung (1997); Shelton (2000)	Las acciones de una empresa adquirida en una operación destinada a reemplazar a directivos ineficientes experimentarán una reacción positiva
	Flujos de caja discrecionales (Jensen, 1986)	Para adquisiciones: Jensen (1986); Travlos (1987); Doukas (1995) Para alianzas: Mohanram y Nanda (1996); Chen <i>et al.</i> (2000)	La existencia de flujos de caja discrecionales unida a las oportunidades de inversión existentes explica la reacción del mercado de capitales ante el anuncio de una combinación empresarial
Asimetría Informativa (Akerlof, 1970; Myers y Majluf, 1984)	Para adquisiciones: Bradley <i>et al.</i> (1988); Amihud <i>et al.</i> (1990); Cornett y De (1991); Travlos y Waagelein (1992); Dewenter (1995); Suk y Sung (1997); Emery y Switzer (1999); Eckbo y Thorburn (2000); Leeth y Borg (2000); Shelton (2000)	La mayor información que los directivos de la empresa adquirente posean sobre el valor de la empresa adquirida y de la propia adquirente influye sobre la reacción de los mercados y sobre distintas decisiones tomadas dentro del propio proceso de adquisición	
	Para alianzas: Balakrishnan y Koza (1993); Reuer y Koza (2000)	El mercado de capitales reaccionará de forma más positiva ante el anuncio de una alianza cuanto mayor sea la asimetría entre los negocios de los socios	
Teoría de Sinergias (Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987)	Para adquisiciones: Lubatkin (1987); Singh y Montgomery (1987); Seth (1990); Datta y Puia (1995); Brooks <i>et al.</i> (2000); DeLong (2001)	Las combinaciones empresariales conducirán a un aumento en el precio de las acciones de las empresas que las emprenden cuando permitan la explotación de sinergias	
	Para alianzas: McConnell y Nantel (1985); Lummer y McConnell (1990); Chen <i>et al.</i> (1991); Koh y Venkatraman (1991)		
Teoría de la Organización Industrial (Bain, 1956)	Para adquisiciones: Eckbo (1983; 1985); Chatterjee (1991)	Las combinaciones empresariales influirán positivamente sobre el valor de mercado de las empresas cuando éstas aumenten su poder de mercado	
	Para alianzas: Wu y Wei (1998)		
Teorías Organizativas (Buono <i>et al.</i> , 1985; Jemison y Sitkin, 1986)	Para adquisiciones: Datta y Puia (1995); Very <i>et al.</i> (1997); Frame y Lastrapes (1998); Delios y Beamish (1999); Rad y Van Beek (1999); Eckbo y Thorburn (2000); Pantzalis y Kohers (2000); DeLong (2001)	Las diferencias entre las características organizativas de las empresas y el contexto cultural en el que se encuentran afectarán al resultado de una combinación empresarial	
	Para alianzas: Kim y Park (2002); Merchant y Schendel (2000)		
Teoría de Costes de Transacción (Coase, 1937; Williamson, 1975)	Internalización (Buckley y Casson, 1976; Hennart, 1982)	Para adquisiciones: Doukas y Travlos (1988); Morck y Yeung (1992); Hubbard y Palia (1999); Pantzalis y Kohers (2000)	Las adquisiciones crearán más valor cuando el adquirente aporte activos intangibles valiosos a la empresa adquirida que aumenten su rentabilidad
	Gobierno efectivo (Hennart, 1988; Pisano, 1989)	Para alianzas: Park y Kim (1997); Kim y Park (2002); Merchant y Schendel (2000)	La presencia de mecanismos de gobierno efectivos incentiva el comportamiento cooperativo de los socios y con ello el rendimiento de la alianza

Fuente: Elaboración propia

### I.2.1 Teoría de la Agencia

El enfoque más utilizado —sobre todo para el estudio de las adquisiciones— ha sido el de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976). Este enfoque analiza las combinaciones empresariales desde el prisma de los conflictos de intereses asociados a la separación entre la propiedad y el control de las empresas. De este modo, una buena parte de la literatura se ha dedicado a analizar cómo las diversas modalidades de combinación empresarial pueden llegar a ser medios a disposición de los directivos profesionales para la obtención de beneficios privados asociados al crecimiento de la empresa —como poder o prestigio— a costa de los intereses de los accionistas. En este sentido, se espera que cuanto mayores sean los flujos de caja discrecionales —aquellos que se obtienen en exceso sobre los requeridos para financiar todos los proyectos rentables de inversión (Jensen, 1986)— mayores serán los incentivos para acometer este tipo de procesos de combinación empresarial y, por lo tanto, menor será la rentabilidad anormal obtenida por el adquirente. No obstante, no siempre se presupone un efecto negativo de estos procesos, al menos de las adquisiciones, pues éstas —como ya había apuntado Manne (1965) inicialmente— pueden ser el resultado de la actuación del mercado de control corporativo. De este modo, empresas controladas por directivos ineficientes o negligentes pueden ser objeto de adquisición por parte de otras empresas que reemplacen a los equipos directivos y aumenten su potencial de obtener beneficios (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Ruback, 1983)<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> El funcionamiento de las adquisiciones y el mercado de control corporativo, como mecanismo disciplinador de una dirección ineficiente, no siempre ha dado resultado. Así, en Europa no ha funcionado eficientemente, debido a razones socioculturales, ligadas a la estructura de propiedad y a la existencia de defensas legales y de los propios directivos (Cuervo, 1999). No obstante, al menos para el mercado español, existen evidencias empíricas de que las compañías con una mayor separación entre accionistas y directivos —y, por tanto, con mayores costes de agencia y mayor posibilidad de comportamientos no maximizadores del valor de la empresa por parte de los directivos de ésta— tienen una mayor probabilidad de ser objeto de una adquisición disciplinadora (Azofra *et al.*, 2002).

### **I.2.2 Teoría de la Asimetría de Información**

Un segundo bloque de trabajos ha tratado de explicar la reacción del mercado de capitales a partir de las posibles asimetrías informativas (Akerlof, 1970; Myers y Majluf, 1984) existentes entre las entidades implicadas en los procesos de combinación empresarial —las propias empresas y otras compañías interesadas en estos procesos. Un problema crucial que se plantea es el de la valoración de los activos de ambas compañías, valoración que se hace más difícil cuando existe información asimétrica, la cual podría conducir a transferencias de riqueza de los accionistas de unas compañías a otras<sup>23</sup>. Esta asimetría de información haría preferible formas de combinación empresarial alternativas a las adquisiciones, como es el caso de las *joint ventures* —este es el planteamiento del trabajo de Balakrishnan y Koza (1993). No obstante, la forma en la que se financien las adquisiciones y la propia estructuración de la operación podría reducir el efecto negativo de la existencia de tales asimetrías (Datta *et al.*, 1992; Travlos y Waegelein, 1992).

### **I.2.3 Teoría de Sinergias**

Un tercer enfoque utilizado es lo que diversos autores han venido a denominar como Teoría de Sinergias (Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987; Singh y Montgomery, 1987). Desde este enfoque se defiende que la razón que justifica las combinaciones empresariales es el aprovechamiento de las complementariedades —sinergias— existentes entre las empresas. Según estos autores, las sinergias existen cuando el valor conjunto de las entidades implicadas en un proceso de fusión excede la suma de los

---

<sup>23</sup> Dentro de este enfoque podríamos situar lo que Roll (1986) denominó “Hipótesis Hubris” de las adquisiciones. Según esta hipótesis las rentabilidades anormales negativas que obtiene la empresa adquirente se deben a que los directivos cometen errores al evaluar las empresas objetivo —normalmente debido a que hay una sobrevaloración de las ganancias de eficiencia que puede experimentar la empresa objetivo una vez adquirida—, de forma que la prima pagada simplemente reflejaría dicho error. En este sentido, cuanto mayor sea la información que los directivos posean sobre las demás entidades implicadas en la operación, menor será el error de valoración cometido y se reducirá, así, la mera transmisión de riqueza de los accionistas de la empresa adquirente hacia los de la adquirida. Esta hipótesis, no obstante, apenas ha sido tratada por trabajos que hayan utilizado metodología de acontecimientos. Como excepción cabría citar a Morck *et al.* (1990) y Seth *et al.* (2000). Estos últimos concluyen que esta hipótesis coexiste con la Teoría de Sinergias —que se expone a continuación— a la hora de explicar adquisiciones valoradas positivamente por el mercado.

valores individuales de cada una de ellas, pudiendo estar su origen en incrementos en la eficiencia operativa, en el poder de mercado<sup>24</sup> o en otro tipo de ganancias financieras (Singh y Montgomery, 1987; Seth, 1990). Estas sinergias podrían explicar que, tanto la empresa adquirente, como la adquirida, pudieran experimentar una rentabilidad anormal positiva en un proceso de adquisición, pues si una empresa obtuviese la misma rentabilidad de la empresa adquirida que la que ésta tenía cuando era una entidad independiente y pagase por ella su precio real, el efecto sobre el valor de sus acciones sería nulo. De forma análoga, también serían estas sinergias las que explicasen la creación de valor en las alianzas (McConnell y Nantel, 1985).

### **I.2.4 Teoría de la Organización Industrial**

Desde la Teoría de la Organización Industrial, tanto las fusiones (Scherer, 1980), como las alianzas (Fusfeld, 1958), han sido tradicionalmente consideradas como mecanismos que permiten aumentar a las empresas su poder de mercado. Diversos trabajos han recogido este planteamiento, aunque los estudios empíricos se han enfrentado al problema de que resulta difícil diferenciar las ganancias derivadas de un aumento de la eficiencia de las derivadas de un aumento del poder de mercado. Por ello, algunos trabajos a los que haremos referencia en el epígrafe siguiente de este capítulo, han centrado su atención en analizar la repercusión de las combinaciones empresariales en los precios de las acciones de otras empresas rivales.

---

<sup>24</sup> Desde un punto de vista teórico sería cuestionable hablar de creación neta de valor ligada al incremento del poder de mercado. En este caso, lo que podría darse sería una transmisión de riqueza desde otros sujetos implicados —clientes, potenciales competidores— hacia los accionistas de las empresas implicadas en el proceso, no existiendo, por tanto, tal creación neta de valor. Los aspectos relacionados con la búsqueda del poder de mercado, por otro lado, han sido analizados específicamente desde la Teoría de la Organización Industrial —que se analiza a continuación. En realidad, el llamado Enfoque de Sinergias es el que tiene menos entidad como cuerpo teórico, puesto que no establece con precisión cuáles son las causas y consecuencias de la creación de valor asociadas a esas sinergias.

### **I.2.5 Teoría de la Organización**

Otro bloque de trabajos utiliza argumentos derivados de la Teoría de la Organización. Estos trabajos tratan de analizar en qué medida las diferencias entre las características organizativas de las empresas pueden obstaculizar la realización de las sinergias potenciales asociadas a los procesos de combinación empresarial (Buono *et al.*, 1985; Jemison y Sitkin, 1986). En concreto, se espera que las diferencias entre las culturas corporativas o las culturas nacionales de las empresas tengan un efecto negativo sobre la rentabilidad anormal ante anuncios de combinaciones empresariales.

### **I.2.6 Teoría de Costes de Transacción**

Un último enfoque teórico utilizado es el de la Teoría de Costes de Transacción (Coase, 1937; Williamson, 1975; Hennart, 1982). Desde este enfoque se puede argumentar que las adquisiciones y alianzas crean valor internalizando mercados y posibilitando combinaciones de recursos que no se pueden conseguir a través del mercado. El único trabajo que ha recogido este planteamiento para analizar la reacción del mercado de capitales ante las combinaciones empresariales es el de Morck y Yeung (1992), que ha presentado este argumento para las adquisiciones internacionales. En este caso, se espera que el mercado reaccione de forma positiva cuando las adquisiciones son llevadas a cabo por empresas con activos intangibles valiosos que pretenden explotar en las empresas adquiridas. Dentro del campo de las alianzas, la Teoría de Costes de Transacción también se ha utilizado para explicar en qué medida la presencia de mecanismos de gobierno eficientes que reduzcan los riesgos de comportamientos oportunistas influyen positivamente en la rentabilidad anormal (Park y Kim, 1997). Por último, en relación con esta teoría cabe señalar que, pese a que la integración vertical ha sido el problema paradigmático que ha suscitado el desarrollo de la Teoría de Costes de Transacción, apenas ha sido analizado cómo influyen los ahorros en dichos costes sobre la rentabilidad anormal de las empresas que se integran verticalmente mediante adquisiciones.

### **1.3 EVIDENCIAS EMPÍRICAS SOBRE LA REACCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES ANTE LOS PROCESOS DE COMBINACIÓN EMPRESARIAL**

En este epígrafe se presenta un panorama de los principales estudios empíricos que se han realizado hasta el momento sobre la reacción del mercado de capitales ante los procesos de fusión y adquisición, de un lado, y formación de alianzas estratégicas, del otro. Se pretende con ello sistematizar las principales conclusiones que se derivan de estos trabajos, así como las oportunidades de investigación que surgen asociadas a los resultados no concluyentes en cada una de las líneas de investigación.

A pesar de que el estudio de acontecimientos es una técnica de creciente aceptación en el ámbito de la dirección de empresas —en particular, las adquisiciones han sido una de las decisiones empresariales que más estudios de acontecimientos ha motivado y sigue motivando (McWilliams y Siegel, 1997)— su utilización no está exenta de críticas. Por ello, previamente, se realiza una breve aproximación metodológica a dicha técnica, presentando sus principales fortalezas y debilidades.

#### **1.3.1 Una consideración metodológica previa**

El estudio de acontecimientos se centra en analizar el comportamiento del precio de las acciones de las empresas el día en el que se hace público un suceso relevante —por ejemplo, el anuncio de una combinación empresarial—, tratando de aislar la reacción específica —rentabilidad anormal— asociada a ese suceso, la cual aproxima una valoración de las consecuencias a largo plazo que el mismo tendrá sobre la compañía<sup>25</sup> (Fama, 1970; McConnell y Muscarella, 1985). Aunque la metodología no está exenta de limitaciones y críticas a su validez, diversos motivos justifican su creciente aceptación. En primer lugar, proporciona una valoración instantánea de la repercusión de las decisiones empresariales sobre el valor de la empresa. Esta función valorativa del mercado de capitales será más precisa cuanto más eficiente sea éste, pues en ese caso los precios de las acciones reflejan la valoración de los accionistas sobre los

---

<sup>25</sup> Un análisis más detallado de esta metodología se encuentra en el capítulo III —sección 2.1.

futuros beneficios de las decisiones estratégicas tomadas por los directivos (Allen, 1993). En segundo lugar, permite analizar los resultados de una decisión estratégica sin recurrir a medidas contables, susceptibles de ser manipuladas (McWilliams y Siegel, 1997). Por último, el estudio de acontecimientos permite valorar el acierto de una decisión teniendo en cuenta el contexto en el que se encuentra la empresa y la información con la que contaban los directivos en ese momento. De hecho, las alianzas estratégicas han sido consideradas como opciones reales (Kogut, 1991) para defenderse de la incertidumbre; por ejemplo, ante posibles cambios en la configuración del sector. A través de ellas los socios comprometen sus recursos y capacidades con la finalidad, de un lado, de reducir la incertidumbre y, de otro, de ganar acceso a capacidades competitivas que se prevén importantes en el futuro. Una vez despejada la incertidumbre, muchas de dichas relaciones preferenciales establecidas previamente se consolidan, mientras que en otros casos, la propia evolución del sector hará innecesario o imposible su desarrollo (García-Pont, 1999), sin que ello implique que la decisión tomada en dicho momento fuese una mala decisión estratégica.

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

primeras serían “gangas” y se convertirían en objetivos primarios para su adquisición. Por ello, la prima pagada no reflejaría mayores expectativas de beneficios conjuntos, sino los errores del mercado a la hora de valorar las empresas.

Por esta razón, otros trabajos han calculado las consecuencias de los procesos de combinación empresarial utilizando otras medidas *ex post*. Con todo, los resultados a los que llegan estos trabajos no son concluyentes. Así, Cornett y Tehranian (1992), Healy *et al.* (1992) o Switzer (1996) encuentran evidencias sobre un efecto positivo de las fusiones sobre la rentabilidad —medida utilizando datos contables— de las empresas que se unen. No obstante, otros trabajos como Ravenscraft y Scherer (1987b) o Herman y Lowenstein (1988) detectan descensos de la rentabilidad económica de las empresas que llevaron a cabo fusiones en las décadas de los 70 y 80, respectivamente. En el caso de las alianzas los trabajos que han tratado de aproximar una relación entre la formación de alianzas y diversas medidas de rendimiento de las organizaciones que las forman —diferentes del estudio de acontecimientos— tampoco han llegado a resultados concluyentes, aunque predominan los que encuentran un efecto positivo. Una excelente revisión de los mismos se encuentra en Gulati (1998). Por lo tanto, ni a través del estudio de acontecimientos —como veremos más adelante— ni utilizando otras medidas de rendimiento empresarial es posible demostrar un efecto positivo o negativo de carácter universal de los procesos de combinación empresarial; probablemente porque, como decíamos antes, existen muchas razones que pueden explicar el que una empresa emprenda estos procesos y no todas tienen por qué beneficiar a sus accionistas.

En cualquier caso, sí existen evidencias empíricas respecto del grado en que los estudios de acontecimientos suponen una buena aproximación al rendimiento de una operación específica de combinación empresarial. Diversos trabajos, tanto en el ámbito de las adquisiciones, como en el de las alianzas, han tratado de correlacionar los resultados anticipados por el mercado de capitales con otras medidas de rendimiento *ex post*. Con ello, se trataba de observar si existían diferencias significativas entre la valoración del estudio de acontecimientos —que estaba basada en expectativas de los inversores externos sobre rentas y beneficios futuros que no tienen por qué coincidir con las de los gestores de la empresa cuando toman la decisión— y la de otras medidas y, por tanto, de validar la técnica del estudio de acontecimientos para valorar la toma de

decisiones estratégicas. Para el caso de las adquisiciones, cabe destacar los trabajos de Cornett y Tehranian (1992), Healy *et al.* (1992) y Kaplan y Weisbach (1992). En ellos se encuentra una correlación positiva entre el rendimiento de estas operaciones calculado utilizando medidas de rentabilidad basadas en datos contables *ex post* y los alcanzados utilizando la metodología de acontecimientos. Por su parte, en el campo de las alianzas podríamos citar los de Koh y Venkatraman (1991), Park y Kim (1997) y Kale *et al.* (2002). Todos estos trabajos encuentran, asimismo, una correlación positiva entre la creación de valor anticipada por el mercado y el rendimiento obtenido *ex post* con la alianza, medido éste a través de las medidas convencionales de rendimiento en las alianzas —valoraciones que los socios realizan de la alianza o duración de la misma. Las evidencias empíricas disponibles muestran, por tanto, que los estudios de acontecimientos permiten aproximar las ganancias que una empresa puede obtener con un proceso de combinación empresarial.

### **1.3.2 Reacciones del mercado de capitales ante las adquisiciones**

#### **1.3.2.a EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD DE LOS ACCIONISTAS**

El primer impulso dado al estudio empírico de la reacción del mercado de capitales ante las adquisiciones es el trabajo de Manne (1965). Su contribución, aunque es teórica —pues se limita a presentar dos hipótesis alternativas sobre la creación de valor asociada a las adquisiciones—, señala que el estudio de la reacción del mercado de capitales, tanto para la empresa adquirente como para la adquirida, puede arrojar luz sobre el efecto neto de la operación. A partir de este trabajo —y de la introducción de la metodología apropiada para el cálculo de la rentabilidad anormal (Fama *et al.*, 1969; Fama, 1970)— se empiezan a suceder numerosos trabajos que tratan de clarificar el efecto real de las adquisiciones sobre la riqueza de los accionistas. El Cuadro 1.2 sistematiza los resultados de los principales trabajos realizados, tanto a escala internacional, como para el caso de empresas españolas. En este cuadro se presentan separadamente los efectos estimados para la empresa adquirente, la adquirida, así como sobre el conjunto de las empresas —a través de la creación de carteras ponderadas de acciones (Bradley *et al.*, 1988).

CUADRO 1.2: RENTABILIDADES ANORMALES ASOCIADAS A LAS ADQUISICIONES

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

(continúa)

CUADRO 1.2 (CONTINUACIÓN): RENTABILIDADES ANORMALES ASOCIADAS A LAS ADQUISICIONES

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR <sup>+</sup> adquirente (%)	CAR <sup>+</sup> adquirida (%)	CAR <sup>+</sup> conjunto (%)
Manzon <i>et al.</i> (1994)	1975-1983	103	CAR (-1,0)	0,2	---	---
Markides e Ittner (1994)	1975-1988	276	CAR (-1,0)	0,32*	---	---
Datta y Puia(1995)	1978-1990	112	CAR para varios intervalos	-0,42*// -0,72* <sup>f</sup>	---	---
Doukas (1995)	1975-1989	463	CAR (-1,0)	0,41**// -0,18g	---	---
Fernández y García (1995)	1985-1992	34 adquirentes 36 adquiridas	CAR para varios intervalos Datos mensuales	0,457 <sup>m</sup>	3,551*** <sup>m</sup>	---
Cakici <i>et al.</i> (1996)	1983-1992	195	CAR (0,1)	0,63***	---	---
Subrahmanyam <i>et al.</i> (1997)	1982-1989	225	CAR (-1,0)	-0,63***	---	---
Suk y Sung (1997)	1974-1987	205	CAR (-5,5)	---	29,5***	---
Frame y Lastrapes (1998)	1990-1993	54 adquirentes 19 adquiridas	CAR (-5,5)	-0,3015**	1,1832**	---
Emery y Switzer (1999)	1967-1987	347	CAR (-1,0)	0,09// -1,95**// -0,77** <sup>d</sup>	---	---
Fernández y Gómez (1999)	1988-1994	74	CAR (-5,5)	0,75	15,09***	1,98**
Hubbard y Palia (1999)	1961-1970	392	CAR (-5,5)	1,62***// 0,24 <sup>c</sup>	---	---
Rad y Van Beek (1999)	1989-1996	56 adquirentes 17 adquiridas	CAR (-1,0)	-0,25	4,46**	---
Brooks <i>et al.</i> (2000)	1981-1989	272	CAR (-1,0)	-0,36**// -0,31 <sup>h</sup>	---	---
Chatterjee (2000)	1977-1990	25	CAR para 1, 2 y 3 años después de la compra Datos mensuales	-0,117// -0,187// -0,353* <sup>i</sup>	---	---
Eckbo y Thorburn (2000)	1964-1983	1261	CAR (-12,-1). Datos mensuales	2,37***	7,81***	---
Fernández y García (2000)	1987-1995	168 adquirentes 378 adquiridas	CAR (-t,t) t={1,5, 20}	-0,06// 0,353// 0,904 <sup>n</sup>	0,787***// 1,463***// 3*** <sup>n</sup>	---
Leeth y Borg (2000)	1919-1930	466 adquirentes 72 adquiridas	CAR para varios intervalos Datos mensuales	2,43*** <sup>j</sup>	15,57*** <sup>j</sup>	---
Pantzalis y Kohers (2000)	1992-1997	151	CAR (0,1)	1,93***	---	---
Seth <i>et al.</i> (2000)	1981-1990	100	CAR (-10,10)	0,11	38,3***	7,57***
Shelton (2000)	1962-1983	199	CAR para varios intervalos	-0,6*** <sup>j</sup>	11,2*** <sup>j</sup>	1*** <sup>j</sup>

(continúa)

CUADRO 1.2 (CONTINUACIÓN): RENTABILIDADES ANORMALES ASOCIADAS A LAS ADQUISICIONES

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR <sup>†</sup> adquirente (%)	CAR <sup>†</sup> adquirida (%)	CAR <sup>†</sup> conjunto (%)
DeLong (2001)	1988-1995	280	CAR (-10,1)	-1,68***	16,61***	0,04
Uhlenbruck <i>et al.</i> (2001)	1995-2000	829	AR (0)	1,42***//1,16**//0,88//0,28 <sup>k</sup>	---	---
Kallunki <i>et al.</i> (2001)	1985-1996	79	CAR (-1,5)	1,04**	---	---
Campa y Hernando (2002)	1998-2000	288	CAR para varios intervalos Datos mensuales	0,04//0,55//0,08//0,27 <sup>o</sup>	3,44**//2,76**//5,78**//9,09**	---

<sup>†</sup> CAR: rentabilidad anormal acumulada en el período señalado; AR: rentabilidad anormal en el día señalado

<sup>a</sup> CAR (-18,-1).

<sup>b</sup> CAR (1,18).

<sup>c</sup> Las rentabilidades hacen alusión a si las adquisiciones son relacionadas/no relacionadas.

<sup>d</sup> Las rentabilidades hacen alusión a la submuestra de adquisiciones financiadas con efectivo//acciones//muestra total.

<sup>e</sup> CAR (-2,0).

<sup>f</sup> Intervalos de cálculo de CAR (-1,0)//(-5,5).

<sup>g</sup> Las rentabilidades hacen alusión a si la  $q$  de Tobin de la empresa adquirente es  $>1//<1$ .

<sup>h</sup> Las rentabilidades hacen alusión a si las adquisiciones son domésticas//internacionales.

<sup>i</sup> CAR 1//2//3 años después.

<sup>j</sup> CAR (-1,0).

<sup>k</sup> Las rentabilidades dependen de si la empresa adquirente y adquirida son ambas de la "nueva economía"//"vieja economía"- "nueva economía"//"nueva economía"- "vieja economía"//"vieja economía"- "vieja economía".

<sup>l</sup> CAR (-12,-1).

<sup>m</sup> CAR (-1,1).

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

<sup>o</sup> Intervalos de cálculo de CAR (-1,5)//(-1,28)//(-7,7)//(-30,30).

\* Resultado significativo al 90%.

\*\* Resultado significativo al 95%.

\*\*\* Resultado significativo al 99%.

Como puede observarse en el Cuadro 1.2, la inmensa mayoría de los estudios de acontecimientos que han analizado el impacto de una adquisición sobre el valor de mercado de las empresas implicadas detectan un claro efecto positivo y significativo en las acciones de las empresas adquiridas. En concreto, en el 50% de los estudios que analizan dicho efecto, éste supera el 20%. Asimismo, siete de los ocho trabajos que evalúan el efecto de este tipo de anuncios sobre la rentabilidad conjunta de las acciones de las empresas involucradas encuentran una influencia positiva y significativa. No obstante, no existe una evidencia tan clara respecto de las acciones de la empresa adquirente. Así, mientras un 45% de los trabajos analizados encuentran un efecto positivo y significativo en torno a los días del anuncio de una adquisición, aproximadamente un 29% de ellos detectan el efecto contrario, mientras que un 26% de estos trabajos no encuentran significativo dicho efecto —entre estos estudios el signo del efecto se reparte al 50%, aproximadamente.

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

#### 1.3.2.b FACTORES EXPLICATIVOS DE LA REACCIÓN DE LOS MERCADOS

A partir de principios de los años 80 los estudios de acontecimientos han tratado de identificar los principales factores que pueden explicar las respuestas de los mercados de capitales ante los procesos de adquisición. El motivo del estudio de estos factores radica, en gran medida, en tratar de encontrar una explicación a los resultados no concluyentes que se encuentran en los primeros trabajos desde el punto de vista de la

empresa adquirente. No obstante, los factores también han sido analizados para el caso de la empresa adquirida, con el fin buscar si su estudio puede enriquecer los resultados encontrados para estas empresas. Una revisión de estos factores, junto con los trabajos empíricos que los han analizado, puede observarse en el Cuadro 1.3. En él se recogen los estudios que para cada factor han encontrado una influencia positiva, negativa o no significativa.

CUADRO 1.3: FACTORES DETERMINANTES DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS ADQUISICIONES

Factores		Reacción Positiva	Efecto Neutro (no significativo)	Reacción Negativa
Estructura de propiedad de las empresas	Participación directiva en la empresa adquirente	Lewellen <i>et al.</i> (1985); Amihud <i>et al.</i> (1990); Morck y Yeung (1992); Travlos y Waegelein (1992); Subrahmanyam <i>et al.</i> (1997); Lozano <i>et al.</i> (1997)		
	Participación directiva en la empresa adquirida	Stulz <i>et al.</i> (1990) <sup>a</sup> ; Song y Walking (1993)		
	Participación de la empresa adquirente en la adquirida		Fernández y Gómez (1999); Fernández y García (2000)	Stulz <i>et al.</i> (1990)
	Participación institucional en la empresa adquirida	Shelton (2000)	Suk y Sung (1997) <sup>b</sup>	Stulz <i>et al.</i> (1990)
Incentivos para invertir	Flujos de caja discrecionales			Jensen (1986); Travlos (1987); Doukas (1995)
	<i>q</i> de Tobin	Morck y Yeung (1992); Doukas (1995)		
Características del proceso	Porcentaje de capital adquirido	Bradley <i>et al.</i> (1988); Fernández y García (2000)		
	Múltiples ofertas	Bradley <i>et al.</i> (1988); Gómez (1998); Shelton (2000)		
	Financiación en efectivo	Travlos (1987); Emery y Switzer (1999)	Morck y Yeung (1992); Leeth y Borg (2000)	
	Financiación con acciones	Amihud <i>et al.</i> (1990) <sup>c</sup> ; Eckbo y Thorburn (2000)	Suk y Sung (1997); Leeth y Borg (2000); Shelton (2000)	Travlos (1987); Amihud <i>et al.</i> (1990); Travlos y Waegelein (1992)
Internacionalización	Empresa adquirida extranjera	Doukas y Travlos (1988); Cakici, <i>et al.</i> (1996); Frame y Lastrapes (1998); Delios y Beamish (1999); Brooks, <i>et al.</i> (2000); Eckbo y Thorburn (2000); Pantzalis y Kohers (2000); DeLong (2001)	Rad y Van Beek (1999)	
	Distancia cultural (Kogut y Singh, 1988)		Dewenter (1995)	Chatterjee <i>et al.</i> (1992); Datta y Puia (1995); Very <i>et al.</i> (1997)
Diversificación	Empresa adquirida de otro sector	Hubbard y Palia (1999); Leeth y Borg (2000)	Doukas y Travlos (1988)	Morck <i>et al.</i> (1990); Shelton (2000)
	Grado de relación entre los negocios	Balakrishnan y Koza (1993); Singh y Montgomery (1987); Datta y Puia (1995); Shelton (2000); DeLong (2001)	Lubatkin (1987); Seth (1990)	Chatterjee (1986)

<sup>a</sup> La reacción es positiva en adquisiciones con múltiples ofertas.

<sup>b</sup> Este efecto es neutro en adquisiciones financiadas en efectivo.

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

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

El primer bloque de factores está relacionado con la estructura de propiedad de las empresas participantes. Los resultados de los estudios recogidos en el Cuadro 1.3 muestran que la presencia de directivos en el capital de la empresa adquirente o adquirida tiene un efecto positivo sobre la rentabilidad anormal que, respectivamente, obtiene cada una de éstas. Esta participación les hace en cada caso defender con más eficacia los intereses de los accionistas, pues ellos también lo son, con lo que se confirman las predicciones de la Teoría de la Agencia. Cuando es la empresa adquirente la que participa en el capital de la adquirida, el efecto sobre las acciones de la última es negativo, si bien no es significativo en algunos trabajos. Siguiendo a la Teoría de la Asimetría Informativa, este efecto debería ser siempre positivo, ya que la mayor información que posee la empresa adquirente sobre la adquirida hace que la prima que pague por las nuevas acciones esté más ajustada a la realidad. Por último, no hay evidencias concluyentes respecto de la participación de inversores institucionales en la empresa adquirida. A este respecto, no está claro que estos organismos alineen sus objetivos con los accionistas de las empresas adquiridas a la hora de vender las participaciones. El trabajo de Stulz *et al.* (1990) encuentra un efecto negativo de dicho factor, mientras que Shelton (2000) detecta un alineamiento perfecto entre instituciones y accionistas. Por su parte, Suk y Sung (1997) no encuentran diferencias significativas, si bien utilizan una muestra de adquisiciones financiadas en efectivo. Queda por determinar, por tanto, la influencia real de este factor.

Un segundo bloque de factores está relacionado con los incentivos para invertir y para el crecimiento que se dan en la empresa adquirente. Los resultados en relación con estos factores vienen a confirmar los postulados de la Teoría de la Agencia, penalizando a las empresas cuyos directivos mantienen una política inversora orientada a alcanzar sus intereses privados, más que los de sus accionistas. En concreto, los inversores tienden a primar proyectos de fusión en las empresas con buenas perspectivas de inversión —que suelen ser aproximadas a través de la  $q$  de Tobin— y a penalizar los proyectos acometidos por empresas con abundantes flujos de caja discrecionales. Los

resultados para los flujos de caja discrecionales son siempre negativos y significativos, mientras que para la  $q$  de Tobin son también significativos pero, en este caso, positivos.

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

Un cuarto bloque de factores se ha centrado en aspectos relacionados con la internacionalización de las empresas. Los resultados para estos factores muestran que las adquisiciones internacionales crean más valor que las domésticas, si bien este efecto disminuye a medida que aumenta la distancia cultural entre los países origen y destino de la inversión —la distancia cultural se mide utilizando el índice Kogut y Singh (1988), basado a su vez en las medidas de Hofstede (1980). Para este último factor, el trabajo de Dewenter (1995) no arroja resultados significativos. No obstante, este estudio es específico de los sectores químico y del comercio minorista. Ambos sectores

presentan características particulares que hacen que los resultados deban ser interpretados con cautela. Así, en el sector químico existen importantes inversiones en I+D y en el comercio minorista la publicidad también tiene un papel preponderante. Ambos aspectos pueden constituir una barrera a la entrada y, en este sentido, el crecimiento mediante adquisiciones siempre refuerza el poder de mercado de la empresa, lo que vendría a compensar el efecto negativo de la distancia cultural. El hecho de que la búsqueda de poder de mercado no sea un factor por el que se controle habitualmente en estos estudios empíricos puede explicar estos resultados.

Un último bloque de factores está relacionado con la diversificación de producto. Como se puede apreciar en el Cuadro 1.3, ésta es la línea de investigación que permanece más abierta dentro del campo de las adquisiciones, sobre todo, la relativa al efecto genérico de la diversificación, para la que existen resultados contradictorios. En realidad, existe un debate más amplio en la literatura sobre finanzas corporativas y sobre estrategia empresarial acerca de si la diversificación *per se* —con independencia de la forma en que ésta se produce— crea valor o no. En la actualidad están apareciendo trabajos que demuestran cómo la diversificación por sí misma no destruye valor. Entre éstos merecen especial mención Campa y Kedia (2002) y Villalonga (2003). En ambos trabajos se encuentran evidencias de que la diversificación no destruye valor por sí misma sino que ello es debido a que las empresas que deciden diversificar sus actividades poseen unas características que deben ser tenidas en cuenta y que son estas características las que explican la mayor parte del efecto negativo que este tipo de adquisiciones puede tener sobre el valor de las empresas. Una oportunidad de investigación en el campo de las fusiones, por tanto, es analizar el efecto de la diversificación sobre la rentabilidad anormal asociada a las fusiones, incorporando en las estimaciones variables que controlen tales características distintivas.

Donde sí parece haber mayor unanimidad es en la influencia del tipo de diversificación. Los resultados alcanzados en la mayoría de los trabajos apuntan que la diversificación es más valorada por los mercados cuanto mayor es el grado de relación de los negocios de las empresas adquirente y adquirida. Entre los trabajos más relevantes podría citarse a Singh y Montgomery (1987) y Shelton (2000). No obstante, Chatterjee (1986) concluye lo contrario. Por otra parte, Lubatkin (1987) determina que

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

Todos estos resultados han de ser tomados con cautela a la hora de compararlos debido a que, como ya se ha dicho, las variables que miden el grado de relación son heterogéneas. Mientras que unos utilizan variables *dummy*, que toman valor 0 si la adquisición es no relacionada y 1 en caso contrario, otros como Balakrishnan y Koza (1993) miden la distancia que separa las actividades de las empresas que se unen utilizando variables continuas y códigos SIC. Por ello, parece que llegar a definir una variable más refinada que las utilizadas hasta el momento para medir ese grado de relación puede ser un objetivo a alcanzar por futuros trabajos de investigación en este ámbito.

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

#### **I.3.3.a EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD DE LOS ACCIONISTAS**

El estudio de la rentabilidad anormal asociada a la formación de alianzas surge con posterioridad al del estudio de las adquisiciones. De hecho, la literatura sobre adquisiciones es el principal antecedente, cuando no la razón de ser de los primeros estudios empíricos realizados sobre alianzas, como el de McConnell y Nantel (1985), centrados en un único tipo de alianza: las empresas conjuntas. El Cuadro 1.4 recoge la rentabilidad anormal obtenida en los principales estudios empíricos realizados.

CUADRO 1.4: RENTABILIDADES ANORMALES ASOCIADAS A LAS ALIANZAS ESTRATÉGICAS

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

(continúa)

CUADRO 1.4 (CONTINUACIÓN): RENTABILIDADES ANORMALES ASOCIADAS A LAS ALIANZAS ESTRATÉGICAS

Estudios	Período de estudio	Tamaño de muestra	Medida de la rentabilidad	CAR <sup>†</sup> (%)
Fröhls <i>et al.</i> (1998)	1987-1992	320 empresas conjuntas internacionales <sup>f</sup>	CAR (0,1)	0.89***
Wu y Wei (1998)	1985-1992	209 anuncios de cooperación en I&D	AR (0)	0.89**
Anand y Khanna (2000)	1990-1993	870 empresas conjuntas	AR (0)	0.67**
Chen <i>et al.</i> (2000)	1979-1993	174 empresas conjuntas internacionales	CAR (-1,0) 60% positivos	0.96***
Kim y Park (2002)	1989-1998	84 alianzas globales	AR (0)	0.248**
Merchant y Schendel (2000)	1986-1990	101 empresas conjuntas internacionales	AR (0)	-0.2
Reuer y Koza (2000)	1985-1995	297 empresas conjuntas 163 domésticas 134 internacionales	CAR (-1,1)	0.439** 0.655** domésticas 0.177 internacionales
Vidal (2000)	1987-1997	72 alianzas globales	AR (0) 63% positivos	0.19**
Alcalde <i>et al.</i> (2001)	1996-1999	81 empresas conjuntas	AR (0)	0.341***
Sacristán y Gómez (2001)	1993-1999	21 anuncios de outsourcing informático	CAR (-2,0)	0.34*

<sup>†</sup> CAR: rentabilidad anormal acumulada en el período señalado; AR: rentabilidad anormal en el día señalado.

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

<sup>b</sup> En el Cuadro aparece recogida la rentabilidad anormal obtenida para la submuestra de empresas conjuntas.

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

<sup>d</sup> En el Cuadro aparecen recogidas, respectivamente, las rentabilidades anormales para las empresas conjuntas formadas en industrias de bajo/medio y alto requerimiento de procesamiento de información.

<sup>e</sup> En el Cuadro aparece recogida la rentabilidad anormal obtenida para la submuestra de empresas conjuntas.

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

\* Resultado significativo al 90%, \*\* Resultado significativo al 95%. \*\*\* Resultado significativo al 99%.

Como se observa en el Cuadro 1.4, la inmensa mayoría de los estudios de acontecimientos realizados encuentran un efecto positivo y significativo ante el anuncio de una alianza. En concreto, un 76% de los estudios analizados. Con todo, existen algunos trabajos que evidencian un efecto no significativo e incluso negativo. A pesar de esta importante evidencia sobre la creación de valor, un aspecto muy destacado en las alianzas es que la reacción del mercado de capitales es muy pequeña —tan sólo en un caso superior al 1%— y, en general, inferior a la observada para los estudios centrados en adquisiciones y que calculaban el efecto conjunto para las entidades adquirente y adquirida. Asimismo, se observa que a pesar de la respuesta positiva y significativa, por término medio, del mercado ante el anuncio de una alianza, un porcentaje elevado de las empresas que participan en dichas alianzas —sobre el 40%— no obtiene rentabilidades anormalmente positivas en torno al anuncio del suceso. Esta circunstancia, unida a la falta de resultados concluyentes en los estudios empíricos que han tratado de identificar los atributos relevantes en la creación de valor asociada a la formación de alianzas, que se exponen en la siguiente sección, hacen de este campo de estudio un área en la que según Merchant y Schendel (2000) “queda mucho por hacer” y que, en cualquier caso, está menos desarrollada que la de las adquisiciones.

#### 1.3.3.b FACTORES EXPLICATIVOS DE LA REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Los primeros estudios de acontecimientos realizados en el campo de las alianzas estratégicas tenían un carácter exploratorio. Su objetivo residía, por tanto, en analizar el impacto de la alianza sobre el valor del mercado de los socios (McConnell y Nantel, 1985; Finnerty *et al.*, 1986; Woolridge y Snow, 1990). A partir de la década de los 90 aparecen trabajos que tratan de identificar los principales factores que pueden explicar la respuesta del mercado ante este tipo de combinaciones empresariales. Una revisión de estos factores, junto con los trabajos empíricos que los han analizado, se recoge en el Cuadro 1.5.

CUADRO 1.5: FACTORES DETERMINANTES DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS ALIANZAS ESTRATÉGICAS

Factores		Reacción positiva	Efecto Neutro (no significativo)	Reacción negativa
Ámbito de las actividades de la alianza	Contenido tecnológico	Chan <i>et al.</i> (1997); Das <i>et al.</i> (1998); Wu y Wei (1998); Merchant y Schendel (2000)		
	Tamaño de la inversión	Lummer y McConnell (1990)		Chen <i>et al.</i> (1991)
Estructura de propiedad de los socios	Participación directiva	Park y Kim (1997)	Fröhls <i>et al.</i> (1998); Chen <i>et al.</i> (2000)	
	Participación institucional	Park y Kim (1997)		
	Cruces accionariales	Kim y Park (2002); Merchant y Schendel (2000)		
Incentivos para la inversión	Flujos de caja discrecionales		Chen <i>et al.</i> (2000)	Mohanram y Nanda (1996)
	$q$ de Tobin	Chen <i>et al.</i> (2000)	Fröhls <i>et al.</i> (1998)	
	Experiencia previa en la gestión alianzas	Anand y Khanna (2000)	Kim y Park (2002); Merchant y Schendel (2000)	
Internacionalización	Socio extranjero		Finnerty <i>et al.</i> (1986); Park y Kim (1997)	
	Distancia cultural	Kim y Park (2002)	Merchant y Schendel (2000)	
	Grado de desarrollo económico del país del socio	Lummer y McConnell (1990); Ojah <i>et al.</i> (1997)	Chung <i>et al.</i> (1993); He <i>et al.</i> (1997); Fröhls <i>et al.</i> (1998); Chen <i>et al.</i> (2000)	Lee y Wyatt (1990)
Diversificación	Similitud entre los negocios de los socios	Koh y Venkatraman (1991); Chan <i>et al.</i> (1997); Park y Kim (1997); Wu y Wei (1998)	Merchant y Schendel (2000)	Balakrishan y Koza (1993); Mohanram y Nanda (1996); Reuer y Koza (2000)
	Similitud entre los negocios de los socios y la alianza	Koh y Venkatraman (1991); Merchant y Schendel (2000)	Fröhls <i>et al.</i> (1998)	
Tamaño relativo de los socios			Kim y Park (2002); Merchant y Schendel (2000)	McConnell y Nantel (1985); Crutchley <i>et al.</i> (1991); Koh y Venkatraman (1991); Mohanram y Nanda (1996); Chan <i>et al.</i> (1997); Das <i>et al.</i> (1998)
Tamaño de la empresa		Merchant y Schendel (2000)	Chen <i>et al.</i> (1991); Kim y Park (2002)	Chan <i>et al.</i> (1997); Fröhls <i>et al.</i> (1998); Wu y Wei (1998); Chen <i>et al.</i> (2000)

Fuente: Elaboración propia

Del análisis del Cuadro 1.5 se puede observar, en primer lugar, que las evidencias respecto a los factores determinantes de la creación de valor en las alianzas estratégicas son mucho menos clarificadoras que las encontradas para las adquisiciones —que se han expuesto en la sección anterior. También se observa que existe mucha más disparidad en los factores analizados.

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

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

En consecuencia, pueden desempeñar el papel de instrumento que facilita la negociación entre los socios cuando la alianza no se ha materializado en proyectos concretos que cuenten con su propia unidad de gestión y de control. Con todo, cabe señalar que puesto que este factor ha sido analizado tan sólo en dos estudios sus conclusiones deben ser consideradas con cautela. Estos resultados nos hacen ver que alianzas y adquisiciones, aunque son procesos de combinación empresarial, presentan características diferenciadas que merecen de más investigación comparativa.

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

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

observa en el Cuadro 1.4, se han ocupado de estudiar específicamente alianzas de carácter internacional y, en particular, empresas conjuntas internacionales. En concreto, un 48% de los estudios realizados. Estos trabajos muestran que, en general, el mercado reacciona de forma positiva ante el anuncio de una alianza para la internacionalización. Un 79% de los estudios obtienen dicho resultado. Con todo, cabe destacar que es, precisamente, en este tipo de alianzas en el que se han obtenido reacciones negativas por parte del mercado —en tres de los 14 estudios realizados sobre alianzas internacionales se observa que el mercado penaliza la realización de empresas conjuntas internacionales. Con el fin de identificar y explicar en qué circunstancias las alianzas internacionales pueden crear o destruir valor, se han examinado diversos factores relacionados con el proceso de expansión internacional, como la distancia entre las culturas nacionales de los socios y el grado de desarrollo económico del país del socio. La distancia cultural, nuevamente medida a través del índice de Kogut y Singh (1988), es un factor que también había sido analizado como determinante de la creación de valor en las adquisiciones. En el caso de las alianzas, sin embargo, los resultados obtenidos son menos concluyentes. En principio, la distancia cultural no influye o, por lo menos, no lo hace de forma negativa en la rentabilidad anormal asociada a la formación de alianzas estratégicas. Ello puede deberse, precisamente, a que las alianzas son un medio más atractivo de expansión internacional que las adquisiciones en entornos culturalmente distantes (Kogut y Singh, 1988). Por lo que respecta al grado de desarrollo económico del país del socio, las evidencias al respecto son mixtas. Ello puede deberse, fundamentalmente, a la heterogeneidad de las medidas utilizadas para analizar tal influencia. Además de estas categorías de factores, en los estudios sobre creación de valor en alianzas internacionales se han utilizado otros factores que no han sido incluidos en el Cuadro 1.5 al haber sido empleados, de forma aislada, en tan sólo algunos de los trabajos. Entre ellos cabe señalar, por ejemplo, la fortaleza de la moneda local o la presencia previa en el mercado local. Esta amplia variedad de factores, unida al hecho de que son sólo las alianzas internacionales las que han arrojado resultados negativos por parte del mercado de capitales, hacen de la creación de valor en las alianzas internacionales un campo con amplias posibilidades de desarrollo futuro. En particular, se hace necesario estudios que, controlando por todas las variables relevantes —algo que no siempre se ha hecho—, clarifiquen la influencia de estos factores.

En cuanto a la diversificación, al igual que ocurría con las adquisiciones, las evidencias son mixtas. También en este campo podemos identificar dos grandes grupos de estudios. De un lado, se sitúan los trabajos que analizan las alianzas que se realizan entre empresas del mismo sector de actividad. De otro, aquellos que estudian la influencia entre el grado de relación de los negocios de los socios y las actividades a desarrollar en colaboración. En principio, las alianzas entre competidores parecen crear más valor que las que se crean entre socios que pertenecen a sectores diferentes, tal como se refleja en el Cuadro 1.5. Desde el punto de vista de la Teoría de Sinergias, las alianzas entre competidores permitirían obtener mayores sinergias y también podrían beneficiar a los socios con un mayor poder de mercado. Con todo, no todas las evidencias obtenidas al respecto son positivas, existiendo además argumentaciones en sentido contrario. Así, desde la Teoría de la Asimetría Informativa se sugiere que las alianzas entre socios relacionados crean menos valor porque, en ese caso, no existe asimetría informativa que impida valorar correctamente las capacidades aportadas por cada socio y, por esta razón, las adquisiciones serían una opción más atractiva. Por otro lado, y con independencia de quién sea el socio, el mercado parece valorar de forma más positiva las alianzas que guardan una mayor relación con los negocios principales de los socios. Tal como se recoge en el Cuadro 1.5, todas las evidencias obtenidas al respecto son positivas y en su mayoría significativas. Es más, algunos trabajos (Koh y Venkatraman, 1991) evidencian que el socio que obtiene mayor creación de valor con la alianza es aquél cuyas actividades están más relacionadas con las realizadas en colaboración.

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

análisis puede ser mejorado, pues salvo en los trabajos de Kim y Park (2002) y Merchant y Schendel (2000) la medida utilizada es una *dummy* que toma valor 1 cuando es el socio de menor tamaño en términos de capitalización bursátil<sup>26</sup>. Además, en algunos trabajos (McConnell y Nantel, 1985; Koh y Venkatraman, 1991; Chan *et al.*, 1997) se ha analizado únicamente la relación bivariante entre el tamaño y la rentabilidad anormal. Por tanto, solamente mejorando la medición de esta variable e incluyéndose en estudios multivariantes con todas las variables de control relevantes podría determinarse si, efectivamente, nos encontramos ante una mayor rentabilidad anormal para los socios más pequeños.

---

<sup>26</sup> La mayor parte de los trabajos han utilizado como medida del tamaño la capitalización bursátil, si bien existen otros como Das *et al.* (1998) que han empleado medidas alternativas, tales como los activos totales, las ventas o el número de empleados. Asimismo, Merchant y Schendel (2000) también han utilizado el número de empleados para medir el tamaño relativo de los socios.

**CAPÍTULO II:**  
**LA EXPLOTACIÓN EFICIENTE DE ACTIVOS**  
**IDIOSINCRÁSICOS COMO DETERMINANTE DE LA**  
**RENTABILIDAD ANORMAL EN LAS**  
**COMBINACIONES EMPRESARIALES**



Una vez delimitado nuestro objeto de estudio y revisada la literatura relevante sobre el mismo, en este segundo capítulo se desarrolla un marco teórico para su análisis. Tal marco pretende servir de base para el estudio del proceso de creación de valor en las combinaciones empresariales. Asimismo, se identifican los factores determinantes de dicha creación de valor.

Nuestro punto de partida a la hora de explicar la creación de valor asociada a las combinaciones empresariales es dar respuesta a dos interrogantes: *por qué* y *cuándo* se llevan a cabo. En este sentido, en la siguiente sección se comenta que la lógica económica para explicar la existencia de combinaciones empresariales que creen valor para los accionistas de las empresas que en ellas participan se basa en su carácter de medio para favorecer la explotación conjunta de activos idiosincrásicos en poder de diferentes empresas. Las combinaciones empresariales crearán valor cuando las rentas que se deriven de esa agrupación de activos superen a los costes derivados del tipo de combinación elegido, que variarán en cada caso. En la segunda sección se da respuesta al segundo interrogante: cuándo cabe esperar que las combinaciones se lleven a cabo. A este respecto se comenta que las industrias se ven periódicamente afectadas por *shocks*

competitivos que aumentan la necesidad de recursos externos. Una vez dada respuesta a estas dos cuestiones, en la tercera sección se analizan los factores determinantes de la creación de valor en las combinaciones empresariales, en tanto que medios para propiciar la agrupación de recursos idiosincrásicos en poder de diferentes empresas.

## II.1 COMBINACIONES EMPRESARIALES Y EXPLOTACIÓN CONJUNTA DE ACTIVOS IDIOSINCRÁSICOS

En esta sección del trabajo pretendemos desarrollar un marco teórico para el análisis del proceso de creación de valor en los dos tipos de combinación empresarial que constituyen nuestro objeto de estudio: adquisiciones, de un lado, y alianzas estratégicas, de otro.

Nuestro punto de partida para el desarrollo de este marco teórico es que no todas las empresas pueden desarrollar internamente todos los recursos que necesitan para ser competitivas. Este problema se ve agravado por la inexistencia de un mercado para este tipo de recursos de carácter estratégico, que suelen ser idiosincrásicos —específicos a una empresa— y, por tanto, imperfectamente imitables e imperfectamente móviles (Barney, 1991; Peteraf, 1993). Por esta razón, ante la carencia de recursos de esta naturaleza las empresas se ven abocadas a la realización de algún tipo de combinación empresarial para proveerse de ellos (Chi, 1994), dada la imposibilidad de acudir a un mercado externo, así como de generarlos internamente. Este recurso a las combinaciones empresariales, por otra parte, será mayor en la medida en la que la empresa esté sometida a cambios en el entorno, también llamados *shocks* competitivos, que normalmente cambian las bases de la competencia en un sector, al aumentar los recursos necesarios para competir (García-Pont, 1999).

Siguiendo a Hennart (1988), Ariño y García-Pont (1996) y Dussauge *et al.* (2000), los activos idiosincrásicos que se pueden agrupar en las combinaciones empresariales pueden ser similares o complementarios. Los beneficios obtenidos por las empresas cuando acceden a uno u otro tipo de recursos tendrán orígenes distintos. Así, la lógica de agrupar activos similares pasa por la obtención de economías de escala y la acumulación de masa crítica que permitan a la empresa alcanzar una dimensión óptima para competir. Este argumento ha sido utilizado para explicar muchas combinaciones empresariales aparecidas con motivo de la globalización de los mercados, la desregulación y liberalización. Estos fenómenos han aumentado el Tamaño Mínimo

Eficiente para competir en muchas industrias. Este es el planteamiento de autores como Porter (1986) u Ohmae (1989) o, más recientemente, Jarillo (2003).

Por su parte, la lógica de agrupar activos complementarios en una combinación empresarial pasa por aprovechar las sinergias de su explotación conjunta, ante la imposibilidad de adquirir tales activos en el mercado, dado el carácter idiosincrásico de los mismos. La globalización de los mercados también ha provocado combinaciones de empresas con activos complementarios, pues no solamente hace falta un mayor tamaño sino también combinar conocimiento específico y otras capacidades relacionadas con diferentes mercados (Dunning, 1995). Asimismo, el cambio tecnológico asociado a la introducción de las nuevas tecnologías de la información, que ha difuminado las fronteras entre muchas industrias, ha provocado muchas combinaciones de este tipo (Fusfeld y Hacklisch, 1985).

Tanto las alianzas estratégicas como las adquisiciones son mecanismos que permiten agrupar activos idiosincrásicos, bien similares, bien complementarios. Así, mediante la creación de alianzas estratégicas los socios podrán alcanzar la masa crítica y la presencia global necesaria para competir ante una nueva situación que exija una mayor dimensión (Hamel y Prahalad, 1994). No obstante, siguiendo a estos mismos autores, las alianzas son también un medio de apalancar el uso de los recursos, combinándolos con otros recursos complementarios en poder de otras empresas. Por su parte, las adquisiciones también permiten a las empresas adquirentes hacerse con el volumen de recursos y capacidades que éstas necesitan, comprando una parte o la totalidad de otra empresa que los posea. De este modo, tras la adquisición todos los recursos de ambas empresas, ya sean similares, ya sean complementarios, se encontrarán bajo una única dirección y podrán ser explotados de forma coordinada.

Sobre la base de estas consideraciones, y en función de la naturaleza de los recursos a los que una empresa quiera acceder —similares o complementarios—, podemos hablar de distintos tipos de combinaciones empresariales. En concreto, distinguimos entre:

1. Combinaciones de acumulación: Adquisiciones o alianzas que permiten a las empresas acceder a recursos similares con el fin de beneficiarse de una mayor masa crítica para competir.
2. Combinaciones de enlace: Adquisiciones o alianzas que permiten a las empresas acceder a recursos complementarios a los que ya poseen, con el fin de beneficiarse de la puesta en común de todos ellos para generar ventajas competitivas. Esta puesta en común de recursos podemos dividirla, a su vez, en dos subtipos distintos, en función de en qué se traduzca<sup>27</sup>:
  - Enlace para redistribución de recursos: Los recursos que se ponen en común simplemente se transfieren hacia las empresas que participan en la operación que carecen de ellos.
  - Enlace para creación de recursos de orden superior: De la combinación de recursos nacen nuevos recursos hasta ahora desconocidos por el entorno —clientes y competidores— que pueden ser fuente de nuevas ventajas competitivas.

Así pues, la lógica que está detrás de los diversos procesos de combinación empresarial es la de agrupar recursos en poder de otras empresas y cabe esperar que se produzcan cuando las empresas sientan la necesidad de reforzar su cartera de recursos. En la siguiente sección se profundiza en la cuestión acerca de cuándo cabe esperar que se produzca un mayor número de combinaciones empresariales.

---

<sup>27</sup> Es necesario hacer notar aquí que esta clasificación no pretende separar de forma única las distintas adquisiciones y/o alianzas que una empresa puede hacer. Una combinación determinada puede permitir a una empresa transferir recursos complementarios hacia y/o desde otra junto con la creación de un recurso de orden superior. De hecho, la acumulación de recursos no es más que una redistribución de recursos entre distintas unidades, si bien en este caso se trata de recursos similares. Lo que pretendemos con la clasificación anterior es dejar claras cuales pueden ser las fuentes de creación de valor que pueden motivar la realización de una combinación empresarial.

## II.2 COMBINACIONES EMPRESARIALES Y COMPETENCIA POR RECURSOS ESTRATÉGICOS

La evidencia empírica sugiere que la frecuencia con la que las empresas realizan combinaciones empresariales no es constante a lo largo del tiempo, sino que los procesos de combinación empresarial se producen en oleadas. Son muy frecuentes los estudios sobre oleadas de fusiones (Nelson, 1966; Steiner, 1975; Scherer, 1980; Scherer y Ross, 1990; Bishop y Kay, 1993; Mitchell y Mulherin, 1996), que además ponen de manifiesto que las industrias que han sido las protagonistas de cada ola han sido distintas en cada caso, evidenciando así que las olas de fusiones obedecen a cierta dinámica de reordenación en las industrias<sup>28</sup>. En el caso de las alianzas también se ha documentado la existencia de comportamientos cíclicos en las mismas, si bien las evidencias empíricas son menos abundantes (Kogut, 1988b). No obstante, no ha sido hasta fechas relativamente recientes cuando se ha analizado sistemáticamente la evolución de los diversos tipos de combinación empresarial y se ha observado que estos procesos están interrelacionados en buena parte de los casos. En efecto, en el trabajo pionero de Nohria y García-Pont (1991), en donde se estudian los procesos de combinación empresarial en la industria del automóvil, se observa cómo la formación de combinaciones empresariales tiene su origen en determinados *shocks* o sacudidas competitivas que aumentan la necesidad de recursos externos por parte de las empresas. En el caso concreto de la industria del automóvil, tales sacudidas fueron provocadas por diversos factores, como la globalización de los mercados, la crisis del petróleo y el surgimiento de nuevos métodos de producción, entre otros. Estos *shocks* son el desencadenante de las primeras operaciones, que buscan asegurar el acceso a recursos externos idiosincrásicos. Tal y como señalamos anteriormente, las combinaciones empresariales son la única opción para acceder a los mismos, pues no existe un mercado para este tipo de recursos y resulta imposible replicarlos internamente en el corto plazo. No obstante, una vez que se producen las primeras operaciones, se genera un efecto

---

<sup>28</sup> Véase Andrade *et al.* (2001) para una revisión.

imitativo en el que los principales actores de la industria tratan de replicar los movimientos de los pioneros (García-Pont y Nohria, 2002). Como consecuencia de estos procesos de combinación empresarial se produce un bloqueo de recursos estratégicos, dado que, aun cuando la combinación sea una alianza, éstas suelen implicar cierta exclusividad, de tal forma que los recursos de los socios no están disponibles para otras empresas no pertenecientes a la alianza (Vickers, 1985; Kogut, 1988a; García-Pont, 1999). Todo ello genera movimientos en cadena en las industrias, tendentes a asegurarse la disponibilidad de recursos competitivos para el futuro<sup>29</sup>. Como consecuencia de todos estos procesos, se forman en las industrias grupos de empresas que compiten contra otros grupos y que se denominan bloques estratégicos (Nohria y García-Pont, 1991) o constelaciones (Gomes-Casseres, 1996). Se desencadenan, en definitiva, episodios de competencia colectiva en los que se busca aglutinar recursos idiosincrásicos pertenecientes a diferentes empresas. El cuadro 2.1, tomado de Gomes-Casseres (1999), describe los cambios que se producen en la forma de competir en las industrias tras la aparición de la competencia colectiva.

Una de las principales implicaciones de dicha competencia colectiva es que, a la hora de competir, no son solamente importantes los recursos de los que disponga la empresa, sino los que pueda movilizar dentro de la red a la que pertenece. De hecho, la pertenencia a estas redes de empresas permite a las compañías acceder a otros mercados y tecnologías (Gulati *et al.*, 2000), compartir riesgos y aprovechar economías de escala y alcance (Katz y Shapiro, 1985; Shapiro y Varian, 1999), compartir el conocimiento y facilitar el aprendizaje (Dyer y Singh, 1998; Anand y Khanna, 2000), o reducir las asimetrías de información y mejorar la coordinación entre las empresas que realizan una alianza (Gulati *et al.*, 2000). Todas estas ventajas no hacen más que mejorar la posición

---

<sup>29</sup> Esta interpretación es consistente con las teorías de la rivalidad oligopolística entre las empresas multinacionales (Knickerbroker, 1973). No obstante, son muy diversas las hipótesis que permiten explicar la existencia de estos comportamientos imitativos, existiendo teorías alternativas que los pueden explicar. Así, por ejemplo, las combinaciones empresariales pueden tener efectos informativos para empresas que se encuentren en circunstancias similares (Bikchandani *et al.*, 1992). La Teoría Institucional también sugiere la existencia de comportamientos imitativos cuyo único motor sería la búsqueda de legitimidad replicando los movimientos ya emprendidos por otras empresas y aceptados por el entorno (DiMaggio y Powell, 1983). En cualquiera de los casos, es esa dinámica imitativa endógena a la industria la que propicia la formación de las oleadas de combinaciones empresariales.

competitiva que las empresas que se alían tienen frente a sus rivales directos, ya sean éstos otras constelaciones o competidores aislados.

No obstante, dentro de la literatura sobre constelaciones de empresas y bloques estratégicos existen una serie de aspectos que, según Gomes-Casseres (1999), necesitan más investigación. Por un lado, es necesario determinar la naturaleza de las ventajas de cada grupo de empresas y, por otro, encontrar las fuerzas que permitan a las empresas individuales que pertenecen a un grupo hacerse con su parte de ese beneficio conjunto. En este sentido, las adquisiciones de empresas podrían verse precisamente como mecanismos de control que, cuando suceden entre empresas pertenecientes a la misma constelación, permiten a la empresa adquirente consolidar su relación con la adquirida, estrechando aún más los lazos de unión entre ambas.

De hecho, la evidencia empírica sugiere la existencia de dos ciclos u oleadas diferenciadas en los procesos de formación de bloques estratégicos. Además, se encuentra que en la primera oleada predominan las alianzas, encontrando en la segunda un mayor número de adquisiciones, que podemos entender como operaciones de consolidación. En este sentido, García-Pont (1999) presenta diversas evidencias respecto de los procesos de reestructuración en distintas industrias tras la aparición de un *shock* competitivo, mostrando cómo mientras en la primera oleada predominan las alianzas, en la segunda predominan las adquisiciones, las cuales vienen a consolidar relaciones cooperativas previas o bien suceden a alianzas fallidas. Esta evidencia parecería estar sugiriendo que la forma óptima de acceder a los recursos externos necesarios depende de la etapa en la que se encuentre el sector. Al menos, la evidencia empírica sugiere que sucede así, aunque no existen todavía estudios que demuestren que el mercado de capitales prime ese comportamiento.

CUADRO 2.1: CAMBIOS QUE LA COMPETENCIA COLECTIVA PROVOCA EN LAS INDUSTRIAS

	<i>Competencia tradicional</i>	<i>Competencia colectiva</i>
<i>Unidad competitiva</i>	Empresa	Red de alianzas
<i>Estructura de la industria</i>	Oligopolio de empresas	Oligopolio de redes
<i>Fuentes de diferenciación</i>	Ventajas a nivel de empresa	Ventajas a nivel de constelaciones de empresas
<i>Recursos Valiosos</i>	Controlados por la empresa	Ensamblados en la red
<i>Gobierno de los recursos</i>	Organización interna de la empresa	Estructura de la constelación
<i>Fuente de beneficios</i>	Participación en la cadena de valor	Participación en la red

Fuente: Gomes-Casseres (1999)

## **II.3 EXPLOTACIÓN EFICIENTE DE ACTIVOS IDIOSINCRÁSICOS Y RENTABILIDAD ANORMAL EN LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES**

### **II.3.1 Introducción**

El análisis teórico desarrollado en las páginas precedentes muestra que, tanto las alianzas, como las adquisiciones, permiten a las empresas beneficiarse de la agrupación de activos idiosincrásicos imposibles de combinar de otra manera. Sin embargo, el análisis realizado hasta el momento, aunque ilustrativo, no nos permite identificar con precisión criterios para elegir entre adquisiciones y alianzas. Sobre estos factores reflexionamos a continuación analizando, tanto la similitud de recursos entre las empresas, como el contexto en el que se produce la combinación de recursos.

No obstante, previamente analizaremos las principales diferencias que existen entre ambos tipos de operación y que las pueden hacer más o menos atractivas para acceder a recursos externos. Estas diferencias giran en torno a cuatro puntos clave, que se resumen en el Cuadro 2.2:

- Recursos que se ponen en común. En una adquisición todos los recursos de la empresa adquirida pasan a manos de la adquirente, con lo que los recursos que se ponen en común en este tipo de operaciones son todos —tanto los de la empresa adquirente como los de la adquirida. Sin embargo, en una alianza únicamente se ponen en común aquéllos recursos que las empresas están interesadas en compartir. Un problema de las adquisiciones, en este sentido, es que se pueden estar adquiriendo más activos de los que se necesitan, lo que genera el problema conocido como digestibilidad (Hennart y Reddy, 1997). Estos recursos pueden ser difíciles de utilizar o incluso vender posteriormente por el adquirente, si bien éste debe pagar su valor de mercado al vendedor.
- Dirección del acuerdo o entidad resultante. En las adquisiciones existe una única dirección que se va a encargar de la gestión de los recursos que se ponen en común

mientras que en las alianzas esta dirección será, generalmente, compartida por varias empresas de una u otra forma. En efecto, en las adquisiciones e incluso en las fusiones, existe una única jerarquía que gobierna la combinación empresarial. Por el contrario, en las alianzas los derechos de control de las actividades permanecen en manos de los diferentes socios (Lerner y Merges, 1998). Así pues, ambos tipos de operación presentan diferentes requerimientos respecto de su gestión: en las fusiones resulta determinante la capacidad de integrar a las empresas en una jerarquía; en las alianzas la capacidad de trabajar en colaboración con otros socios se vuelve crítica para el éxito de la operación. Por esta razón, no todas las empresas están igual de preparadas para extraer el máximo de cada proceso de combinación empresarial, en la medida en que no todas están igual de preparadas para atender a los requerimientos antes mencionados.

- **Retribución a los propietarios de los recursos.** Mientras que en una adquisición la empresa adquirente debe pagar por el valor total de los activos de la empresa adquirida, en las alianzas no es necesaria tal contraprestación, pues se basan en el acceso recíproco a determinados recursos por parte de los socios; recursos que son de carácter intangible en la mayor parte de los casos y que pueden ser compartidos a un coste marginal muy bajo (Hennart, 1988).
- **Reversibilidad de la operación.** Las adquisiciones son operaciones con un mayor grado de irreversibilidad que las alianzas, pues se produce una reorganización global de los recursos de la unidad resultante de la operación y, además, el propietario de los recursos normalmente se desvincula de los mismos. Combinando estas dos últimas características —la reversibilidad y la retribución de los recursos—, cabe señalar que las adquisiciones suponen un mayor compromiso que las alianzas, tanto por pagar el valor de mercado de todos los activos de la empresa adquirida como por la mayor dificultad para deshacer la operación. Por el contrario, las alianzas conllevan una mayor flexibilidad, al no tener que pagar el valor completo de los activos que se utilizan y por ser operaciones más fáciles de deshacer.

CUADRO 2.2: DIFERENCIAS ENTRE ADQUISICIONES Y ALIANZAS

	<b>Adquisiciones</b>	<b>Alianzas</b>
Recursos puestos en común	Todos	Algunos —los que las empresas estén interesadas en compartir
Dirección del acuerdo o de la entidad resultante	Una única dirección	Derechos de control repartidos entre los socios
Retribución a los propietarios de los recursos	Valor total	No se paga el valor total
Reversibilidad de la operación	Mayor irreversibilidad	Mayor flexibilidad

Fuente: Elaboración propia

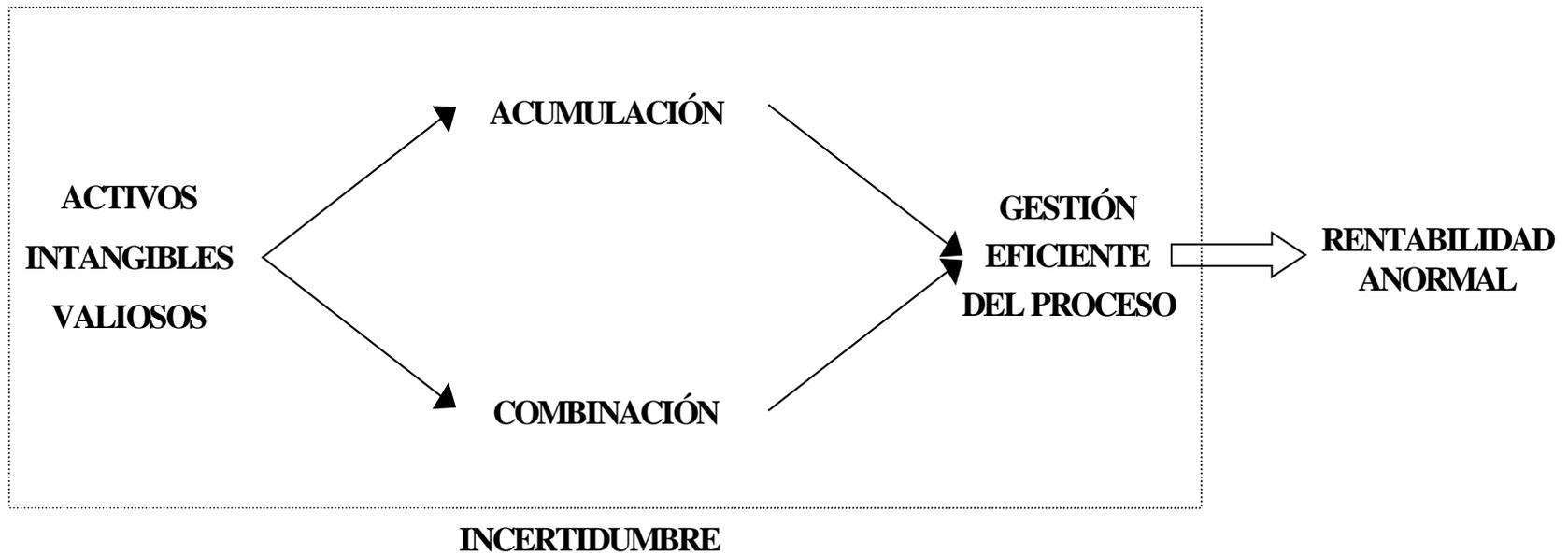
Teniendo en cuenta estas diferencias entre alianzas y adquisiciones, presentamos a continuación un análisis sistemático de los factores relacionados con la explotación de activos idiosincrásicos que pueden influir en la creación de valor. Nuestro punto de partida ha sido el de considerar que las oportunidades de creación de valor en estos procesos van asociadas al aprovechamiento eficiente de activos idiosincrásicos y, por esta razón, analizaremos en primer lugar el impacto que tiene sobre el precio de las acciones de la compañía la posesión de activos intangibles valiosos, probablemente los activos idiosincrásicos más importantes en estas operaciones (Morck y Yeung, 1991). Posteriormente, nos centraremos en el examen del grado de similitud entre los activos de los participantes en la operación. Por último, estudiaremos el contexto en el que se produce esa combinación. En concreto, analizaremos el impacto de dos factores adicionales que van a condicionar la creación de valor con la operación:

- El primero de ellos es la experiencia que tenga cada empresa en la gestión de cada uno de estos procesos, que la posiciona de forma diferente para extraer el máximo de cada operación a través de una gestión eficiente.
- El segundo es la incertidumbre que exista sobre la necesidad de los recursos de los socios, que hace más o menos valioso el compromiso o la flexibilidad que

caracteriza a cada operación. Esta incertidumbre afecta a todo el proceso de creación de valor.

El Gráfico 2.1 resume en forma de proceso las interrelaciones existentes entre los cuatro factores relacionados con el aprovechamiento eficiente de recursos idiosincrásicos que influyen en la rentabilidad anormal.

GRÁFICO 2.1: FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD ANORMAL



### II.3.2 Activos intangibles

A la luz de los argumentos expuestos en el apartado anterior, la posesión de activos intangibles valiosos se configura como un factor que aumenta las posibilidades de crear riqueza para los accionistas de las empresas que entran a formar parte de combinaciones empresariales. Aunque adquisiciones y alianzas permiten acceder a recursos valiosos de otras empresas, la clave para que de ellas se puedan derivar ventajas para los accionistas estriba en la posesión de activos intangibles valiosos. En los párrafos que siguen, desarrollamos estos argumentos.

Según la Teoría de Costes de Transacción (Coase, 1937; Williamson, 1975) se espera que las combinaciones empresariales creen valor al permitir combinaciones de recursos que no es posible ensamblar a través del mercado, debido a la existencia de elevados costes de transacción. Para el caso específico de adquisiciones esta teoría, y más en concreto la rama denominada Teoría de la Internalización (Buckley y Casson, 1976; Hennart, 1982), establece que las adquisiciones de empresas crearán valor cuando la empresa adquirente aporte activos intangibles valiosos a la empresa adquirida que permitan aumentar su rentabilidad. Este tipo de activos tienen asociados unos elevados costes de transacción, lo que favorece la creación de valor al internalizar las actividades relacionadas con ellos, pues su transferencia a través del mercado no es viable o sería muy costosa. Sin embargo, aunque la empresa adquirida tuviese activos valiosos, ello no generaría una rentabilidad anormal para la adquirente, pues el precio pagado debería incluir el valor de esos activos intangibles. A este respecto, Morck y Yeung (1991; 1992) fueron los primeros en observar que las adquisiciones creaban valor cuando la empresa adquirente aportaba activos intangibles valiosos que mejoraban el potencial de generación de beneficios de la empresa adquirida. En concreto, encontraron evidencias de que los activos intangibles aportados por las empresas que adquieren a otras tienen efectos positivos sobre la riqueza de los accionistas —medidos a través de la  $q$  de Tobin y la rentabilidad anormal de las acciones, respectivamente. Esta operación generaba valor, en definitiva, al permitir la internalización de los mercados de activos intangibles.

Trabajos posteriores como Eun *et al.* (1996), Mishra y Gobeli (1998), Delios y Beamish (1999) o Hubbard y Palia (1999) también se apoyan en la Teoría de Costes de Transacción para explicar los efectos beneficiosos de la posesión de conocimientos tácitos —activos intangibles— para llevar a cabo adquisiciones que amplíen el ámbito geográfico y/o sectorial en el que las empresas están presentes.

Un planteamiento similar había sido desarrollado también desde la Teoría de Recursos y Capacidades por Barney (1988) y Chatterjee (1986; 1992). Estos autores plantearon que las adquisiciones crearán valor para la empresa adquirente cuando los competidores y, en general, otros posibles compradores, no puedan replicar las sinergias existentes entre los recursos aportados por la empresa adquirente y los conseguidos de la adquirida. Esto sucederá cuando la adquirente aporte activos únicos e imposibles de imitar que puedan aprovecharse en el contexto de la empresa comprada, como sucede con los activos intangibles. Esta proposición ha sido comprobada empíricamente por Capron y Pistre (2002) analizando una muestra de 101 adquisiciones horizontales realizadas entre empresas de distintos países y sectores. Estos autores encontraron que para que la empresa adquirente pueda mejorar su rentabilidad no es suficiente con que reciba recursos valiosos, sino que dicho valor debe de poder ser apropiado por la empresa compradora. En este trabajo, los autores demuestran que la creación de valor para la empresa compradora no se da cuando ésta solamente recibe recursos de la empresa adquirida. En este caso, es de esperar que si el mercado de control corporativo es eficiente, la prima pagada por los activos adquiridos refleje el valor real de dichos activos, sobre todo cuando existe más de una empresa compradora que luche por el control, con lo cual todo el valor que pueda crearse en la operación será inmediatamente absorbido por los accionistas de la empresa adquirida. Solamente cuando la empresa adquirente posee recursos valiosos para acumular o combinar con los de la empresa adquirida la empresa estará en condiciones de obtener rentas no apropiables por los accionistas de la empresa adquirida.

Vemos por tanto, que ambos enfoques proponen una argumentación similar y nos conducen a la misma conclusión. Así pues, basándonos en los argumentos anteriormente expuestos, establecemos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 1: La propiedad de activos intangibles valiosos por parte de las empresas que llevan a cabo adquisiciones tendrá un efecto positivo sobre la rentabilidad anormal de dichas empresas en torno a los días del anuncio de la operación.*

Una argumentación similar puede hacerse también para las alianzas. Así, desde un planteamiento en línea con la Teoría de Costes de Transacción, Hennart (1988) señala que la condición necesaria para la formación de empresas conjuntas —y de alianzas en general— es la ausencia de un mercado competitivo para el intercambio de inputs productivos. Por su parte, la condición suficiente es que sea más costoso para cada empresa replicar o adquirir la empresa que posee el input complementario del que carece que disponer de él a través de una alianza. Este es, nuevamente, el caso de los activos intangibles. De un lado, los problemas de asimetría de información (Arrow, 1962) y de transmisión del conocimiento tácito (Kogut y Zander, 1992) dificultan el intercambio en el mercado. De otro, su carácter intangible permite que sean utilizados simultáneamente por varias empresas (Hennart, 1988). Vemos pues que la creación de valor en las alianzas también pasa por la posesión de activos intangibles valiosos. De este modo, cuanto mayor sea el valor de los intangibles de la empresa, mayor será su poder de negociación para aliarse con empresas con activos igualmente valiosos y/o obtener mejores condiciones en las negociaciones (Chung *et al.*, 2000).

Nuevamente es posible desarrollar una argumentación similar desde la Teoría de Recursos y Capacidades. Desde esta teoría las alianzas son consideradas una forma organizativa que permite a los socios beneficiarse de combinaciones únicas y valiosas de recursos que ninguno de ellos podría replicar por separado, debido a la heterogeneidad e imperfecta movilidad de tales recursos (Eisendhardt y Schoonheven, 1996; Madhok y Tallman, 1998; Das y Teng, 2000). La clave, por tanto, para que exista creación de valor es la presencia de recursos valiosos de carácter idiosincrásico, como sucede con los activos intangibles. Este tipo de activos son específicos a las empresas que los han generado y la única forma de acceder a ellos es a través de las combinaciones empresariales. La posesión de estos activos, por tanto, pasa por ser una condición necesaria para que otras empresas con recursos valiosos deseen aliarse con la empresa en cuestión.

Así pues, la segunda hipótesis que se deduce de estos argumentos es la siguiente:

*Hipótesis 2: La propiedad de activos intangibles valiosos por parte de las empresas que llevan a cabo alianzas tendrá un efecto positivo sobre la rentabilidad anormal de dichas empresas en torno a los días del anuncio de la operación.*

### **II.3.3 Similitud de activos entre los participantes de la operación**

Como vimos en la sección primera de este capítulo, tanto las alianzas como las adquisiciones son opciones que permiten a las empresas ganar acceso a activos idiosincrásicos tanto similares como complementarios a los que ya poseen. No obstante, las implicaciones respecto de la creación de riqueza para los accionistas de las compañías son diferentes.

Las adquisiciones de empresas que posean recursos similares a los de la propia compañía presentan la ventaja de que las posibilidades de racionalización de los procesos de la unidad resultante de la operación son máximas, pues todos los activos de las empresas participantes en la operación se van a encontrar bajo una misma dirección. No obstante, este tipo de adquisiciones presenta dos inconvenientes a la hora de crear valor para los accionistas de las empresas. En primer lugar, para poder explotar la sinergia potencial derivada de la explotación de economías de escala, es necesario contar con los recursos y capacidades adecuados (Cuervo, 2001). En segundo lugar, es más probable que el precio pagado por los recursos aumente hasta el punto en el que el valor de dicha sinergia potencial sea absorbido íntegramente por la prima pagada. En efecto, cuando las sinergias de la operación puedan ser obtenidas por otras empresas, la rentabilidad anormal tenderá a aproximarse a cero (Barney, 1988). En el caso concreto de este tipo de operaciones, el potencial de economías de escala normalmente podrá ser obtenido por diferentes adquirentes y, en este sentido, el vendedor de la empresa podrá exigir por los activos que cede un precio que absorba las potenciales sinergias del comprador. Por el contrario, cuando se busca acceder a recursos complementarios, las oportunidades de crear riqueza para los accionistas son mayores en la medida en la que se puedan crear combinaciones de recursos de orden superior que otros potenciales compradores no sean capaces de replicar. Harrison *et al.* (2001) señalan que en este tipo

de operaciones las sinergias son más específicas a las organizaciones participantes, lo que aumenta las posibilidades de que la empresa compradora pueda apropiarse de las rentas generadas por tales sinergias. De hecho, aunque no del todo concluyentes, existen evidencias empíricas que sugieren que las adquisiciones orientadas a la obtención de recursos complementarios crean más valor que las orientadas a la obtención de recursos similares (Harrison *et al.* 1991; 2001). Sobre esta base, planteamos que:

*Hipótesis 3: Las adquisiciones orientadas a la obtención de activos similares a los de la empresa generarán una rentabilidad anormal inferior a aquellas otras adquisiciones en las que se acceda a recursos complementarios.*

En las alianzas, existen posibilidades de crear valor para los accionistas tanto en las diseñadas para acceder a recursos similares como en aquellas otras destinadas a la obtención de recursos complementarios. La complementariedad en los recursos es importante, pues aumenta las posibilidades de aprendizaje y redistribución de activos intangibles entre los socios (Harrison *et al.*, 2001). No obstante, también aumenta los riesgos de apropiación (Kogut, 1988a; Oxley, 1997), por lo que el valor extraído por los socios va a depender del grado en el que éstos comparten información y de su capacidad de absorción relativa (Lane y Lubatkin, 1998). Además, no solamente importa la complementariedad, sino el grado en el que la operación se estructura para que los socios puedan apalancar sus recursos con otros complementarios (Hitt *et al.*, 2000). Por otro lado, aunque los beneficios del aprendizaje desaparecen cuando los recursos son similares, en estas circunstancias existe la posibilidad de obtener rentas de los mismos, al no tener que pagar el valor total de los recursos utilizados por las razones que se han argumentado anteriormente. Al mismo tiempo, existen oportunidades para alterar la competencia en beneficio de los socios (Porter y Fuller, 1986; Kogut, 1988a). No obstante, la cuantía de estas rentas dependerá de cómo se haya estructurado la operación. En definitiva, la creación de valor en las alianzas dependerá de cómo los socios diseñen la operación y de sus características, sin que pueda establecerse a priori que las alianzas de recursos similares generen una rentabilidad anormal superior a la de las alianzas de complementariedad. Sobre esta base, planteamos que:

*Hipótesis 4: Las alianzas orientadas a la obtención de activos similares a los de la empresa no generarán una rentabilidad anormal significativamente diferente de aquellas otras alianzas en las que se acceda a recursos complementarios.*

#### **II.3.4 Experiencia en la gestión de combinaciones empresariales**

Una combinación empresarial es un proceso que implica una negociación previa entre las empresas y una posterior integración, ya sea de todos —en el caso de las adquisiciones totales— o de parte de los recursos de dichas empresas —en el caso de las alianzas. Tanto la negociación como la integración posterior son procesos con una elevada complejidad asociada (Jemison y Sitkin, 1986; Haspeslagh y Jemison, 1991). La experiencia previa juega un papel muy importante en estos procesos, ya que permite que los directivos desarrollen una serie de habilidades que podrán explotar en futuras combinaciones empresariales (Fowler y Schmidt, 1989; Haspeslagh y Jemison, 1991).

Siguiendo la literatura sobre la curva de experiencia, las mejoras en la eficiencia en la actuación de las empresas pueden explicarse por la acumulación de experiencia en una actividad particular (Yelle, 1979; Dutton y Thomas, 1984). Aplicando esta idea a las combinaciones empresariales, podemos decir que la experiencia previa en la realización y gestión de este tipo de procesos permite a las compañías adquirir un conocimiento que facilitará la realización de nuevas operaciones en el futuro, y esto afectará al mejor uso de estos mecanismos a medida que la experiencia aumente.

Con todo, cabe señalar que las adquisiciones y las alianzas tienen requisitos diferentes para combinar los recursos de manera eficaz. En general, las adquisiciones implican la integración de más recursos que las alianzas (Hennart y Reddy, 1997). En efecto, por un lado, las adquisiciones obligan a las compañías a integrar personas, sistemas organizativos y culturas diferentes que, normalmente, supone un desafío difícil para las empresas involucradas (Haspeslagh y Jemison, 1991). Por otro, mientras que las adquisiciones afectan a todos los recursos de las empresas que se unen, las alianzas sólo afectan a ciertos recursos seleccionados de cada uno de los socios. Esto no implica necesariamente que las alianzas sean más fáciles de llevar a cabo que las adquisiciones.

Es suficiente con analizar el alto porcentaje de fracaso de las alianzas<sup>30</sup>. Además, las alianzas normalmente tienen problemas relacionados con el comportamiento oportunista y los objetivos contradictorios de los socios (Ring y Van de Ven, 1994; Doz, 1996; Ariño y de la Torre, 1998; Madhok y Tallman, 1998). Lo que las investigaciones más recientes muestran es que la realización de adquisiciones y alianzas requiere unos conocimientos y habilidades diferentes en cada socio.

En su libro sobre creación de valor en fusiones y adquisiciones, Hitt *et al.* (2001) clasifican las habilidades que se pueden adquirir a través de la experiencia previa en cuatro grupos: negociación, financiación, integración y asimilación. Una de las áreas más importantes en las que una empresa puede adquirir experiencia es la gestión de los recursos humanos en el proceso de integración. En estos procesos generalmente suele haber despidos y/o recolocaciones, sobre todo del personal de la empresa adquirida. A medida que los directivos de la adquirente acumulan experiencia, sabrán enfrentarse mejor a los problemas derivados de dichas políticas de personal, como son las tensiones, las actividades de influencia, la confusión o la resistencia del personal ante el cambio que sufren tras la adquisición. De la misma manera, la realización de las sinergias potenciales existentes entre las empresas que se unen es otra tarea que puede beneficiarse de la experiencia previa. Por su parte, Zollo y Singh (1998) han encontrado que la experiencia previa en adquisiciones afecta positivamente al rendimiento de un proceso de adquisición. Esto es debido a que las empresas que han llevado a cabo adquisiciones previamente, han desarrollado y codificado una experiencia que pueden utilizar para afrontar con éxito futuras adquisiciones que, finalmente, aumentan el rendimiento de nuevas operaciones de este tipo.

En el caso de alianzas, Kale *et al.* (2000) demuestran la importancia de lo que denominan “capacidades de alianza”. En este trabajo, los autores encuentran que la clave para conseguir el mayor rendimiento de las alianzas es realizar con éxito varias prácticas de gestión de alianzas, como las relacionadas con la gestión de conflictos o la construcción de capital relacional. Desarrollando capacidades sobre este tipo de prácticas, las empresas pueden aprender al mismo tiempo que protegen sus propios

---

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, Bleeke y Ernst (1991).

recursos<sup>31</sup>, lo que les facilita obtener más beneficios a medida que la relación evoluciona. De hecho, la investigación empírica ha puesto de manifiesto que las alianzas dan más resultados a medida que se desarrolla la relación (Doz, 1996). Por su parte, la investigación teórica muestra cómo estas capacidades en la dirección de la alianza son adquiridas con la experiencia (Westney, 1988). Asimismo, existe evidencia de que el rendimiento de la alianza —medido a través de las rentabilidades anormales de las empresas— aumenta con la experiencia de la empresa en la realización de alianzas (Anand y Khanna, 2000; Kale *et al.*, 2002; Vidal y García-Canal, 2003).

Así pues, la experiencia en la gestión e integración de las empresas adquiridas —en caso de adquisiciones— o en el desarrollo de relaciones cooperativas —en caso de alianzas— puede entenderse como una capacidad específica de las empresas que llevan a cabo estos procesos. En este sentido, Zollo y Winter (2002) presentan una argumentación teórica de cómo las capacidades de una empresa pueden mejorarse a través de la acumulación de experiencia —conocimiento tácito— y su interacción con las rutinas organizativas existentes en la empresa que ya han sido codificadas —conocimiento explícito.

Basándonos en todas las ideas expuestas anteriormente, establecemos las siguientes hipótesis:

*Hipótesis 5: La experiencia previa de las empresas en cuanto a la realización y gestión de adquisiciones tendrá un efecto positivo sobre la rentabilidad anormal de dichas empresas en torno a los días del anuncio de una nueva adquisición.*

*Hipótesis 6: La experiencia previa de las empresas en cuanto a la realización y gestión de alianzas tendrá un efecto positivo sobre la rentabilidad anormal de dichas empresas en torno a los días del anuncio de una nueva alianza.*

Tal como acabamos de exponer, la experiencia previa sirve como vía para mejorar las rutinas organizativas que las empresas tienen para realizar nuevas combinaciones empresariales. Sin embargo, este nuevo conocimiento adquirido no tiene por qué ser

---

<sup>31</sup> Véase también Kale y Singh (1999).

siempre igual de beneficioso. El efecto positivo dependerá del tipo de operación que estemos analizando.

Un importante problema que afrontan las empresas que realizan combinaciones empresariales es el de integrar los recursos a los que acceden. En el caso de las adquisiciones la mayor dificultad de la integración pasa por la gestión de recursos duplicados (Capron *et al.*, 1998); es decir, aquéllos con los que la empresa adquirente ya contaba antes de la adquisición. En este sentido, cuando una empresa compra a otra perteneciente al mismo sector existen por definición grandes solapamientos entre áreas como el marketing o la fuerza de ventas de ambas empresas (Mitchell y Shaver, 2003). Por tanto, aunque la gestión conjunta de los negocios puede ser más sencilla en comparación con la compra de empresas de otros sectores, la integración debe ser más intensa; es decir, requiere una mayor reestructuración de las compañías. En efecto, cuando una empresa adquiere a otra competidora, gran parte del valor generado en la operación proviene de las crecientes economías de escala en producción, marketing, distribución y administración. Para aprovecharse de estas economías de escala, la empresa adquirente debe combinar los recursos adquiridos con los que ya posee a lo largo de un gran número de actividades de la cadena de valor. Además, esta integración con frecuencia debe hacerse rápidamente con el fin de recuperar lo antes posible la prima pagada con un aumento en la eficiencia de la unidad resultante. También es común que las compañías adquirentes deban deshacerse de recursos de la propia empresa adquirente que se han convertido en obsoletos (Capron *et al.*, 2001). Todo este proceso de integración y consolidación requiere una elevada destreza que puede ser mejorada mediante la experiencia (Mitchell y Shaver, 2003). Por el contrario, cuando una empresa adquiere a otra de un sector diferente, los problemas derivados de esta integración son menos importantes, ya que existe una menor duplicidad de recursos entre las compañías que cuando adquirente y adquirida pertenecen a la misma industria. De hecho, en esos casos la compañía adquirida normalmente continuará siendo autónoma (Datta y Grant, 1990). Además, la literatura sobre la curva de experiencia sugiere que la acumulación de experiencias relativamente homogéneas —adquisiciones en el mismo sector de la empresa adquirente— permiten mejorar la eficiencia de determinadas actividades (Yelle, 1979; Dutton y Thomas, 1984). Estas mejoras de eficiencia serán más importantes en contextos similares a los ya vividos (March, 1991).

Sin embargo, las empresas pueden intentar aplicar esos conocimientos adquiridos en entornos distintos debido a la inercia provocada por éxitos anteriores (Ventura, 1996), repitiendo el comportamiento pasado sin analizar detenidamente si éste es el más apropiado y cayendo, de esta forma, en trampas a la competitividad (Levitt y March, 1988).

Teniendo en cuenta todas estas ideas establecemos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 7: Los efectos positivos asociados a la experiencia en la realización y gestión de adquisiciones se disiparán a medida que las empresas se alejen de su sector.*

En el caso de las alianzas, sin embargo, la integración efectiva pasa porque los socios venzan sus reticencias a compartir los activos necesarios para la obtención de la sinergia deseada con la operación. Para ello es necesaria la existencia de confianza, que además actúa como un buen mecanismo de gobierno y garantía de la relación (Dyer y Singh, 1998). No obstante, en caso de no existir relaciones previas entre las compañías, la clave para generar esa confianza y obtener la información adecuada para organizar la cooperación es el desarrollo de lo que Madhok y Tallman (1998) denominan inversiones específicas en la relación; esto es, dedicar tiempo, energía y esfuerzos para entender los objetivos de los socios y facilitar la interacción conjunta. En ese proceso la habilidad de las empresas para compartir información sin incurrir en riesgos innecesarios se vuelve clave. Esta circunstancia es la que lleva a Kale *et al.* (2000) a desarrollar el concepto de capacidades de alianza, evidenciando el que no todas las empresas están igual de preparadas para sacar el máximo provecho de sus relaciones cooperativas. La dificultad de gestionar con éxito las alianzas estratégicas y su importancia para complementar y reforzar los recursos y capacidades necesarias para competir en entornos muy dinámicos, hacen que aquéllas empresas más capaces de gestionar una red de alianzas estratégicas sean más competitivas (Ventura, 2003). En este sentido, la experiencia previa en la realización y gestión de alianzas permitirá a las empresas desarrollar unos mecanismos que les faciliten la obtención de rentas de la cooperación —rentas relacionales, en palabras de Dyer y Singh (1998)— en futuras operaciones (Westney, 1988). Además, estos mecanismos no tendrán por qué ser distintos dependiendo del sector al que se dirige la empresa, ya que lo relevante es ser capaz de desarrollar una relación cooperativa satisfactoriamente. Por tanto, es de esperar

que el efecto positivo de la experiencia previa en la realización y gestión de alianzas se mantenga independientemente del ámbito sectorial al que se dirija la empresa con una nueva alianza.

De este modo, establecemos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 8: Los efectos positivos asociados a la experiencia en la realización y gestión de alianzas se mantendrán a pesar de que las empresas se alejen de su sector.*

### **II.3.5 Incertidumbre**

Las combinaciones empresariales normalmente tienen lugar en condiciones de incertidumbre. Algunos cambios externos pueden afectar a la estructura de una industria (Nohria y García-Pont, 1991; Madhavan *et al.*, 1998), aumentando la necesidad de recursos externos para garantizar la supervivencia de la empresa. Estos cambios hacen que aumente la incertidumbre sobre el entorno de las compañías, que para adaptarse a la nueva situación deberán reaccionar rápidamente, haciéndose con aquellos recursos de los que no disponen para competir y reajustando su ámbito competitivo (Cuervo-Cazurra, 2001). En este sentido, dos de los mecanismos más atractivos con los que cuentan las empresas para acceder a los recursos necesarios de los que carecen son las fusiones y adquisiciones, de un lado, y las alianzas estratégicas, de otro (Hoskisson y Busenitz, 2002).

No obstante, una importante diferencia entre alianzas y adquisiciones como medios de acceder a los recursos externos es que ambas operaciones tienen distintos niveles de irreversibilidad (Teece, 1992). En efecto, las adquisiciones son operaciones más irreversibles, ya que una vez las empresas se integran es muy difícil volver a la situación inicial de dos empresas individuales. Además, las empresas tienen que pagar por el conjunto entero de recursos de la empresa adquirida. En el caso de las alianzas, las empresas no tienen que pagar por el valor total de los recursos externos, lo cual da más flexibilidad a la empresa. De hecho, las alianzas son consideradas como opciones reales (Kogut, 1991; Kogut y Kulatilaka, 1994). Bajo este contexto, el valor de la

opción refleja el valor de la flexibilidad que la empresa tiene para llevar a cabo acciones que realmente creen valor una vez se tiene información suficiente sobre el entorno y los recursos necesarios (Chi y Seth, 2002).

Por estas razones, el tiempo es un factor relevante a la hora de evaluar la efectividad de alianzas y adquisiciones. De hecho, algunos trabajos analizan ambos mecanismos estudiando las ventajas derivadas de “mover primero”. Los trabajos teóricos que estudian este tipo de ventajas llegan a la conclusión de que ninguna empresa puede alcanzar una ventaja de mover primero sostenible a largo plazo, a menos que sus capacidades sean valiosas, difíciles de imitar y de substituir por otras (Barney, 1991). Además, la duración de estas ventajas es generalmente corta (Lieberman y Montgomery, 1998) y depende básicamente de impedir su imitación (Dierickx y Cool, 1989). La mayor parte de estos trabajos que analizan las ventajas de mover primero se centra en el potencial que tienen las empresas pioneras de adquirir recursos y capacidades de orden superior al entrar en un nuevo ámbito (Lieberman y Montgomery, 1998). Pero estas empresas a menudo cometen errores al tratar de adaptarse a la nueva situación debido a la existencia de dos tipos de incertidumbre. Por un lado, existe una incertidumbre elevada sobre los recursos y capacidades que son más necesarios para competir bajo las nuevas circunstancias —lo que podríamos llamar incertidumbre de recursos. Por otro lado, las empresas no siempre tienen la certeza absoluta de que podrán acceder a los recursos necesarios que no poseen —lo que podríamos llamar incertidumbre de acceso.

Cuando la primera incertidumbre es elevada; esto es, cuando las empresas empiezan a hacer las primeras combinaciones para adaptarse al nuevo entorno, la mayor incertidumbre que existe aconsejaría valorar las opciones que dan más flexibilidad (Ghemawat y del Sol, 1998), por lo que el mercado debería valorar en mayor medida a las alianzas en este contexto. De este modo, se preferirían las alianzas sobre las adquisiciones porque permiten a las empresas deshacer las operaciones que parecen haber sido menos apropiadas a medida que el sector evoluciona. Por consiguiente, los primeros movimientos que las compañías hacen dentro o fuera de sus negocios principales son más valorados cuanto más flexibles son, valorándose en mayor medida el compromiso de las operaciones conforme las empresas se van posicionando y la

incertidumbre de recursos disminuye. Basándonos en esta idea, establecemos las hipótesis siguientes:

*Hipótesis 9: Las adquisiciones son preferidas en contextos donde la incertidumbre sobre la necesidad de recursos externos es baja.*

*Hipótesis 10: Las alianzas son preferidas en contextos donde la incertidumbre sobre la necesidad de recursos externos es elevada.*

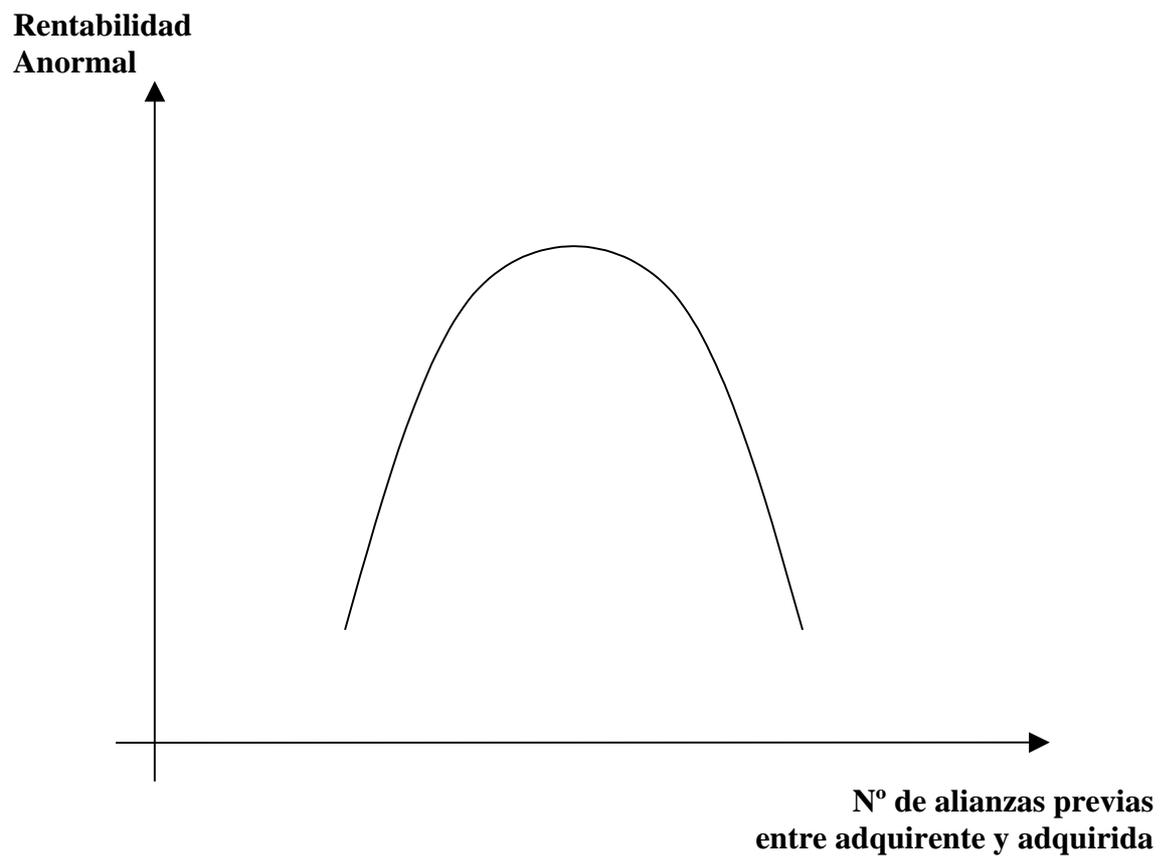
Teniendo en cuenta ahora la incertidumbre de acceso, podemos ver las alianzas como uniones con un menor grado de compromiso que las adquisiciones. Normalmente, las empresas no explotan todas sus sinergias en su primera alianza sino que los beneficios de la colaboración se van obteniendo a medida que la relación se desarrolla (Killing, 1988; Doz, 1996; Vanhaverbeke *et al.*, 2002). Por tanto, existe incertidumbre con respecto al grado en que el socio estará interesado en seguir colaborando en el futuro, intentando explotar todas las sinergias potenciales que existen entre ambos. Existirá, en definitiva, incertidumbre sobre el grado en el que los recursos de la empresa aliada se encuentran disponibles. En este contexto, adquirir a un socio puede tener la ventaja de asegurar la disponibilidad de sus recursos en el futuro.

Combinando este razonamiento con las hipótesis anteriores, puede establecerse que hay un momento óptimo para adquirir a un socio. La incertidumbre de recursos disminuye a lo largo de la vida de la relación entre los socios, por lo que la adquisición de un socio, en principio, generaría mayor rentabilidad anormal a medida que pasa el tiempo y se desarrolla la relación. Sin embargo, a medida que aumenta el número de alianzas entre los socios, se reduce el número de sinergias a explotar; de esta forma, el efecto de este hecho en la rentabilidad anormal de las empresas debe ser negativo. Además de esto, la incertidumbre de acceso se reduce dado que las alianzas anteriores aumentan la confianza entre las empresas y aumentan también los derechos de control sobre los recursos del socio, por consiguiente, se reduce la probabilidad de conducta oportunista (Dyer y Singh, 1998). Así, el efecto marginal del número de alianzas previas entre una empresa adquirente y la adquirida en una adquisición tendría una forma de U invertida —como se ilustra en el Gráfico 2.2—, siendo positivo en un principio, debido a las ganancias derivadas de afianzar la disponibilidad de los recursos

del socio; y negativo después de un umbral, debido a que se reduce el número de sinergias para explotar y la incertidumbre de acceso también disminuye. Teniendo en cuenta esto, formulamos la hipótesis siguiente:

*Hipótesis 11: Existe un efecto en forma de U invertida del número de alianzas previas existentes entre una empresa compradora y la empresa adquirida sobre la rentabilidad anormal asociada a la adquisición.*

GRÁFICO 2.2: RELACIÓN ENTRE ALIANZAS PREVIAS Y RENTABILIDAD ANORMAL DE UNA ADQUISICIÓN



**CAPÍTULO III:**  
**COMBINACIONES EMPRESARIALES Y CREACIÓN**  
**DE VALOR: ESTUDIO DESCRIPTIVO**



En este capítulo se analiza el grado en el que las combinaciones empresariales —adquisiciones y alianzas estratégicas— en las que han participado compañías europeas operadoras de telecomunicaciones durante el período 1986–2001 han creado riqueza para sus accionistas. Para ello se ha utilizado una base de datos elaborada por el autor, cuya metodología de construcción se detalla más adelante.

A tal efecto, se realiza, en primer lugar, un análisis descriptivo de las combinaciones empresariales identificadas en la base de datos durante el citado período.

A continuación, se lleva a cabo un estudio de carácter econométrico dirigido a cuantificar la repercusión de la creación de las diversas combinaciones empresariales sobre el precio de las acciones de las compañías que las ponen en marcha. Para este análisis se utiliza la metodología del estudio de acontecimientos.



### III.1 ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES

En esta sección del trabajo llevamos a cabo un análisis de las principales características que presentan las combinaciones empresariales realizadas por las compañías operadoras de telecomunicaciones de los 15 países pertenecientes a la actual Unión Europea entre enero de 1986 y marzo de 2001.

Nos hemos centrado en el estudio de este tipo de compañías por tres motivos principales. En primer lugar, el sector está inmerso en un profundo proceso de reordenación (Capron y Mitchell, 1997; Andrade *et al.*, 2001; Trillas, 2002), por lo que las empresas pertenecientes a él estarán interesadas en adaptarse rápidamente a la nueva situación competitiva. Esta reordenación supone un incremento en la complejidad de la actividad empresarial y de su entorno, que hace cada vez más difícil para las empresas poseer todos los recursos y capacidades necesarias para ser competitivas (Menguzzato, 1995), por lo que dichas empresas tratarán de acceder a los recursos de los que carezcan de la forma más rápida posible. Entre los mecanismos más habituales para alcanzar este objetivo, las adquisiciones y las alianzas estratégicas son dos de los más utilizados (Nohria y García-Pont, 1991; García Pont, 1999).

En segundo lugar, dado que se trata de un sector globalizado, en el que los clientes demandan servicios muy similares independientemente del país al que pertenezcan, las combinaciones empresariales permitirán a las empresas que las realizan explotar sus recursos en otros mercados geográficos sin tener que modificar los servicios que habitualmente comercializan (Jarillo, 2003).

Finalmente, las nuevas tecnologías de la información y las telecomunicaciones hacen que las operadoras de este tipo de servicios se tengan que enfrentar a nuevas necesidades que demandan sus clientes, con lo cual pueden beneficiarse de nuevas oportunidades de negocio en las que hasta ahora apenas existía demanda. Algunos ejemplos de estos servicios son la interconexión de ERPs —*Enterprise Resource Planning*— entre proveedores y clientes, nuevos servicios basados en el *standard*

UMTS —*Universal Mobile Telecommunications System*—, así como la conexión GPRS —*General Packet Radio System*— o servicios a través de WAP —*Wireless Access Protocol*. Estos cambios tecnológicos han hecho que las operadoras de telecomunicaciones tuviesen que adquirir una serie de conocimientos con los que no contaban y para ello, en muchos casos, han venido optando por realizar combinaciones empresariales con otras compañías que sí tenían estos conocimientos.

Todo ello ha llevado a las empresas del sector de las telecomunicaciones a realizar un elevado número de adquisiciones y alianzas estratégicas durante el período estudiado, lo cual nos permite obtener una base de datos lo suficientemente amplia para los propósitos de nuestro trabajo de investigación.

A continuación, describimos las principales características de las combinaciones empresariales de nuestra muestra; si bien antes realizamos una breve descripción de las fuentes de datos a las que hemos acudido para configurar la base de datos que constituye el punto de partida de todos los estudios realizados posteriormente.

#### **III.1.1 Fuentes de datos**

Con el objeto de disponer de una muestra representativa de combinaciones empresariales que permitiera contrastar nuestras hipótesis, se construyó una base de datos al efecto. Para ello, se utilizó la fuente *Thomson Finalcial Securuties Data Corporation* —SDC— en su edición *Platinum*. Esta fuente está subdividida en distintas bases, en función de las operaciones que se quieran estudiar. Así, para la confección de nuestra muestra hemos utilizado la base de datos sobre fusiones y adquisiciones —*SDC Platinum, Mergers & Acquisitions Database*—, de un lado, y la de empresas conjuntas y alianzas estratégicas —*SDC Platinum, Joint Ventures and Strategic Alliances Database*—, de otro. Tomadas en su conjunto, ambas bases recogen, además de otra información, las combinaciones empresariales realizadas por las empresas europeas de todos los sectores de actividad desde 1986 hasta la actualidad. Dicha información proviene de más de 200 publicaciones periódicas de los países para los que existen datos, además de información facilitada por las propias empresas, por la SEC —*Securities Exchange Commission*— y por las principales instituciones que controlan

la información financiera de las empresas de cada país. A modo de ejemplo, para el caso de España, las bases incluyen noticias que han aparecido en los diarios económicos *Expansión*, *Cinco Días* y *El País (Negocios)* y la información pública depositada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

De estas fuentes hemos extraído los datos referentes a las combinaciones empresariales llevadas a cabo por operadoras europeas de telecomunicaciones de la Unión Europea<sup>32</sup> entre 1986 y marzo de 2001. En este sentido, las combinaciones empresariales que hemos incorporado en nuestra muestra cumplían los dos requisitos siguientes:

- El código SIC de la empresa europea que realiza la combinación empresarial<sup>33</sup> es el 4812 —Telefonía Móvil—, 4813 —Telefonía Fija— ó 4899 —Compañías Holding de Telefonía.
- Todas las combinaciones empresariales deben estar completadas, no siendo consideradas aquéllas para las que sólo existe el anuncio pero aún no se han llevado a cabo por la empresa.

Esta información nos permitió identificar 1379 combinaciones empresariales realizadas por 40 empresas de la Unión Europea pertenecientes al sector de las telecomunicaciones durante el citado período. Adicionalmente, en estas bases de datos hemos identificado otra información relativa a las propias empresas que realizan la combinación, como el porcentaje de capital adquirido —en el caso de adquisiciones— o el número de participantes —en el caso de alianzas—, así como la nacionalidad de las empresas implicadas y los sectores de actividad hacia los que se dirigen mediante las combinaciones empresariales que realizan. Toda esta información nos servirá, tanto

---

<sup>32</sup> Consideramos únicamente como miembros de la Unión Europea los 15 países que a la fecha de creación de la base de datos —primavera de 2001— formaban parte de dicha Unión como miembros de pleno derecho. En concreto, estos países son: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Italia, Irlanda, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido y Suecia.

<sup>33</sup> En el caso de las adquisiciones, en nuestra muestra solamente consideramos aquéllas en las que la operadora europea sea quien realiza la compra. Las adquisiciones de compañías europeas realizadas por empresas no pertenecientes a la Unión Europea no se consideran para crear nuestra base.

para el estudio descriptivo que ahora presentamos, como para el estudio de la creación de valor que comentaremos en el capítulo siguiente de este trabajo.

Para otras características de estas operaciones hemos acudido a otras fuentes de información que se señalan más adelante.

### **III.1.2 Características de las combinaciones empresariales realizadas por las operadoras europeas de telecomunicaciones: 1986–2001**

Una vez identificadas las combinaciones empresariales realizadas por las principales operadoras europeas de telecomunicaciones, hemos realizado un estudio descriptivo con el fin de obtener el perfil característico de este tipo de operaciones. Para ello, en primer lugar, clasificamos estas combinaciones en los dos grandes grupos ya comentados previamente —adquisiciones, de un lado, y alianzas estratégicas, de otro—; lo cual nos ha permitido identificar 643 adquisiciones y 736 alianzas.

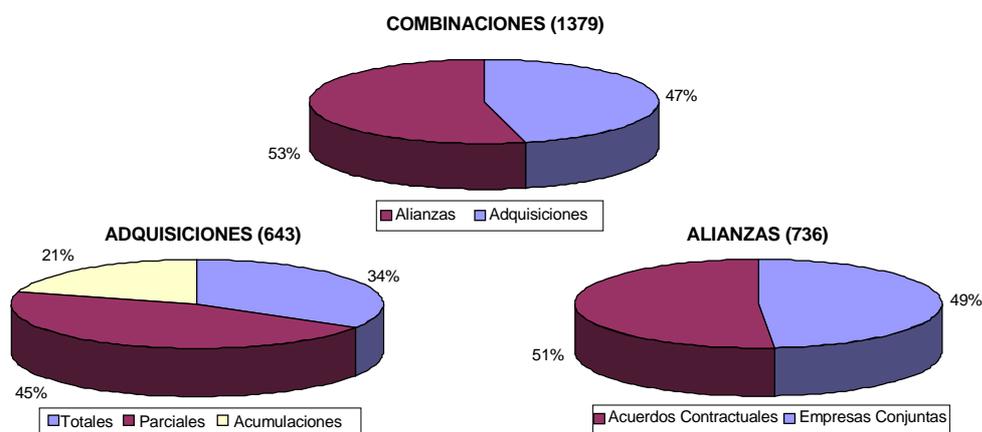
Adicionalmente, hemos dividido las adquisiciones en tres amplias categorías atendiendo a un doble criterio: el porcentaje de capital adquirido en la operación, de un lado, y si se trata de la primera compra que la empresa hace en la adquirida, de otro. Así, creamos los siguientes grupos:

- Adquisiciones totales: Aquéllas que suponen la compra del 100% de la unidad adquirida en una única operación.
- Adquisiciones parciales: Primeras tomas de control de la empresa adquirente en la adquirida sin llegar a comprar el 100% de ésta.
- Adquisiciones de acumulación: Segunda y sucesivas compras de la empresa adquirente en la adquirida, independientemente de que permitan alcanzar el control total de la segunda —100% del capital— o no.

En total, hemos identificado 218 adquisiciones totales, 291 parciales y 134 de acumulación.

Del mismo modo, hemos dividido la muestra de alianzas en dos grandes grupos, en función de si la alianza era un acuerdo contractual o si además implicaba la creación de una empresa conjunta. En total hemos identificado 378 acuerdos contractuales y 358 empresas conjuntas, respectivamente. En el Gráfico 3.1 presentamos los porcentajes que representan cada tipo de combinación en el total de casos.

GRÁFICO 3.1: PORCENTAJES SEGÚN LOS TIPOS DE COMBINACIÓN



Fuente: Elaboración propia

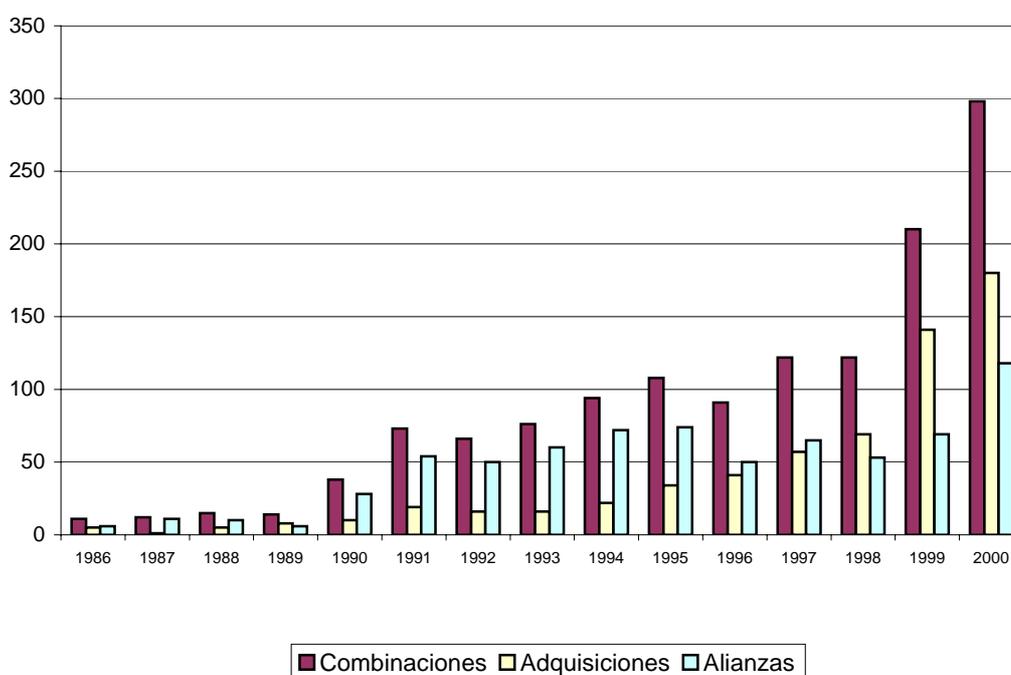
### III.1.2.a EVOLUCIÓN TEMPORAL

La evolución temporal de las combinaciones empresariales de nuestra muestra presenta una trayectoria claramente creciente durante el período 1986–2000<sup>34</sup>, tal como se refleja en el Gráfico 3.2. De este modo, se aprecia una clara explosión en el número de operaciones sobre todo en los últimos años de esta etapa —a partir de 1997—, debido fundamentalmente al fuerte incremento en el número de adquisiciones realizadas por las empresas de nuestra muestra durante esos años. Esto se debe, en gran medida, a que los distintos países analizados en nuestro estudio han liberalizado sus mercados locales de telecomunicaciones a partir de 1997, lo que favorece la entrada de

<sup>34</sup> Si bien el estudio comprende las combinaciones empresariales entre 1986 y 2001, hemos decidido presentar en el gráfico sólo los datos del período 1986-2000 debido a que para el año 2001 no contábamos con el total de las operaciones, sino con las realizadas hasta el 31 de marzo de ese año.

competidores en estos mercados mediante combinaciones empresariales. Con anterioridad a estas fechas, el número de operaciones es menor debido a dos motivos claramente relacionados. En primer lugar, los mercados locales estaban protegidos por leyes que impedían la entrada de operadores extranjeros. En segundo lugar, las operadoras de telecomunicaciones tenían menos incentivos a entrar en nuevos mercados debido a que muchas de ellas disfrutaban de un monopolio en su país de origen.

GRÁFICO 3.2: EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES



Fuente: Elaboración propia

En cuanto al número de adquisiciones y alianzas, podemos apreciar cómo durante los primeros años del período estudiado es mayor el número de operaciones del segundo tipo y es precisamente a partir de 1997 cuando el número de adquisiciones supera al de alianzas estratégicas. La literatura sobre creación de bloques estratégicos nos permite

explicar este comportamiento. Esta literatura, a la que ya hemos hecho referencia en el capítulo anterior, aglutina un conjunto de evidencias empíricas que aparecen en distintos sectores de la economía<sup>35</sup>. En primer lugar, tras un *shock* competitivo las empresas de los sectores analizados utilizan combinaciones empresariales para acceder a nuevos recursos de los que carecen con el fin de adaptarse a la nueva situación competitiva. En segundo lugar, existen dos oleadas de combinaciones con un período intermedio donde se reduce el número de operaciones realizadas. Por último, el número de adquisiciones es menor que el de las alianzas estratégicas durante la primera oleada de operaciones, sucediendo lo contrario en la segunda.

En el sector de las telecomunicaciones, durante la década de los 80 y principios de los 90, las tecnologías de la información y las telecomunicaciones sufren continuos cambios y avances, que hacen que las operadoras de telecomunicaciones deban adaptarse a situaciones novedosas, tratando de cubrir las nuevas necesidades de los clientes (Rieck, 2002; Trillas, 2002). Este hecho lleva implícita una redefinición, tanto del contenido del negocio de estas empresas, como de su dimensión geográfica (Durán, 2001). Entre estas nuevas necesidades podemos citar, a modo de ejemplo, la comunicación masiva de datos en tiempo real, los servicios de telefonía móvil o la conexión de redes internas de empresas dispersas geográficamente. Si observamos detenidamente el Gráfico 3.2, vemos cómo, efectivamente, en este sector a partir de mediados de los años 80 también existen dos oleadas distintas de combinaciones empresariales. La primera de ellas abarca hasta 1996, año en el que cae el número total de operaciones. Durante esta primera etapa el número de alianzas estratégicas es superior al de adquisiciones. La segunda etapa comienza en 1997, año a partir del cual el número de adquisiciones supera al de alianzas, como hemos comentado previamente. Por tanto, podemos extraer como conclusión que las evidencias empíricas detectadas en otros sectores de la economía por los trabajos que estudian la formación de bloques estratégicos también se manifiestan en el sector de las telecomunicaciones.

---

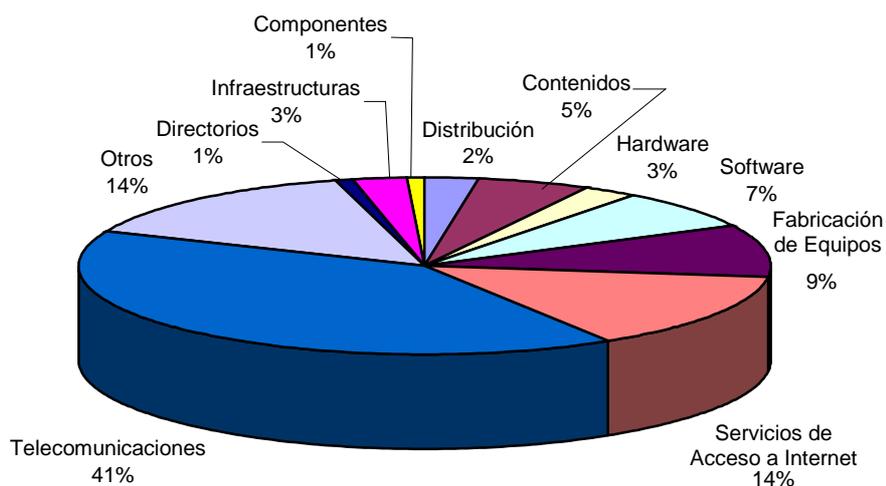
<sup>35</sup> Véase García-Pont (1999) para una revisión de las evidencias encontradas respecto de los procesos de reestructuración de diversas industrias tras la aparición de un *shock* competitivo.

III.1.2.b TENDENCIAS SECTORIALES

Dado que en nuestro trabajo analizamos las combinaciones empresariales realizadas por empresas pertenecientes a un único sector, en el estudio sectorial aquí presentado tan solo tendrá sentido mostrar las industrias hacia las que se dirigen estas compañías mediante este tipo de operaciones.

Según se refleja en el Gráfico 3.3, la mayor parte de las combinaciones empresariales realizadas por las operadoras europeas de telecomunicaciones se dirigen al propio sector. En efecto, el 41% de las combinaciones empresariales de nuestra muestra son operaciones en la propia industria. En cuanto a operaciones fuera del sector, las actividades hacia las que estas operadoras dirigen un volumen importante de operaciones son la prestación de servicios de conexión a Internet —el 14% de las operaciones—, seguido de combinaciones con empresas fabricantes de equipos telefónicos —un 9%.

GRÁFICO 3.3: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES (1379 CASOS)

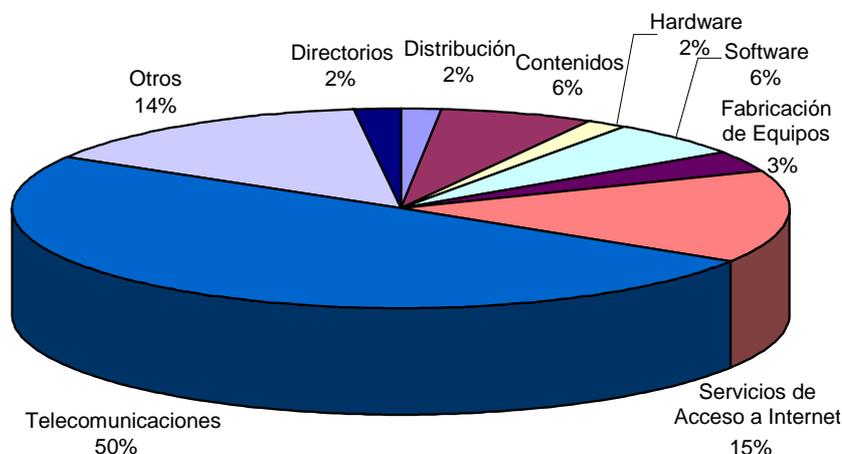


Fuente: Elaboración propia

El análisis de los sectores hacia los que se dirigen las compañías estudiadas diferenciando si lo hacen mediante adquisiciones o alianzas —Gráficos 3.4 y 3.5, respectivamente— permite apreciar cómo las adquisiciones son preferidas por las empresas para realizar operaciones dentro del mismo sector —50% de los casos frente al 33% de las alianzas.

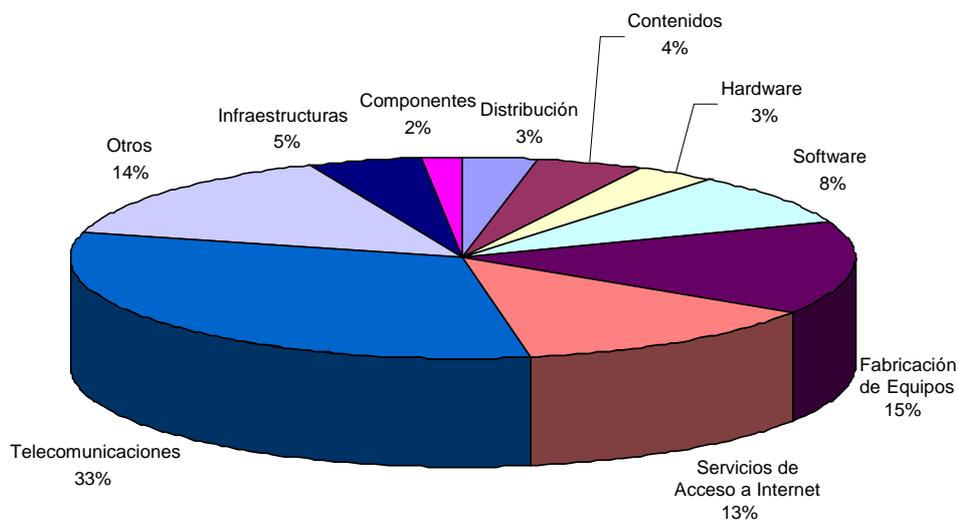
En cuanto a la selección de adquisiciones o alianzas para la entrada en otros sectores distintos al de las telecomunicaciones, podemos observar cómo las alianzas son preferidas por las empresas para dirigirse hacia el sector de la fabricación de equipos de telefonía. En efecto, el 15% del total de alianzas realizadas por las empresas de nuestro estudio se dirige hacia este sector —frente a tan sólo un 3% del total de las adquisiciones estudiadas.

GRÁFICO 3.4: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS ADQUISICIONES (643 CASOS)



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 3.5: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS ALIANZAS ESTRATÉGICAS (736 CASOS)



Fuente: Elaboración propia

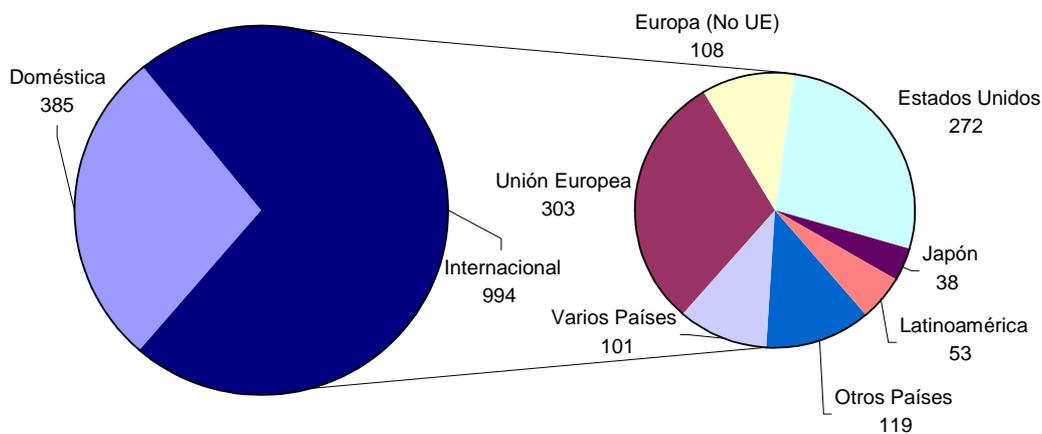
Por último, otros sectores hacia los que las operadoras se dirigen mediante combinaciones empresariales son el informático —tanto la fabricación de equipos como el desarrollo del software— o el de distribución de equipos de comunicaciones, entre otros. Todos estos sectores están en mayor o menor medida relacionados con el sector de las telecomunicaciones, lo cual indica que tras estas operaciones de diversificación se encuentra el deseo de rentabilizar al máximo los recursos acumulados en esta industria, explotándolos junto a otros recursos acumulados en otras industrias.

### III.1.2.c TENDENCIAS GEOGRÁFICAS SEGÚN LA NACIONALIDAD DE LAS EMPRESAS

A partir de los datos recogidos en nuestra muestra hemos agrupado las combinaciones empresariales en dos categorías en función de la nacionalidad de las empresas implicadas: operaciones domésticas —en las que todas las empresas pertenecen a un mismo país— y operaciones internacionales —aquéllas en las que al menos una compañía pertenece a un país distinto de las demás. Como se muestra en el

Gráfico 3.6, existe un claro predominio de las operaciones internacionales —aproximadamente un 73% de todas las que componen nuestra muestra.

**GRÁFICO 3.6: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS COMBINACIONES EMPRESARIALES EN FUNCIÓN DE LA NACIONALIDAD DE LAS EMPRESAS (1379 CASOS)**



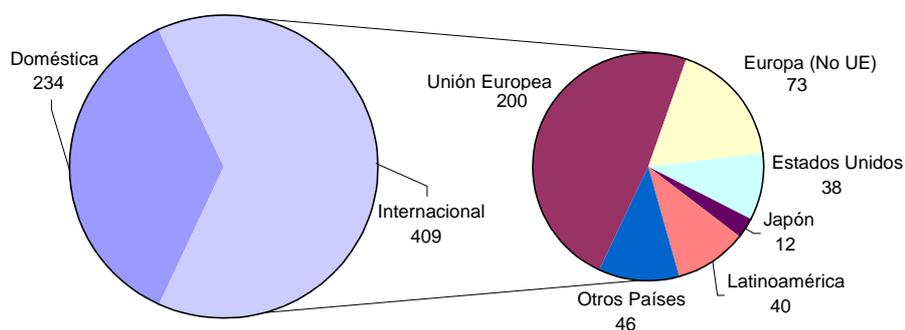
Fuente: Elaboración propia

Asimismo, dividiendo nuestra base de datos según que el tipo de combinación empresarial se trate de una adquisición o una alianza —resultados que presentamos en los Gráficos 3.7 y 3.8, respectivamente— podemos observar cómo el peso de las operaciones internacionales sobre el total de operaciones es mucho mayor en el caso de las alianzas. Así, el 80% de las alianzas son internacionales frente al 64% que suponen las adquisiciones de este tipo. En este sentido, cabe señalar que si bien el porcentaje de alianzas internacionales de nuestra base de datos es similar al de otros estudios empíricos previos<sup>36</sup>, el porcentaje de adquisiciones internacionales es más elevado que el recogido en otros trabajos. No obstante, Hitt *et al.* (2001) señalan que el papel de las

<sup>36</sup> Véase García-Canal (1999) para una revisión de estos trabajos.

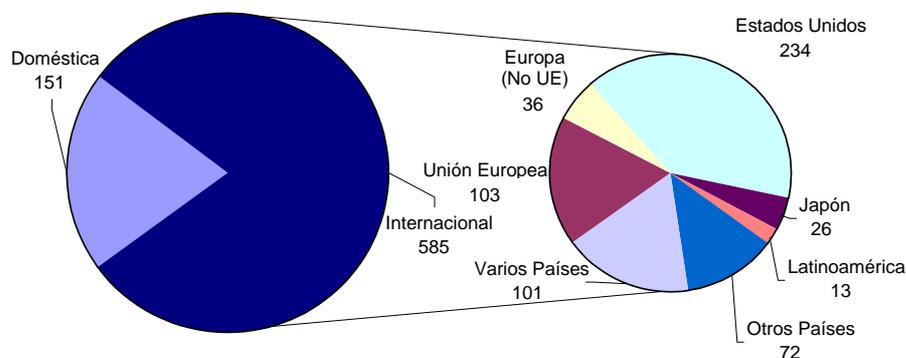
adquisiciones internacionales durante la segunda mitad de los 90 ha cobrado mucha importancia respecto a las adquisiciones domésticas, sobre todo en aquellos sectores que se han visto sometidos a procesos de reestructuración y globalización. Esta podría ser la causa de que el porcentaje de adquisiciones internacionales en nuestra muestra sea relativamente elevado, al tratarse de operaciones realizadas por empresas de un sector —el de las telecomunicaciones— que ha sufrido una globalización y una reordenación de la competencia muy marcadas.

GRÁFICO 3.7: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS ADQUISICIONES EN FUNCIÓN DE LA NACIONALIDAD DE LA EMPRESA OBJETIVO (643 CASOS)



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 3.8: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS ALIANZAS EN FUNCIÓN DE LA NACIONALIDAD DE LOS SOCIOS (736 CASOS)



Fuente: Elaboración propia

Centrándonos ahora en los países de las empresas que compran o con las que se alían las compañías de nuestra base, vemos el mayor peso que tienen las adquisiciones de empresas de la Unión Europea sobre el total de adquisiciones internacionales —casi el 50% de operaciones de este tipo suponen la compra de empresas de estos países—, seguidas de las compras de compañías estadounidenses. Sin embargo, en el caso de las alianzas, el mayor número de acuerdos internacionales se firma con empresas norteamericanas —aproximadamente un 40%—, seguidos de los acuerdos firmados con socios de la Unión Europea. Nuestros resultados son congruentes con los encontrados por Morris y Hergert (1987) y por los estudios revisados por García-Canal (1999), en los que se pone de manifiesto que la mayor parte de alianzas formadas por empresas de la Unión Europea se realizan con socios de otros países, prefiriendo socios no europeos e inclinándose por combinar sus actividades con compañías norteamericanas antes que japonesas. En efecto, vemos cómo en nuestra muestra las alianzas internacionales con socios japoneses no llegan a un 5%.

Finalmente, si consideramos conjuntamente las operaciones realizadas con compañías pertenecientes a la Triada —Unión Europea, Estados Unidos y Japón—,

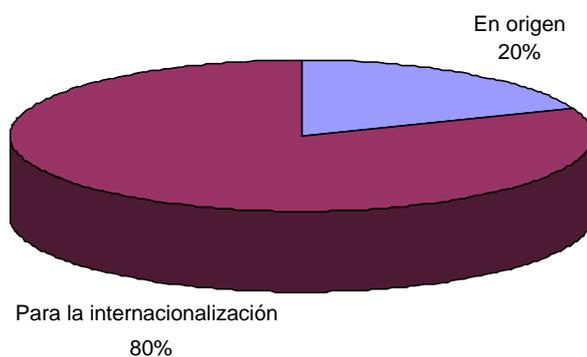
observamos que más del 60%, tanto de las adquisiciones como de las alianzas, se realizan con empresas pertenecientes a este grupo.

#### III.1.2.d TENDENCIAS GEOGRÁFICAS SEGÚN EL ÁMBITO DE LA OPERACIÓN

El estudio descriptivo de las operaciones recogidas en nuestra base en relación con esta variable solamente lo hemos podido realizar sobre la submuestra de alianzas, ya que no ha sido posible acceder a información completa sobre el ámbito geográfico al que se dirigen las adquisiciones —el país o países en los que la empresa objetivo está implantada— de muchas de las empresas de nuestra muestra.

En primer lugar, hemos dividido nuestra base de alianzas en función de si se dirigen al país de origen del socio que las realiza —denominadas alianzas en origen— o si su ámbito geográfico es internacional —alianzas para la internacionalización. En el Gráfico 3.9 se observa que la mayoría de las alianzas permiten a las empresas que las realizan coordinar actividades en países distintos al de origen.

GRÁFICO: 3.9: ÁMBITO GEOGRÁFICO DE LAS ALIANZAS ESTRATÉGICAS  
(736 CASOS)

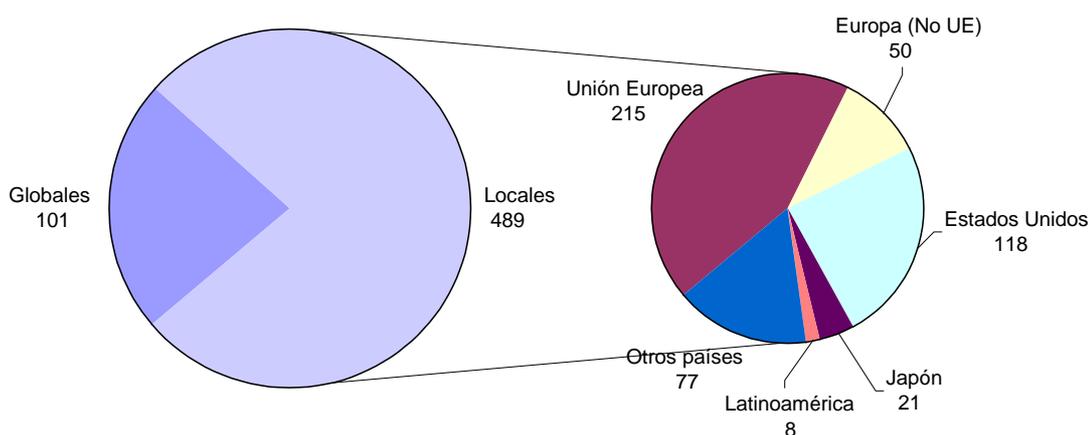


Fuente: Elaboración propia

A continuación, hemos dividido las alianzas para la internacionalización en función de su alcance geográfico. Para ello, hemos seguido la clasificación de García-Canal y Valdés (1997)<sup>37</sup>, si bien no hemos considerado la nacionalidad de los socios, con lo que hemos definido alianzas locales como aquéllas que permiten entrar en un único país distinto al del socio europeo que realiza la alianza; y como alianzas globales, aquéllas creadas para coordinar la actuación de los socios en varios países.

De las operaciones para la internacionalización —como se recoge en el Gráfico 3.10— la mayor parte de ellas son alianzas locales. En efecto, poco más del 17% de los casos suponen alianzas dirigidas a coordinar actividades en más de un país —globales. En cuanto a los acuerdos locales, apreciamos cómo, tanto la Unión Europea como Estados Unidos, se presentan como los dos destinos hacia los que, con más frecuencia, se dirigen las alianzas.

GRÁFICO 3.10: ÁMBITO GEOGRÁFICO DE LAS ALIANZAS PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN (590 CASOS)



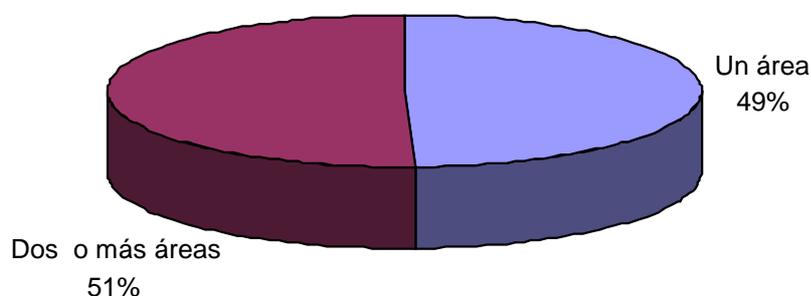
Fuente: Elaboración propia

<sup>37</sup> Descrita en el apartado I.1.4.d —capítulo I— de este trabajo.

Finalmente, en el Gráfico 3.11 podemos observar cómo cuando el ámbito geográfico de las alianzas engloba a más de un país, es decir, cuando las alianzas son globales, aproximadamente la mitad de estos acuerdos permiten a las empresas que los acometen realizar operaciones en más de un área geográfica —el 51% de los casos. Este resultado es algo más elevado que los encontrados en otros estudios como Vidal (1999), quien encuentra que el 25% de las alianzas globales suscritas por empresas españolas pretenden desarrollar su actuación en más de un área geográfica. No obstante, debemos tener en cuenta que las alianzas de nuestra muestra son específicas de un sector, el cual está caracterizado, como hemos apuntado en múltiples ocasiones, por una creciente globalización que lo hace más propicio para competir en un ámbito geográfico más amplio.

En cuanto a los acuerdos que sólo se dirigen hacia un área geográfica, la Unión Europea se presenta como el área objetivo más relevante, con 39 casos de un total de 50. La preferencia por la Unión Europea como área de destino de las alianzas ya había sido puesta de manifiesto para el caso español en trabajos como Rialp y Rialp (1996), quien muestra que cuando el acuerdo de cooperación suscrito por la empresa española pretende desarrollar su actividad en varios países, éstos son normalmente de la Unión Europea —un 69% de los casos.

GRÁFICO 3.11: ÁMBITO GEOGRÁFICO DE LAS ALIANZAS GLOBALES  
(101 CASOS)



Fuente: Elaboración propia

## **III.2 ANÁLISIS DE LA REACCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES ANTE LA FORMACIÓN DE COMBINACIONES EMPRESARIALES**

Una vez analizados los principales rasgos distintivos de las combinaciones empresariales realizadas por las empresas europeas del sector de las telecomunicaciones, en el presente epígrafe examinamos la repercusión de la realización de tales combinaciones sobre la rentabilidad anormal de las empresas que las llevan a cabo. De este modo, se contrasta si, efectivamente, éstas crean riqueza para los accionistas de las compañías.

Según se ha mencionado anteriormente, para contrastar la hipótesis relativa a la creación de valor utilizamos la metodología del estudio de acontecimientos. Esta metodología ha sido empleada, tradicionalmente, en el área de Finanzas para determinar el efecto de ciertos sucesos sobre la rentabilidad de las acciones de la empresa. En el campo de la Dirección de Empresas su utilización ha sido mucho menor, si bien se observa en la actualidad una tendencia creciente a utilizar el estudio de acontecimientos para valorar decisiones de tipo estratégico<sup>38</sup>.

### **III.2.1 Metodología de análisis**

La metodología utilizada en el análisis de la creación de valor en las combinaciones empresariales consiste en el estudio de acontecimientos, cuyo objetivo es determinar la reacción en el precio de los activos financieros ante el anuncio de determinados hechos relevantes, siguiendo el procedimiento de Dodd y Warner (1983). Los estudios de acontecimientos o sucesos se centran en analizar el comportamiento del precio de las acciones de las empresas el día en que se hace público un suceso relevante —por ejemplo, el anuncio de una combinación empresarial—, tratando de aislar la reacción específica —rentabilidad anormal— asociada a ese suceso, la cual aproxima una valoración de las consecuencias a largo plazo que el mismo tendrá sobre la

---

<sup>38</sup> El trabajo de McWilliams y Siegel (1997) presenta una revisión del empleo de esta metodología en el análisis de decisiones de tipo estratégico.

compañía (Fama, 1970; McConnell y Muscarella, 1985). En este sentido, la hipótesis nula asume la no existencia de rentabilidades anormales. Estas rentabilidades en exceso o anormales se definen como la diferencia entre la rentabilidad realmente observada y la esperada según el modelo, en un período temporal situado en torno al anuncio de un suceso determinado. Si la evidencia empírica rechaza dicha hipótesis, lo que implica la existencia de rentabilidades en exceso estadísticamente significativas, la magnitud de tales comportamientos anormales del título alrededor del momento en que, efectivamente, ocurre el suceso, constituirá una medida del impacto del mismo sobre la riqueza de los accionistas de la empresa afectada<sup>39</sup>.

La aplicación de esta metodología al análisis de la reacción del valor de la empresa ante anuncios referidos a la realización de combinaciones empresariales conlleva seguir una serie de pasos:

- Identificar con exactitud las fechas de los anuncios de la combinación empresarial.
- Calcular las rentabilidades anormales de las acciones en torno a la fecha del anuncio para todas las combinaciones empresariales identificadas.

Las fechas del anuncio de las operaciones se obtuvieron, como ya hemos descrito previamente, de la base de datos SDC. No obstante, trabajos como Low (2001) o Reuer *et al.* (2001) han puesto de manifiesto que la fecha que figura en dicha base no siempre coincide con el primer día en que se hace pública la noticia sobre la realización de una combinación empresarial. Con el fin de subsanar esto, dado que la correcta medida de dicha fecha es crucial para una adecuada aplicación de la metodología de acontecimientos, se han verificado individualmente todas las fechas de las observaciones utilizadas mediante búsquedas sistemáticas en la base de datos *Lexis-Nexis*. Esta base está formada por noticias aparecidas en la prensa mundial sobre todo tipo de hechos relevantes, no sólo en el ámbito empresarial, sino también en otros campos más alejados, como la medicina o la biología. En dicha base de datos, nosotros

---

<sup>39</sup> La hipótesis de eficiencia del mercado en su forma semifuerte implica que el precio de las acciones refleja toda la información pública (Fama, 1970), por lo que la existencia de rentabilidades anormales en exceso en torno al anuncio de un suceso, o acontecimiento, reflejará su impacto sobre los títulos de la empresa.

nos centramos en las noticias publicadas por la prensa especializada más importante de cada país<sup>40</sup>, así como por fuentes de noticias de reconocido prestigio internacional, como es el caso de la agencia *Reuters*, *Bloomberg*, *AFX News* o *Extel Examiner*, entre otras.

La selección final de la muestra de anuncios a utilizar se ha realizado eliminando todas las operaciones para las que en un período comprendido entre cinco días antes y cinco días después de su anuncio, estuvieran acompañadas de noticias sobre la entrega de dividendos, operaciones de capital, contratos con el Estado, reestructuración del personal o de ejecutivos de las empresas, u otras operaciones que pudiesen afectar a la rentabilidad anormal y que fuesen ajenas al propio anuncio objeto de estudio. Para llevar a cabo esta fase se ha vuelto a utilizar la base de noticias *Lexis-Nexis*. Ello se ha realizado para evitar que la transmisión de información motivada por alguno de esos otros anuncios mencionados incidiera sobre el análisis y pudiera contaminar el efecto específico derivado de la realización de una combinación. Asimismo, se eliminaron aquellos anuncios para los que la empresa había comenzado a cotizar poco antes del anuncio, puesto que no se disponía de suficientes días para realizar la estimación de los parámetros característicos de la empresa. Una vez realizado este filtro, la muestra inicial de 1379 combinaciones empresariales quedó reducida a un total de 643, dividida en 271 adquisiciones y 372 alianzas<sup>41</sup>.

Para estimar las rentabilidades anormales del precio de un título ante el anuncio de un suceso determinado es necesario elegir entre la utilización de datos de

---

<sup>40</sup> En concreto, las publicaciones de cada país consultadas al efecto ha sido las siguientes: Alemania: *Boersen Zeitung*, *Frankfurter Allgemeine*, *Handelsblatt*, *Lebensmittel Zeitung*, *Der Spiegel*, *Die Welt* y *Die Zeit*; Austria: *Die Presse* y *Wirtschaftsblatt*; Bélgica: *De Financieel-Economische Tijd* y *Echo*; Dinamarca: *Borsen*, *De Volkskrant*, *Nordic Business Report* y *Politken Weekly*; España: *El Mundo*, *El País*, *Expansión* y *Gaceta de los Negocios*; Finlandia: *Helsingin Sanomat*; Francia: *Echo de la Bourse*, *La Tribune* y *Tribune Desfosses*; Grecia: *Kerdos*; Holanda: *Het Financieele Dagblad*, *Pakblad*, *Fem de Week*, *De Volkskrant* y *De Telegraaf*; Italia: *Corriere della Sera*, *Il Giornale* e *Il Sole 24 Ore*; Irlanda: *Business Telegraph*, y *AAP News*; Luxemburgo: *De Financieel-Economische Tijd*; Portugal: *Diario de Noticias*; Reino Unido: *The Business*, *Business a.m.*, *Financial Times*, *International Financial Adviser*, *Investment Adviser* y *Lloyd's List*; Suecia: *Dagens Industri* y *Svenska Dagbladet*.

<sup>41</sup> Las 1379 combinaciones —643 adquisiciones y 736 alianzas— dieron lugar a 1473 acontecimientos, debido a que consideramos un acontecimiento como el anuncio de la realización de una combinación empresarial por una operadora de telecomunicaciones de la Unión Europea. Dado que en algunas alianzas encontradas más de un socio era europeo, estas alianzas han dado lugar a más de un acontecimiento. En concreto, el número total de acontecimientos de este tipo fueron 830.

rentabilidades mensuales o diarios para estimar la rentabilidad esperada y, con ella, la rentabilidad en exceso<sup>42</sup>. Asimismo, es preciso elegir un modelo a través del que se van a generar estimaciones de las rentabilidades esperadas.

En este trabajo se ha optado por utilizar datos de rentabilidades diarias<sup>43</sup> porque presentan ciertas ventajas. Así, en primer lugar, permiten identificar un único día como el anuncio de un acontecimiento, en vez de un mes, con lo que la probabilidad de coincidencia de varios anuncios simultáneos en el intervalo temporal elegido disminuye. Ello determina, a su vez, que disminuya, para un cierto período de tiempo, la probabilidad de observación de rentabilidades en exceso determinadas por varios factores coincidentes, lo que podría originar correlaciones entre las distintas rentabilidades de la muestra de anuncios considerados. En segundo lugar, la utilización de datos de rentabilidades diarias permite identificar, con mayor facilidad, posibles anuncios simultáneos en el tiempo debidos a otros sucesos, por lo que se elimina el efecto de estos últimos. En tercer lugar, el uso de datos diarios permite concentrar la reacción del mercado ante un suceso determinado en un intervalo temporal más pequeño en torno a su anuncio. Por último, la frecuencia de rechazo de la hipótesis nula —cuando hay rentabilidades anormales en torno al día del anuncio de un suceso— es sensiblemente mayor si se utilizan datos de rentabilidades diarias que si el estudio se hace con datos mensuales (Brown y Warner, 1985)<sup>44</sup>.

Con todo, la utilización de datos de rentabilidades diarias también plantea una serie de problemas. Así, los datos diarios difieren en mayor medida de la normalidad que los datos mensuales. La no normalidad de los datos de rentabilidades diarias de un título y, en consecuencia, la de los excesos diarios, no tiene, sin embargo, un impacto obvio en la metodología de sucesos si la muestra de anuncios del suceso es lo suficientemente grande. En ese caso, aunque los datos no sigan una distribución normal,

---

<sup>42</sup> Véase Brown y Warner (1985) para un análisis de los estudios de acontecimientos que utilizan, respectivamente, datos mensuales o diarios.

<sup>43</sup> Las cotizaciones diarias de las entidades que componen la muestra y el índice de mercado para cada uno de los países estudiados se han obtenido de la base de datos *DataStream*.

<sup>44</sup> Brown y Warner (1985) muestran que la frecuencia de rechazo de la hipótesis nula en presencia de rentabilidades anormales de un 1% en el día del anuncio del suceso, es tres veces superior cuando se utilizan datos de rentabilidades diarias que cuando se emplean datos de rentabilidades mensuales.

la media de los distintos anuncios o títulos sí que converge a la normalidad a medida que aumenta el tamaño de la muestra (Brown y Warner, 1985). Adicionalmente, los datos de rentabilidades diarias pueden presentar otros problemas, como que la estimación de los parámetros del modelo de mercado puede estar sesgada si existen problemas de contratación infrecuente de los títulos<sup>45</sup>. A su vez, el sesgo puede ser debido a la dependencia serial y transversal de los excesos de rentabilidad, así como a una falta de estacionalidad en la varianza<sup>46</sup>. Pese a ello, según se ha señalado anteriormente, en este trabajo se ha optado por utilizar datos de rentabilidades diarias.

A continuación, se expone la metodología de sucesos empleada. La respuesta en el precio de las acciones en torno a los días de anuncio de combinación empresarial se analiza a partir del cálculo de la rentabilidad anormal, que se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida en un día determinado y la rentabilidad esperada, que se calcula tomando como base alguno de los modelos de valoración de activos financieros con riesgo<sup>47</sup>.

$$RA_{kt} = R_{kt} - \tilde{R}_{kt} \quad [3.1]$$

siendo:

$RA_{kt}$ : la rentabilidad residual, en exceso o anormal, de la acción  $k$  en el día  $t$ .

$R_{kt}$ : la rentabilidad obtenida realmente por la acción  $k$  en el día  $t$ , una vez corregida por dividendos y ampliaciones de capital.

$\tilde{R}_{kt}$ : la rentabilidad esperada de la acción  $k$  en el día  $t$ , calculada tomando como base alguno de los modelos de valoración de activos con riesgo.

---

<sup>45</sup> Si bien esto no ocurre en las empresas de nuestra muestra.

<sup>46</sup> Véase Brown y Warner (1985) para una descripción de los problemas asociados al uso de rentabilidades diarias.

<sup>47</sup> Las rentabilidades anormales se han calculado aplicando un procedimiento similar al utilizado en los trabajos de Dodd (1980) y Dodd y Warner (1983).

Las rentabilidades diarias esperadas se estimaron a partir del modelo de mercado de Sharpe<sup>48</sup> (1964), que plantea una relación lineal entre la rentabilidad del activo financiero y la rentabilidad de la cartera de mercado:

$$\tilde{R}_{kt} = \alpha_k + \beta_k \tilde{R}_{mt} + \tilde{\varepsilon}_{kt} \quad [3.2]$$

siendo:

$\tilde{R}_{kt}$ : una variable aleatoria que representa la rentabilidad que ofrecerá el título  $k$  en el día  $t$ , que depende linealmente de  $\tilde{R}_{mt}$ .

$\tilde{R}_{mt}$ : la rentabilidad de la cartera de mercado en el día  $t$ , calculada a partir de la variación del índice general construido por *DataStream* para cada país<sup>49</sup>.

$\alpha_k$ : un parámetro del modelo que recoge el rendimiento del título  $k$  que no es debido a variaciones en el mercado.

$\beta_k$ : el riesgo sistemático, no diversificable o de mercado, del título  $k$ ; y  $\beta_k \tilde{R}_{mt}$  mide la rentabilidad del título  $k$  que depende de las variaciones en la rentabilidad de la cartera de mercado.

---

<sup>48</sup> Otras posibilidades pasan por utilizar modelos como el “*Zero-Beta Capital Asset Pricing Model*”, “*Arbitraje Pricing Model*” —APM— o rentabilidades medias ajustadas. Brown y Weinstein (1985) plantean la utilización del modelo APM para los estudios de acontecimientos reportando una mejora únicamente marginal sobre el modelo de mercado. Asimismo, Brown y Warner (1985) muestran que la utilización de la rentabilidad media ajustada, utilizada, por ejemplo, por Slovin *et al.* (1990), puede ser tan adecuada como el modelo de mercado para la medida de las rentabilidades esperadas.

<sup>49</sup> *DataStream* construye un índice de mercado utilizando los mismos criterios para cada país. En concreto, considera las empresas pertenecientes a los principales índices de cada país e incluye otras empresas que, aun no estando en dichos índices, tienen un volumen de negocio relevante. El total de empresas consideradas varía de un país a otro, estando la media en torno a 120 empresas. Otras de las principales ventajas de este índice es que tiene en cuenta cualquier operación de capital que las empresas incluidas en el índice hayan llevado a cabo, actualizando en su caso su valor. Así, la composición de los índices no se ve afectada ni por operaciones de capital, ni por el país para el que se haya creado ni por el pago de dividendos. De esta forma, se asegura que dicha composición no afecte a los resultados que se extraigan posteriormente.

$\tilde{\varepsilon}_{kt}$ : el error aleatorio del modelo de regresión, su variabilidad representa el riesgo único, específico o diversificable, que es aquella parte de la variabilidad del rendimiento del título que no depende del mercado, sino de factores propios del título  $k$ .

La estimación del modelo de mercado se realizó utilizando datos de un intervalo de 180 días que tenía su comienzo 200 días antes de la fecha del anuncio ( $t = -200$ ) y finalizaba 21 días antes de esa misma fecha ( $t = -21$ )<sup>50</sup>. La exclusión de los veinte días anteriores al anuncio, para estimar el modelo de mercado, trata de eliminar aquellos datos que pudieran estar afectados por el suceso y cuya inclusión pudieran llevar a infraestimar las rentabilidades anormales, al estar el efecto del anuncio parcialmente incorporado en las rentabilidades esperadas.

Las rentabilidades anormales experimentadas por las acciones en torno a los días del anuncio de las combinaciones empresariales, se miden como la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida y la rentabilidad esperada según el modelo de mercado:

$$RA_{kt} = R_{kt} - (\alpha_k + \beta_k \tilde{R}_{mt}) \quad [3.3]$$

donde  $RA_{kt}$  es la rentabilidad residual, en exceso o anormal, del título  $k$  en el día  $t$ .

Estas rentabilidades anormales son calculadas para cada uno de los días que componen la ventana del período de estudio —*event window*— cuyos extremos se representan como (a,b). El exceso de rentabilidad acumulado se obtiene para cada título, agregando las rentabilidades anormales de los días en que tiene lugar la mayor reacción del precio de las acciones. Las reacciones experimentadas por el precio de las acciones en el caso europeo lleva a calcular las rentabilidades anormales en diferentes períodos, todos ellos comprendidos entre  $a = -20$  y  $b = +20$ , al ser éste el período de tiempo en el que se concentran las mayores reacciones en el precio de las acciones ante los acontecimientos analizados, aunque en muchos casos la mayor respuesta del mercado se concentra en el intervalo (-3,3).

---

<sup>50</sup> Siendo  $t = 0$  el primer día en el que aparece información en *Lexis-Nexis* sobre la operación.

El exceso de rentabilidad acumulado medio se calcula para la muestra de acontecimientos considerados, según la expresión siguiente:

$$\overline{RA}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N RA_{jt} \quad [3.4]$$

siendo  $N$  el número de combinaciones empresariales identificadas.

$$\overline{CAR} = \sum_{t=a}^b \overline{RA}_t \quad [3.5]$$

Las expresiones [3.4] y [3.5] recogen la rentabilidad anormal media y la rentabilidad anormal media acumulada, respectivamente. En caso de que no exista efecto alguno del hecho considerado como relevante sobre la rentabilidad de las acciones de la empresa, tanto el valor esperado de la rentabilidad anormal —dado por la ecuación [3.4]—, como el valor esperado de la rentabilidad anormal acumulada —ecuación [3.5]— deberían ser cero. Cualquier desviación de cero será debida, en un mercado eficiente, al efecto de la nueva información transmitida en el momento  $t$ .

El estadístico utilizado para contrastar la hipótesis nula, de que la rentabilidad anormal acumulada durante los días en torno al evento es igual a cero, se obtiene realizando los pasos que a continuación se detallan (Dodd y Warner, 1983). En primer lugar, y con la finalidad de obtener muestras idénticamente distribuidas, se normalizaron los excesos de rentabilidad diarios para cada acción, utilizando la desviación típica de cada uno de ellos<sup>51</sup>, esto es:

$$SRA_{jt} = \frac{RA_{jt}}{S_{jt}} \quad [3.6]$$

donde

---

<sup>51</sup> La desviación típica se obtiene ajustando la varianza residual de cada valor durante el período de estimación por la longitud de dicho período y por la posibilidad de un cambio en la varianza del rendimiento del mercado durante el período del acontecimiento.

$$S_{jt} = \left\{ V_j^2 \left[ 1 + \frac{1}{ED} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{i=1}^{ED} (R_{mi} - \bar{R}_m)^2} \right] \right\}^{1/2} \quad [3.7]$$

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 este período, esto es, 180 días;  $\bar{R}_m$  es la rentabilidad media de la cartera de mercado durante el período de estimación y  $R_{mt}$  es la rentabilidad proporcionada por la cartera de mercado en el día  $t$ . A continuación, para cada título  $k$  se suman las rentabilidades anormales normalizadas experimentadas entre los días  $t = a$  y  $t = b$  que rodean al anuncio del hecho considerado como relevante para obtener de forma normalizada la rentabilidad anormal acumulada:

$$SRAC_j = \sum_{t=a}^b \frac{SRA_{jt}}{\sqrt{b-a+1}} \quad [3.8]$$

Teniendo en cuenta que los excesos de rentabilidad diarios se suponen normales, podemos contrastar si el promedio de las rentabilidades anormales acumuladas es estadísticamente significativo y distinto de cero, utilizando el siguiente estadístico  $Z$ , que sigue una distribución normal de media nula y desviación típica igual a la unidad.

$$Z = \sqrt{N} \left( SRAC_{jt} \right) \quad [3.9]$$

### III.2.2 Resultados obtenidos

El primer paso para analizar la creación de valor fue comprobar la rentabilidad anormal experimentada por las acciones de las empresas ante el anuncio de la realización de una combinación empresarial. Esta reacción en el precio de las acciones de las empresas consideradas se presenta en el Cuadro 3.1. Los resultados obtenidos muestran rentabilidades anormales negativas, tanto en el día del anuncio de la operación, como en los días más próximos.

CUADRO 3.1: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE COMBINACIONES EMPRESARIALES (N=643)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,02	-1,3753*	46,2
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,32	-1,8141**	44,9
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,22	-2,3911***	44,8
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,04	-0,7918	47,9

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Las acciones de las empresas que llevan a cabo combinaciones empresariales muestran una rentabilidad anormal negativa el día del anuncio —RA<sub>0</sub>— de -0'02% rechazándose la hipótesis nula de que esta rentabilidad anormal sea igual a cero para un nivel de confianza superior al 90% —estadístico Z = -1,3753. Asimismo, podemos apreciar cómo para los principales intervalos de acumulación de rentabilidades anormales se conserva el signo negativo de dicho resultado, con niveles de confianza superiores al 95%, salvo para el intervalo comprendido entre el día anterior y el siguiente al día del anuncio de la combinación. En especial, observamos cómo las rentabilidades anormales de las empresas que efectúan una combinación empresarial, acumuladas desde 3 días antes del anuncio de la operación hasta 3 días después —CAR<sub>-3,3</sub>—, así como desde 2 días antes del anuncio hasta 2 días después —CAR<sub>-2,2</sub>— son negativas (-0,32% y -0,22, respectivamente) y estadísticamente significativas para intervalos de confianza que oscilan entre el 95% y el 99%.

A continuación, con el objeto de determinar las posibles diferencias existentes entre ambos tipos de combinación, se procedió a calcular las rentabilidades anormales para las submuestras de adquisiciones y alianzas de forma separada. Los resultados se

presentan en los Cuadros 3.2 y 3.3, respectivamente. Así, las adquisiciones presentan, en término medio, una rentabilidad anormal negativa y significativa para los principales intervalos de acumulación. En concreto, las rentabilidades anormales acumuladas en los intervalos centrados previamente comentados — $CAR_{-3,3}$ ,  $CAR_{-2,2}$  y  $CAR_{-1,1}$ — son de un  $-0,31\%$ ,  $-0,16\%$  y  $-0,02\%$ , respectivamente, con niveles de confianza que en todo caso son superiores al 95%. Estos resultados son congruentes con los encontrados en otros estudios sobre creación de valor en adquisiciones como Chatterjee *et al.* (1992), Datta y Puia (1995), Subrahmanyam *et al.* (1997), Frame y Lastrapes (1998), Emery y Switzer (1999), Brooks *et al.* (2000) o Shelton (2000). No obstante, existen otros trabajos que encuentran resultados que contradicen a los primeros —Cornett y De (1991), Morck y Yeung (1992), Cakici *et al.* (1996), Eckbo y Thorburn (2000) o Kallunki *et al.* (2001), entre otros— e incluso que no llegan a encontrar evidencias empíricas claras en una u otra dirección, como es el caso de Stulz *et al.* (1990), Manzon *et al.* (1994), Rad y Van Beek (1999), Fernández y Gómez (1999) o Seth *et al.* (2000)<sup>52</sup>.

CUADRO 3.2: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES (N=271)

	Rentabilidad Anormal (%)	Z	Casos Positivos (%)
$RA_0$	-0,03	-0,6600	45,4
$CAR_{-3,3}$	-0,31	-1,9199**	42,8
$CAR_{-2,2}$	-0,16	-2,2003**	42,1
$CAR_{-1,1}$	-0,02	-1,7509**	47,2

\*  $p < 0,1$     \*\*  $p < 0,05$     \*\*\*  $p < 0,01$

Fuente: Elaboración propia

<sup>52</sup> En el capítulo primero —sección I.3— se pasa revista detenidamente a los resultados de los estudios empíricos previos.

Los resultados para la submuestra de alianzas estratégicas, recogidos en el Cuadro 3.3, sólo son significativos para el intervalo de acumulación comprendido entre dos días antes y dos días después del anuncio del acuerdo —CAR<sub>-2,2</sub>— con una rentabilidad anormal negativa, por término medio, de -0,28% y para un nivel de confianza del 90%. Estos resultados, vienen a confirmar lo que ya decíamos en el capítulo I de este trabajo. Las evidencias empíricas del efecto de la realización de una alianza sobre la creación de valor son mixtas y, si bien existe un mayor número de trabajos que encuentran un efecto positivo y significativo del anuncio del acuerdo sobre la rentabilidad de las empresas que lo realizan, existen algunos trabajos que evidencian un efecto no significativo e incluso negativo. Finalmente, observamos cómo la reacción de los mercados de capitales es superior para el caso de las alianzas frente a las adquisiciones. En efecto, para el mismo intervalo de acumulación —CAR<sub>-2,2</sub>— las acciones de las empresas que anuncian una adquisición experimentan, por término medio, una rentabilidad anormal negativa de un -0,16% —para un nivel de confianza superior al 95%—, frente al -0,28% comentado para el caso de las alianzas.

CUADRO 3.3: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS (N=372)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,02	-0,0746	46,5
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,34	-0,8251	46,2
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,28	-1,3257*	46,5
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,06	-0,3565	48,1

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Una vez estudiada la rentabilidad anormal asociada a adquisiciones y alianzas, siguiendo el mismo esquema del estudio descriptivo realizado en el subepígrafe III.1.2 de este capítulo, presentamos, en los apartados siguientes, la rentabilidad anormal media de varias submuestras de adquisiciones y alianzas con ciertas características homogéneas, con el fin de analizar si existen diferencias en el comportamiento del mercado ante el anuncio de cada tipo de operación.

#### III.2.2.a SEGÚN EL TIPO DE OPERACIÓN

Dividiendo la muestra de adquisiciones en totales, parciales y de acumulación, y calculando la rentabilidad anormal asociada al anuncio de cada tipo de adquisición —los resultados se recogen en los Cuadros 3.4, 3.5 y 3.6, respectivamente— observamos cómo el mercado penaliza las compras parciales. En efecto, este tipo de adquisiciones presenta, por término medio, una rentabilidad anormal negativa para los principales intervalos de acumulación, siendo este resultado significativo para niveles de confianza que, en todo caso, superan el 90%. Este resultado podría ser explicado teniendo en cuenta el argumento de López-Duarte y García-Canal (2002), quienes encuentran evidencias respecto a que en las adquisiciones parciales los problemas de integración de las culturas de las empresas adquirente y objetivo son mayores que en las totales, debido a que en las primeras existe un socio en el capital de la empresa adquirida con el que la adquirente debe negociar la forma en que se desarrollará la integración.

CUADRO 3.4: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES TOTALES (N=82)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	0,31	0,7291	47,6
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	1,24	-0,3404	40,2
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	1,51	0,2153	45,1
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	0,86	0,0517	47,6

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.5: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES PARCIALES (N=113)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,14	-1,0004	47,6
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,95	-1,4713*	44,2
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,93	-2,4687***	38,1
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,38	-2,0158**	48,7

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.6: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE  
ADQUISICIONES DE ACUMULACIÓN (N=76)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,22	-0,4999	47,6
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-1,02	-1,3039*	43,4
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,80	-1,2353	44,7
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,42	-0,6875	44,7

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Los resultados obtenidos en las submuestras de acuerdos contractuales y empresas conjuntas —recogidos en los Cuadros 3.7 y 3.8, respectivamente— indican que el mercado no parece reaccionar de forma distinta ante ambos tipos de acuerdos.

CUADRO 3.7: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE  
ACUERDOS CONTRACTUALES (N=185)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,01	-0,3267	45,4
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,25	-0,7143	45,9
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,20	-0,8114	49,2
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,07	-0,2325	48,6

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.8: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE  
EMPRESAS CONJUNTAS (N=187)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,03	0,4302	47,6
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,44	-0,4532	46,5
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,36	-1,0627	43,9
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,06	0,7340	47,6

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

### III.2.2.b SEGÚN EL SECTOR AL QUE SE DIRIGE LA COMBINACIÓN

A continuación, presentamos el estudio de la rentabilidad anormal en función del sector al que se dirigen las combinaciones empresariales. En los Cuadros 3.9 y 3.10 se recogen los resultados de este estudio para el caso de las adquisiciones. Estos resultados indican que los accionistas de las empresas que llevan a cabo adquisiciones en otros sectores distintos al de origen sufren, en promedio, pérdidas que oscilan entre el -0,63% y el -1,26% —dependiendo del intervalo de acumulación de rentabilidades considerado— estadísticamente significativas para un nivel de confianza superior al 99%. Cuando estas empresas adquieren otras compañías del mismo sector de actividad, la rentabilidad de los accionistas no es significativamente distinta de cero. Estos resultados confirman evidencias empíricas encontradas en trabajos anteriores<sup>53</sup>; es decir, los mercados penalizan las adquisiciones dirigidas a la diversificación de productos. No obstante, trabajos recientes, como Campa y Kedia (2002), han encontrado que, una vez se controla por factores inherentes a las propias compañías, esa penalización se

<sup>53</sup> Morck *et al.* (1990) o Shelton (2000), entre otros.

transforma en una prima. Sobre este argumento profundizaremos en el capítulo siguiente de este trabajo.

CUADRO 3.9: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES EN EL NEGOCIO (N=138)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	0,22	0,5292	47,8
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,61	0,7661	48,6
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,46	0,2454	44,9
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	0,58	0,9640	49,3

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.10: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES DE DIVERSIFICACIÓN (N=133)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,28	-1,2666	42,9
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-1,26	-3,3894***	36,8
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,79	-3,2903***	39,1
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,63	-3,3192***	45,1

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Pasando a analizar los resultados obtenidos para el caso de las alianzas —recogidos en los Cuadros 3.11 y 3.12— parece que ocurre lo mismo que en el caso de las adquisiciones; es decir, las alianzas dirigidas a coordinar actividades en sectores distintos al que pertenece el socio estudiado generan, en promedio, rentabilidades negativas y significativamente distintas de cero —en el intervalo de acumulación (–2,2)— para los accionistas de dichas empresas.

CUADRO 3.11: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS EN EL NEGOCIO (N=43)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,49	-0,8695	37,2
<b>CAR<sub>3,3</sub></b>	-1,46	-1,2598	48,8
<b>CAR<sub>2,2</sub></b>	-0,37	-0,1835	53,5
<b>CAR<sub>1,1</sub></b>	-0,20	-0,0089	51,2

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.12: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS DE DIVERSIFICACIÓN (N=329)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	0,04	0,3937	47,7
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,20	-0,4219	45,9
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,27	-1,3433*	45,6
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,05	0,3823	47,7

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

### III.2.2.c SEGÚN LA NACIONALIDAD DE LAS EMPRESAS IMPLICADAS

En cuanto a la nacionalidad de la empresa adquirida, en el caso de las adquisiciones, o de los socios, en el caso de las alianzas, existe una clara diferencia en cuanto al comportamiento del mercado ante anuncios de combinaciones domésticas o internacionales. Así, en los Cuadros 3.13 y 3.14 vemos cómo las empresas que adquieren a compañías del mismo país —adquisiciones domésticas— obtienen, en promedio, una rentabilidad anormal negativa y significativa para los principales intervalos de acumulación presentados, mientras que la rentabilidad anormal asociada a adquisiciones internacionales no es, en promedio, significativamente distinta de cero. Este resultado es congruente con los encontrados en otros trabajos previos<sup>54</sup>. Sin embargo, para el caso de las alianzas el mercado reacciona de forma opuesta. De este modo, las empresas que realizan alianzas con socios internacionales obtienen una rentabilidad anormal media del -0,35% entre dos días antes y después del anuncio del acuerdo, significativa para un nivel de confianza superior al 90% —como se recoge en

<sup>54</sup> Véase la Tabla 1.3 del capítulo I, donde se recogen estos trabajos.

el Cuadro 3.16—, mientras que las empresas que realizan alianzas con socios del mismo país —domésticas— no obtienen, en promedio, rentabilidades anormales significativamente distintas de cero —según de recoge en el Cuadro 3.15.

CUADRO 3.13: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES DOMÉSTICAS (N=104)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,06	-0,2193	45,2
<b>CAR<sub>3,3</sub></b>	-0,53	-1,4382*	46,2
<b>CAR<sub>2,2</sub></b>	-0,16	-1,8313**	45,2
<b>CAR<sub>1,1</sub></b>	-0,27	-2,2897**	46,2

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.14: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES INTERNACIONALES (N=167)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,08	-0,4762	45,5
<b>CAR<sub>3,3</sub></b>	-0,17	-1,1934	40,7
<b>CAR<sub>2,2</sub></b>	-0,15	-1,2681	40,1
<b>CAR<sub>1,1</sub></b>	-0,14	-0,2788	47,9

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.15: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS DOMÉSTICAS (N=84)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	0,12	0,6454	48,8
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,33	0,1639	50,0
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,03	0,2912	56,0
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,20	-0,0353	44,0
* p < 0,1    ** p .< 0,05    *** p < 0,01			

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.16: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS INTERNACIONALES (N=288)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,06	-0,2638	45,8
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,35	-1,0262	45,1
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,35	-1,6639**	43,8
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,02	-0,4242	49,3
* p < 0,1    ** p .< 0,05    *** p < 0,01			

Fuente: Elaboración propia

Pasando a estudiar las operaciones internacionales en función de los países de las empresas adquiridas o de los socios de una alianza, debido al reducido número de casos de los que disponíamos para algún tipo de operación, nos hemos visto obligados a

considerar únicamente dos grupos distintos de combinaciones: aquéllas realizadas con empresas pertenecientes a la Unión Europea, Estados Unidos o Japón —grupo de países conocido como la Triada— y las llevadas a cabo con empresas de otros países. En los Cuadros 3.17 y 3.18 se recogen las rentabilidades anormales medias obtenidas por las empresas que efectúan adquisiciones de compañías pertenecientes a la Triada —Unión Europea, Estados Unidos o Japón— o a otros países, respectivamente. Estos resultados muestran cómo el mercado penaliza únicamente las adquisiciones de empresas no pertenecientes a la Triada.

CUADRO 3.17: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES EN LA UNIÓN EUROPEA, ESTADOS UNIDOS O JAPÓN  
(N=102)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	0,06	0,4228	45,1
<b>CAR<sub>3,3</sub></b>	0,40	-0,3681	42,2
<b>CAR<sub>2,2</sub></b>	0,24	-0,6364	43,1
<b>CAR<sub>1,1</sub></b>	0,43	0,2352	51,0

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.18: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ADQUISICIONES EN PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA TRIADA (N=65)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,30	-1,2929*	46,2
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-1,08	-1,4518*	38,5
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,77	-1,2354	35,4
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,32	-0,7416	43,1

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Del mismo modo, las alianzas con socios de la Triada crean valor, por término medio, para los accionistas de las empresas que las realizan, como puede observarse en el Cuadro 3.19, mientras que las llevadas a cabo con socios de países no pertenecientes a ese grupo destruyen valor, en promedio —concretamente, como se recoge en el Cuadro 3.20, la rentabilidad anormal acumulada entre dos días antes y después del anuncio de una operación de este tipo es del -1,04% para un nivel de confianza superior al 99%.

CUADRO 3.19: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS CON SOCIOS DE LA UNIÓN EUROPEA, ESTADOS UNIDOS O JAPÓN (N=171)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	0,04	0,7732	45,0
<b>CAR<sub>3,3</sub></b>	-0,01	0,0086	48,5
<b>CAR<sub>2,2</sub></b>	0,12	0,4611	48,5
<b>CAR<sub>1,1</sub></b>	0,28	1,8768**	52,6

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.20: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS CON SOCIOS DE PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA TRIADA (N=117)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,21	-1,3486*	47,0
<b>CAR<sub>3,3</sub></b>	-0,84	-1,6205*	40,2
<b>CAR<sub>2,2</sub></b>	-1,04	-3,1681***	36,8
<b>CAR<sub>1,1</sub></b>	-0,47	-1,6034*	44,4

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

## III.2.2.d SEGÚN EL ÁMBITO GEOGRÁFICO DE LA OPERACIÓN

Finalmente, presentamos los resultados del estudio de la rentabilidad anormal de las alianzas en función del ámbito geográfico al que se dirigen. En primer lugar, las alianzas para coordinar actividades en el país de origen del socio estudiado —alianzas en origen— no generan, en promedio, rentabilidades anormales significativamente distintas de cero para los accionistas de ese socio. Sin embargo, estas rentabilidades son negativas y significativas cuando el país en el que se coordinan las actividades es distinto al del socio —alianzas para la internacionalización. Estos resultados se recogen en los Cuadros 3.21 y 3.22.

CUADRO 3.21: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS EN ORIGEN (N=77)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	0,10	0,4722	48,1
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,42	-0,0387	49,4
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,00	0,2381	55,8
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,19	-0,1229	45,5

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.22: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN (N=295)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,06	-0,1574	46,1
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,32	-0,9067	45,4
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,35	-1,6103*	44,1
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,03	0,4631	48,8

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Separando la muestra de alianzas para la internacionalización en alianzas locales y globales, apreciamos cómo son las primeras las que, en promedio, destruyen valor<sup>55</sup>; mientras que las alianzas globales llevan asociadas rentabilidades anormales que no son significativamente distintas de cero para los días en torno al anuncio de la operación, como se recoge en los Cuadros 3.23 y 3.24, respectivamente.

<sup>55</sup> Únicamente la alianzas locales que permiten la entrada en países de la Unión Europea tienen asociadas rentabilidades anormales, en promedio, positivas.

CUADRO 3.23: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN LOCALES (N=234)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,02	-0,3414	44,9
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,41	-1,2001	44,4
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,34	-1,4929*	43,2
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,05	0,0176	47,0

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.24: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN GLOBALES (N=61)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,19	-0,2215	50,8
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,02	0,3565	49,2
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-0,42	-0,6175	47,5
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	0,02	0,9839	55,7

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Finalizamos este estudio de rentabilidades anormales presentando los resultados asociados a las alianzas globales, distinguiendo si éstas permiten coordinar actividades en una sola área geográfica o en varias. Como recogen los Cuadros 3.25 y 3.26, existe una clara diferencia en estos dos tipos de alianzas globales; mientras que las primeras, en promedio, son valoradas positivamente por los mercados — $CAR_{-1,1} = 0,63\%$ , para un nivel de confianza superior al 90%— las que tienen un alcance geográfico que afecta a dos o más áreas llevan asociadas rentabilidades negativas y significativas — $CAR_{-2,2} = -1,28\%$ , para un nivel de confianza superior al 90%.

CUADRO 3.25: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS GLOBALES CON ACTIVIDADES EN UN ÁREA (N=31)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,27	-0,9720	51,6
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	0,69	0,9548	51,6
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	0,42	0,7275	54,8
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	0,63	1,5428*	67,7

\*  $p < 0,1$     \*\*  $p < 0,05$     \*\*\*  $p < 0,01$

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3.26: EFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE ALIANZAS GLOBALES CON ACTIVIDADES EN DOS O MÁS ÁREAS (N=30)

	<b>Rentabilidad Anormal (%)</b>	<b>Z</b>	<b>Casos Positivos (%)</b>
<b>RA<sub>0</sub></b>	-0,11	0,2760	50,0
<b>CAR<sub>-3,3</sub></b>	-0,75	-0,4622	46,7
<b>CAR<sub>-2,2</sub></b>	-1,28	-1,6199*	40,0
<b>CAR<sub>-1,1</sub></b>	-0,60	-0,1653	43,3

\* p < 0,1    \*\* p < 0,05    \*\*\* p < 0,01

Fuente: Elaboración propia

Los resultados presentados hasta el momento no dejan de ser una aportación que simplemente arroja cierta luz sobre el efecto que produce una combinación empresarial realizada por una empresa europea y perteneciente al entorno específico de las telecomunicaciones en su rentabilidad anormal. Lo que consideramos más relevante es que si observamos el porcentaje de casos para los que las empresas obtienen una rentabilidad anormalmente positiva en torno a los días del anuncio de una combinación empresarial —recogidos en la última columna de los cuadros presentados anteriormente—, se aprecia cómo este porcentaje siempre se encuentra por encima del 35% e, incluso, por encima del 40% en la mayoría de ellos. Este dato evidencia que existe una gran heterogeneidad en las rentabilidades anormales de los casos en cada muestra analizada. Por esta razón, es necesario entrar a analizar con mayor profundidad tales rentabilidades, tratando de detectar cuáles son los factores determinantes de la respuesta de las cotizaciones de las compañías y, en definitiva, de la creación o destrucción de valor habida en estas operaciones.

Finalmente, el estudio conjunto de los factores que afectan a la creación de valor en las adquisiciones y las alianzas nos permitirá encontrar las posibles diferencias y

similitudes que pudiesen existir en torno a dichos factores en relación con cada tipo de operación, lo cual podría ayudar a mejorar los procesos de toma de decisiones en este sentido. Este análisis es precisamente objeto de estudio en el capítulo siguiente de este trabajo.

**CAPÍTULO IV:**  
**COMBINACIONES EMPRESARIALES Y CREACIÓN**  
**DE VALOR: FACTORES DETERMINANTES**



En este capítulo se analizan los factores determinantes de la creación de valor en las combinaciones empresariales —adquisiciones y alianzas estratégicas— en las que han participado compañías europeas operadoras de telecomunicaciones durante el período 1986–2001. Para ello, se ha utilizado la base de datos descrita en el capítulo anterior.

A tal efecto, y como respaldo empírico de las hipótesis planteadas en el capítulo segundo, se lleva a cabo un estudio de regresión, que consiste en identificar los factores determinantes de la creación de valor en ambos tipos de operaciones. En él se utiliza como variable dependiente la rentabilidad anormal de las operaciones, conforme se ha calculado en el capítulo anterior. Para definir las variables independientes, se analizan conjuntamente los cuatro factores a los que se ha hecho referencia en el capítulo segundo: existencia de activos idiosincrásicos en poder de la empresa, similitud de activos ensamblados en la operación, experiencia previa de la compañía e incertidumbre

sobre la necesidad y el acceso a los recursos para competir. El contraste de hipótesis se realiza sobre una muestra de 164 anuncios de alianzas y 126 de adquisiciones.

El capítulo se organiza como sigue: en los dos primeros epígrafes se presenta un resumen de la metodología utilizada para contrastar las hipótesis de investigación, así como las variables —tanto dependiente como independientes— que serán utilizadas con dicho fin. A continuación, se muestran los resultados obtenidos, finalizando el capítulo discutiendo el alcance de los mismos y sus implicaciones.

#### **IV.1 VARIABLE DEPENDIENTE Y MÉTODO DE ANÁLISIS**

Según se ha mencionado, el objetivo del trabajo radica en el análisis de la creación de valor en las combinaciones empresariales, tratando de identificar los factores determinantes del mismo. Para ello, estimamos diversos modelos de regresión lineal múltiple por el método de mínimos cuadrados ordinarios, en los cuáles utilizamos como variable dependiente la rentabilidad anormal acumulada entre los días  $-3$  y  $+3$  en torno a la fecha en la que se hace pública la noticia de la realización de una combinación empresarial. Tal como hemos expuesto anteriormente, la utilización de intervalos de acumulación centrados en el día 0 —día del anuncio del acontecimiento— es una práctica habitual seguida por muchos trabajos que utilizan esta metodología. Asimismo, siguiendo a McWilliams y Siegel (1997), cabe señalar que la utilización de intervalos demasiado grandes puede sesgar los resultados obtenidos, debido a la posible existencia de efectos contaminantes que afecten al comportamiento de las acciones de las empresas y sean ajenos al propio suceso estudiado. Por otra parte, la utilización de intervalos demasiado pequeños puede no recoger en su totalidad la respuesta del mercado ante la publicación de la noticia. Del mismo modo, hemos asegurado que para un período comprendido entre 5 días naturales antes y 5 días naturales después del anuncio de cada combinación empresarial no se publicaron otro tipo de noticias que pudiesen contaminar el efecto de cada acontecimiento estudiado —según hemos comentado en el apartado III.2.1. del tercer capítulo. En los modelos de regresión anteriormente mencionados, los factores que ejercen influencia sobre la creación de valor en las combinaciones empresariales están representados por los predictores o variables independientes que definimos a continuación<sup>56</sup>. La bondad del ajuste de estos modelos indica el porcentaje de la variabilidad de la variable dependiente que pueden explicar dichos predictores. Las estimaciones de los modelos fueron realizadas utilizando el paquete estadístico LIMDEP 7.0, que permite obtener resultados robustos a la heteroscedasticidad.

## IV.2 VARIABLES INDEPENDIENTES

Al objeto de contrastar las hipótesis formuladas en el segundo capítulo de este trabajo se han definido una serie de variables independientes que aproximan los factores determinantes de la creación de valor relacionados con la presencia de recursos idiosincrásicos, la similitud entre los activos que se ponen en común, la experiencia de las empresas en la gestión de combinaciones empresariales y la incertidumbre en torno a la necesidad y el acceso a dichos recursos. Estas variables se recogen en el Cuadro 4.1.

---

<sup>56</sup> Con todo, con el fin de acreditar la robustez de nuestros resultados, hemos utilizado como variable dependiente, de forma alternativa, la rentabilidad anormal acumulada en los días (-2,2).

CUADRO 4.1: VARIABLES INDEPENDIENTES

<b>Factor</b>	<b>Variables</b>	<b>Descripción</b>
Recursos idiosincrásicos	INTANGIBLES	Proporción de activos intangibles de la compañía sobre los activos totales en el momento de realizar la operación
Similitud de recursos	INTERNACIONALIZACIÓN	La combinación permite la entrada en un país extranjero
	DIVERSIFICACIÓN PROD.	La combinación supone la entrada en un sector distinto al de telefonía fija o móvil
	ÍNDICE GEOGRÁFICO*	Proporción de empresas implicadas en la operación del mismo país de la estudiada sobre el número total de compañías participantes
	ÍNDICE DE COMPETENCIA*	Proporción de empresas implicadas en la operación que son operadoras de telefonía sobre el número total de compañías participantes
Experiencia previa	EXPERIENCIA	Número de combinaciones del mismo tipo realizadas previamente por la empresa
Incertidumbre	JUGADORES	Número de operadores internacionalizados o que ya están presentes en la industria estudiada
	ALIANZAS PREVIAS	Número previo de alianzas entre las dos compañías que participan en una adquisición

Fuente: Elaboración propia. \* Variables específicas de la submuestra de alianzas.

### IV.2.1 Variable relacionada con los recursos idiosincrásicos

En primer lugar, para contrastar las hipótesis relativas a la propiedad de activos intangibles por parte de las empresas que realizan combinaciones empresariales, hemos construido la variable INTANGIBLES, que recoge la proporción de activos intangibles de la compañía sobre el total de activos a 31 de diciembre del año anterior a la fecha de realización de la combinación empresarial. La expresión utilizada para su cálculo ha sido la siguiente:

$$INTANGIBLES = \frac{\text{Activos Intangibles}}{\text{Activos Totales}}$$

La información sobre ambas partidas —Activos Intangibles y Activos Totales— la obtuvimos directamente de *DataStream*.

### IV.2.2 Variables relacionadas con la similitud de activos

Con la finalidad de medir la influencia de la similitud entre los activos sobre la rentabilidad anormal de las empresas que los combinan, hemos tratado de aproximar dicha similitud utilizando variables que miden la diversificación geográfica y de producto, considerando que a mayor grado de diversificación, menor similitud entre esos activos.

Una empresa que se diversifica geográficamente —se internacionaliza— mediante una combinación empresarial, generalmente lo hace porque necesita una serie de recursos relacionados con el mercado al que accede y de los que no dispone —que complementan en cierta medida los que ya posee. Entre estos recursos podríamos citar el conocimiento del mercado local, las redes de distribución o las políticas estatales relacionadas con la actividad que pretende explotar. Estos recursos están en manos de los socios con los que la empresa realiza dicha combinación.

En el caso de las adquisiciones, obviamente, una empresa se diversifica geográficamente cuando adquiere a otra compañía de un país distinto. Por tanto, para

medir si una empresa se diversifica geográficamente mediante una adquisición, como aproximación al grado de complementariedad geográfica de los activos puestos en común, hemos utilizado la variable *dummy* INTERNACIONALIZACIÓN. Esta variable toma el valor 1 cuando la empresa adquirida tiene su sede en un país distinto al de la adquirente, tomando el valor 0 en los restantes casos.

En el caso de las alianzas, existen dos dimensiones distintas de similitud de los recursos que se ponen en común. En primer lugar, una empresa se internacionaliza cuando la alianza le permite realizar actividades en países distintos al suyo. Por tanto, para medir si una empresa se expande internacionalmente, hemos utilizado la variable INTERNACIONALIZACIÓN<sup>57</sup>, *dummy* que toma el valor 1 cuando las actividades de la alianza se dirigen a un mercado distinto al de dicha compañía, tomando el valor 0 en los restantes casos. Sin embargo, en este caso, la similitud de los activos no dependerá sólo de la mera expansión internacional, sino también de si forman parte de la alianza empresas pertenecientes al mismo país, cuyos recursos —en relación con el ámbito geográfico— son similares a los de la empresa analizada. Por tanto, medimos también la similitud de recursos respecto del ámbito geográfico de las alianzas utilizando la variable ÍNDICE GEOGRÁFICO, que calculamos mediante la expresión siguiente:

$$\text{ÍNDICE GEOGRÁFICO} = \frac{N^{\circ} \text{ de socios del mismo país del estudiado}}{N^{\circ} \text{ de socios}}$$

Este índice toma valores entre 0 y 1 y cuanto mayor sea, mayor será la similitud —desde el punto de vista geográfico— de los activos que las empresas ponen en común.

Respecto al segundo tipo de diversificación comentado previamente —diversificación de producto—, cabe señalar que las combinaciones empresariales de este tipo permiten a las empresas acceder a recursos complementarios de compañías que pertenecen a otros sectores de la economía. Por tanto, otra aproximación al grado de

---

<sup>57</sup> Nótese que se ha utilizado el mismo nombre que la variable que mide si una adquisición es internacional o no. Se ha procedido de esta forma dado que la lógica para construir ambas variables es la misma: miden si una combinación empresarial se dirige hacia el mismo país de la empresa analizada o no, independientemente de que se trate de una adquisición o de una alianza.

complementariedad de los recursos puestos en común pasaría por medir si una empresa diversifica sus productos mediante una combinación empresarial. Así, en el caso de las adquisiciones, utilizamos la variable DIVERSIFICACIÓN PROD., como una *dummy* que toma el valor 1 cuando la empresa adquirida no es una operadora de telefonía —fija o móvil—, tomando el valor 0 en los restantes casos.

Asimismo, para aislar el efecto de la máxima diversificación, hemos introducido la variable multiplicativa INTERNAC\*DIVERSIFIC, *dummy* que toma el valor 1 cuando la adquisición supone al mismo tiempo la entrada en otro país y otro sector, tomando el valor 0 en los restantes casos.

La diversificación de producto, en el caso de las alianzas, también tiene una doble dimensión —al igual que ocurría con la diversificación geográfica. En primer lugar, una compañía diversifica sus productos mediante una alianza cuando ésta le permite realizar actividades en un sector distinto de su negocio principal. Por tanto, para medir si una empresa diversifica sus productos mediante una alianza, creamos la variable DIVERSIFICACIÓN PROD.<sup>58</sup> como una *dummy* que toma el valor 1 cuando el ámbito sectorial de la alianza es distinto del servicio de telefonía, tomando el valor 0 en los demás casos.

En segundo lugar, los recursos de empresas que compiten en el mismo sector se espera que tengan un mayor grado de similitud, frente a aquéllos de empresas de sectores distintos. Por tanto, para medir esta segunda dimensión de la diversificación de producto hemos creado la variable ÍNDICE DE COMPETENCIA, según la expresión siguiente:

$$\text{ÍNDICE DE COMPETENCIA} = \frac{\text{N}^\circ \text{ de socios operadores de telefonía}^*}{\text{N}^\circ \text{ de socios}}$$

\* SIC ∈ {4812, 4813, 4899}

---

<sup>58</sup> La explicación de por qué se utiliza el mismo nombre que en el caso de las adquisiciones es análoga a la que puede observarse en la nota al pie número 56, teniendo en cuenta que ahora la variable mide si una combinación empresarial permite la entrada en un sector distinto al de la compañía estudiada.

Este índice toma valores entre 0 y 1, siendo mayor cuantas más operadoras de telecomunicaciones formen la alianza. Por tanto, cuanto mayor sea el índice mayor será la similitud de los recursos puestos en común.

Asimismo, en los modelos de regresión estimados hemos introducido la variable multiplicativa de DIVERSIFICACIÓN PROD. e ÍNDICE DE COMPETENCIA, que recoge el efecto interacción de ambas variables —y que hemos llamado DIVERSIF. PROD.\*ÍNDICE COMP..

Finalmente, de forma análoga a lo que hemos hecho en el caso de las adquisiciones, hemos utilizado en nuestros modelos de regresión estimados sobre la submuestra de alianzas la variable multiplicativa INTERNAC\*DIVERSIFIC, *dummy* que toma el valor 1 si la alianza permite, al mismo tiempo, la entrada en un país y en un sector distinto al de la compañía estudiada, tomando el valor 0 en los restantes casos. Esta variable nos permite aislar el efecto de la máxima diversificación, desde el punto de vista del ámbito —geográfico y sectorial— al que se dirigen las actividades de una alianza.

#### **IV.2.3 Variables relacionadas con la experiencia previa**

Al objeto de contrastar las hipótesis relativas a la experiencia previa de la empresa en la gestión de combinaciones empresariales, ésta ha sido aproximada a través de la variable EXPERIENCIA. Esta variable recoge el número de operaciones previas del mismo tipo que había realizado la compañía con anterioridad al anuncio de la combinación empresarial cuya rentabilidad anormal se pretende explicar. Por tanto, en función de la submuestra con la que trabajemos —adquisiciones o alianzas— hemos medido esta variable como adquisiciones previas o como alianzas previas realizadas por la empresa, respectivamente. Para construir esta variable hemos tenido en cuenta no sólo las operaciones incluidas en nuestra muestra final, sino todas las operaciones recogidas en la base inicial —1379.

Adicionalmente, al objeto de contrastar el efecto de la experiencia previa en operaciones en las que la empresa se aleja de su negocio principal, hemos introducido

una nueva variable —EXPERIENCIA\*DIVERSIFICACIÓN PROD.— que se define como el resultado de multiplicar la variable EXPERIENCIA por la variable DIVERSIFICACIÓN PROD., descrita en el apartado anterior. Nótese que en el caso de las alianzas, las empresas que se alejan de su actividad mediante la realización del acuerdo no tienen por qué ser las que se unen a socios de otros sectores. Sí son, sin embargo, las que forman alianzas para coordinar actividades en otras industrias. Por ello, multiplicamos la variable EXPERIENCIA por DIVERSIFICACIÓN PROD., según la hemos definido anteriormente para el caso de las alianzas.

#### **IV.2.4 Variables relacionadas con la incertidumbre**

Con la finalidad de medir la influencia del primer tipo de incertidumbre descrito en el capítulo segundo de este trabajo —incertidumbre de recursos— hemos construido la variable JUGADORES. Esta variable mide el número de operadoras europeas de telecomunicaciones que ya están presentes en cada sector estudiado en el momento en el que se realiza una combinación y, en el caso concreto de que el ámbito sectorial de dicha combinación sea la telefonía fija o móvil, la variable mide el número de operadoras que ya se han internacionalizado previamente por primera vez.

Esta forma de aproximar la incertidumbre existente en torno a la necesidad de los recursos de otras empresas para competir se explica porque cuando se producen las primeras entradas de operadoras de telecomunicaciones en un sector distinto —cuando la variable JUGADORES toma valores bajos— se espera que ni estas compañías, como *first movers*, ni sus accionistas tengan una certeza total sobre el valor que se puede derivar de la combinación de recursos afectados por la operación, dado que apenas existen experiencias previas realizadas por otros competidores que posean recursos similares.

Asimismo, las primeras operaciones de internacionalización de estas operadoras al objeto de explotar su negocio en otros países también estarán rodeadas de una mayor incertidumbre sobre el potencial del negocio internacional y la masa crítica que éste exige, que se irá despejando a medida que aumenta el número de empresas que se

internacionalizan. Por tanto, cuanto mayor sea el valor de la variable JUGADORES menor será el grado de incertidumbre de recursos, y viceversa.

Para la construcción de esta variable hemos agrupado los sectores de actividad en función de su código SIC, creando los siguientes grupos: Telecomunicaciones — Telefonía Fija y Móvil—, Tiendas, Televisión, Directorios, Equipos de Telefonía, Hardware, Software, Infraestructuras de Comunicación —cables o redes— y Servidores de Acceso a Internet. Mediante esta agrupación clasificamos aproximadamente el 86% de los casos estudiados. Para el resto de los casos hemos identificado su sector utilizando el código SIC de cuatro dígitos. Al igual que para construir la variable EXPERIENCIA, para construir la variable JUGADORES hemos utilizado nuestra base de datos inicial de 1379 combinaciones, obtenida de la fuente SDC.

Adicionalmente, la incertidumbre sobre el acceso a los recursos externos —segundo tipo de incertidumbre descrito en el capítulo segundo— la hemos aproximado a través de la variable ALIANZAS PREVIAS. Esta variable mide el número de alianzas que existen entre dos socios en el momento en que se produce la operación de adquisición analizada. Esperamos que la incertidumbre sobre el acceso a los recursos externos de un socio se reducirá a medida que aumente el conocimiento del socio que los posee y los derechos de control que ya se tengan sobre sus activos (Lerner y Merges, 1998). Por tanto, para tratar de captar este conocimiento del socio y esos derechos de control, hemos considerado que ambos serán superiores cuantas más alianzas previas se hayan realizado con él.

Por último, con la pretensión de capturar el efecto en forma de U invertida mencionado en nuestra última hipótesis, hemos construido el cuadrado de la variable ALIANZAS PREVIAS —(ALIANZAS PREVIAS)<sup>2</sup>.

Ambas variables las hemos utilizado únicamente en la submuestra de adquisiciones, dado que la hipótesis es específica de las adquisiciones y, además, en la submuestra de alianzas existía una elevada correlación entre esta variable y la variable que mide la experiencia previa —EXPERIENCIA. Por esta razón, aunque el número de alianzas previas ha sido una variable utilizada con anterioridad en la literatura sobre el rendimiento de las alianzas y sobre la respuesta del mercado de capitales ante la

formación de alianzas, ésta no aparece en nuestras estimaciones en la submuestra de alianzas.

#### **IV.2.5 Variables de control**

Por último, hemos introducido una serie de variables con objeto de controlar el efecto que otros factores pueden ejercer sobre la rentabilidad anormal de las acciones de las empresas que realizan una combinación empresarial. Estas variables han sido seleccionadas de entre los factores que han sido analizados en la literatura previa sobre rentabilidad anormal de las combinaciones empresariales —y que hemos comentado en el capítulo primero de este trabajo. Comoquiera que la información para estas variables no ha podido ser obtenida para todos los casos estudiados, el tamaño final de las muestras utilizadas se ha visto reducido a 164 alianzas y 126 adquisiciones. Así, en los distintos modelos de regresión estimados hemos introducido las siguientes variables:

*Dummies* de empresa: Al objeto de capturar efectos individuales asociados a cada compañía. En la muestra final de adquisiciones éstas son realizadas por 16 compañías, por lo que hemos introducido 15 *dummies* en los modelos estimados sobre esta submuestra. Para el caso de las alianzas, las operaciones las realizaron 15 empresas y, en consecuencia, en estos modelos sólo hemos introducido 14 *dummies*.

*Dummies* anuales: Para capturar cualquier tendencia temporal. En ambas submuestras se introducen 11 variables *dummy*, una para cada año del período 1991–2001, ya que los casos válidos —para los que se tiene información sobre todas las variables de control introducidas— se realizan todos entre 1990 y 2001.

**DISTANCIA CULTURAL:** Para medir la distancia cultural entre las empresas hemos utilizado el índice de Kogut y Singh (1988), tomando las medidas actualizadas de Hofstede (2001) como *input*. Ello supone utilizar un índice de componentes formado a partir de la desviación, en cada una de las cuatro dimensiones culturales del índice original —poder, tolerancia a la incertidumbre, masculinidad, e individualismo—, del país de la empresa que realiza la combinación empresarial con respecto al de la empresa adquirida o al socio. Estas desviaciones se corrigieron por la varianza del índice para

cada dimensión y, finalmente, se calculó su media aritmética utilizando la expresión siguiente:

$$CD_{jk} = \sum_{i=1}^4 \left\{ \left[ \frac{(I_{ij} - I_{ik})^2}{V_i} \right] / 4 \right\}$$

siendo:

$CD_{jk}$ : la distancia cultural del país j-ésimo con respecto al k-ésimo.

$I_{ij}$ : el índice de la dimensión cultural i-ésima para el país j-ésimo.

$I_{ik}$ : el índice de la dimensión cultural i-ésima para el país k-ésimo.

$V_i$ : la varianza del índice para la dimensión i-ésima.

Cuando hubiese más de dos socios en el caso de las alianzas, hemos seguido el procedimiento empleado por Kim y Park (2002). De forma específica, para cada par de socios calculamos el índice de Kogut y Singh (1988) y, posteriormente, calculamos el valor medio de todos esos índices.

**CASHFLOW**: Variable que mide los flujos de caja libres de las compañías a 31 de diciembre del año anterior al de la fecha del anuncio de la combinación empresarial. Construimos esta variable utilizando el procedimiento seguido por Chen *et al.* (2000), mediante la siguiente expresión:

$$CASHFLOW = \frac{Beneficio\ Operativo - Intereses - Impuestos - Dividendos}{Activos\ Totales}$$

Los datos para la construcción de esta variable fueron obtenidos de *DataStream*.

**DEUDA**: Ratio de endeudamiento de la empresa a 31 de diciembre del año anterior al de la fecha del anuncio de la combinación empresarial, calculado mediante la expresión siguiente:

$$DEUDA = \frac{Deuda\ a\ Largo\ Plazo + Deuda\ a\ Corto\ Plazo}{Activos\ Totales}$$

Los valores de estas partidas se han obtenido directamente de la base *DataStream*.

**ESTABILIDAD POLÍTICA:** Mide la estabilidad política del país de destino de la operación, según el índice desarrollado por Henisz (2000)<sup>59</sup>.

**CRECIMIENTO PIB:** Mide la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto del país al que se dirige la compañía que realiza la combinación empresarial el año en que la lleva a cabo. En el caso de las adquisiciones tomamos como referencia el país de la empresa adquirida, mientras que para las alianzas consideramos el ámbito geográfico al que se dirigen este tipo de operaciones. En el caso de que dicho ámbito incluya más de un país, hemos calculado esta variable como media aritmética de las tasas de crecimiento del PIB de todos los países a los que se dirige la alianza. Los datos para la construcción de esta variable los hemos obtenido de las estadísticas publicadas por la OCDE, así como de los informes anuales de los países pertenecientes a la Unión Europea, publicados por *Eurostat*.

**CONTROL ESTATAL:** Recoge el porcentaje de capital que el Estado posee en la compañía estudiada en el momento en que ésta realiza la combinación empresarial. Dado que el Estado no es un supervisor de las decisiones directivas tan activo como los inversores privados, y cuando ejerce esta supervisión lo hace aplicando criterios distintos de los aplicados por éstos (Cuervo, 1997), utilizamos este porcentaje como una aproximación de la discrecionalidad directiva de las compañías estudiadas. Creamos esta variable a partir de los datos obtenidos mediante la revisión de los informes anuales de las compañías y de conversaciones directas con personal de éstas, bien por fax, correo electrónico o teléfono.

Las siguientes variables de control —todas ellas ficticias— fueron introducidas exclusivamente en los modelos de regresión estimados sobre la submuestra de adquisiciones:

---

<sup>59</sup> El autor construye un índice que mide la estabilidad política de varios países utilizando tres medidas distintas: número de instituciones y actores presentes en cada uno de los poderes políticos de cada país —distinguiendo entre poder ejecutivo; poder legislativo, dividido en cámara baja cámara alta y unidades

**ADQUISICIÓN TOTAL:** Toma el valor 1 si la operación es una compra del 100% de una empresa sin presencia previa de la adquirente en el capital de la adquirida, tomando el valor 0 en los restantes casos.

**ADQUISICIÓN PARCIAL:** Toma el valor 1 si se trata de una primera compra de menos del 100% del capital de la empresa adquirida, tomando el valor 0 en los restantes casos. Esta variable fue omitida en las estimaciones para evitar problemas de multicolinealidad perfecta.

**ACUMULACIÓN:** Toma el valor 1 si la empresa adquirente ya poseía una parte del capital de la adquirida, tomando el valor 0 en los restantes casos.

Estas variables fueron incluidas para controlar la influencia que puede ejercer sobre la rentabilidad anormal el porcentaje de capital adquirido y la presencia previa de la empresa adquirente en el capital de la adquirida. Así, algunos estudios<sup>60</sup> defienden la existencia de un efecto negativo del porcentaje de capital adquirido en una compra sobre la rentabilidad anormal obtenida por los accionistas de la empresa compradora, basándose en que cuanto mayor sea ese porcentaje mayor será la transmisión de riqueza entre los accionistas de esa empresa y los de la adquirida, si bien no se han obtenido resultados empíricos estadísticamente significativos que permitan corroborar la existencia de tal efecto. Por su parte, otros trabajos<sup>61</sup> encuentran un efecto negativo de la presencia previa de la empresa adquirente en el capital de la adquirida sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de ésta última, si bien no se ha comprobado si este efecto existe para los accionistas de la empresa adquirente<sup>62</sup>.

Las siguientes variables de control fueron introducidas exclusivamente en los modelos de regresión estimados sobre la submuestra de alianzas:

---

subfederales o autonómicas; y poder judicial—, coaliciones existentes entre estas instituciones y reparto de poderes entre ellas para cada legislatura.

<sup>60</sup> Bradley *et al.* (1988), entre otros.

<sup>61</sup> Una revisión de los mismos se encuentra presente en el capítulo I de la presente investigación.

<sup>62</sup> Algunos trabajos como Kuipers *et al.* (2003) han controlado por este hecho, sin encontrar un efecto estadísticamente distinto de cero sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de la empresa adquirente.

**ALIANZA GLOBAL:** Variable *dummy* que toma valor 1 cuando una alianza es global —implica actividades en más de un país—, tomando el valor 0 en los restantes casos. Estudios como Vidal (2000) o Kim y Park (2002), entre otros, encuentran un efecto positivo y significativo sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de empresas que llevan a cabo este tipo de alianzas, las cuales permiten acceder a nuevas capacidades a las empresas que las realizan y reforzar su posición competitiva a nivel internacional.

**JOINT VENTURE:** Variable *dummy* que toma valor 1 si la alianza ha supuesto la creación de una empresa conjunta, tomando el valor 0 en los restantes casos. Precisamente, una de las principales clasificaciones utilizadas en la literatura sobre alianzas, divide a éstas en empresas conjuntas y acuerdos contractuales (Gulati, 1995), con lo que la inclusión de esta variable es muy aconsejable en un estudio como el que presentamos.

**I+D:** Variable *dummy* que toma valor 1 si el contenido de la alianza sólo supone actividades de I+D, tomando el valor 0 en los restantes casos.

**FABRICACIÓN:** Variable *dummy* que toma valor 1 si el contenido de la alianza sólo supone actividades de fabricación, tomando el valor 0 en los restantes casos.

**MARKETING.** Variable *dummy* que toma valor 1 si el contenido de la alianza sólo supone actividades de marketing, tomando el valor 0 en los restantes casos.

Estas tres variables ficticias permiten controlar los efectos que pudiese tener el contenido de la alianza sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de las empresas que la realizan. Al no tratarse de categorías excluyentes, las tres variables han sido incluidas en las regresiones de forma simultánea. En la literatura previa se pone de manifiesto, en múltiples ocasiones, la influencia del contenido de una alianza sobre la rentabilidad anormal asociada al proceso. En concreto, los mercados valoran positivamente las alianzas de contenido tecnológico, frente a alianzas de naturaleza comercial u otro tipo. Como ya se ha señalado, una revisión de estos estudios puede verse en el primer capítulo de este trabajo.

**PARTICIPANTES:** Número de socios que constituyen la alianza. Este factor también es frecuentemente analizado en la literatura sobre el rendimiento de las alianzas. Así, se postula que cuanto mayor sea el número de socios, mayores serán los costes de coordinación y gestión de la misma —García-Canal (1996b). No obstante, en otros estudios, como Ariño *et al.* (1999), se señala que cuantos más socios formen la alianza mayores serán las posibilidades de coordinar las interdependencias estratégicas entre ellos. En otros estudios empíricos, como Vidal y García-Canal (2003), se ha encontrado un efecto significativo de este factor sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de las empresas que realizan una alianza, por lo que incluir una variable que controle el número de socios también es especialmente relevante para este trabajo.

Los datos para la construcción de todas estas variables se han obtenido de la base de datos SDC.

Los Cuadros 4.2 y 4.3 muestran las matrices de correlaciones de las variables utilizadas en los modelos para ambas submuestras. Como puede observarse, en el caso de las adquisiciones existe una correlación elevada entre las variables INTERNACIONALIZACIÓN y DISTANCIA CULTURAL —superior a 0,5. Éste no es un resultado sorprendente, dado que ambas variables toman el valor 0 para los mismos casos —las operaciones realizadas dentro del mercado doméstico de una empresa. En cuanto a la submuestra de alianzas, la correlación superior a 0,5 aparece entre las variables INTERNACIONALIZACIÓN e ÍNDICE GEOGRÁFICO y entre DIVERSIFICACIÓN PROD. y JUGADORES.

Debido a la existencia de estas correlaciones, en los modelos estimados hemos introducido las variables de forma que no coincidiesen en ningún caso aquéllas con correlación elevada. Así, para la submuestra de adquisiciones estimamos un modelo en el que introducimos la variable INTERNACIONALIZACIÓN —y sus multiplicativas— y otro en el que introducimos DISTANCIA CULTURAL. Para la submuestra de alianzas hemos procedido de la misma forma, estimando, en este caso, cuatro modelos distintos. En los dos primeros, introducimos la variable ÍNDICE GEOGRÁFICO, incluyendo, de forma alternada, las variables DIVERSIFICACIÓN PROD. Y JUGADORES, respectivamente. En los modelos 3 y 4 procedemos de manera similar, introduciendo en ambos la variable INTERNACIONALIZACIÓN, e incluyendo en el

modelo 3 la variable DIVERSIFICACIÓN PROD. y, en el último modelo, JUGADORES. El resto de variables, puesto que no presentan correlaciones elevadas — tal y como se observa en los Cuadros 4.2 y 4.3—, fueron introducidas de forma simultánea en todos nuestros modelos de regresión.

CUADRO 4.2: MATRIZ DE CORRELACIONES ENTRE VARIABLES (SUBMUESTRA DE ADQUISICIONES)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1)	1.000	-0.046	-0.006	-0.183	0.107	-0.142	-0.003	0.034	-0.195	0.024	0.107	-0.258	0.161	-0.065
(2)		1.000	-0.169	0.175	0.092	0.019	0.552	0.063	0.006	-0.006	0.112	0.139	-0.012	0.153
(3)			1.000	-0.095	-0.419	-0.224	-0.162	-0.117	0.098	0.182	-0.021	-0.001	0.018	-0.191
(4)				1.000	0.309	0.088	0.036	0.284	0.425	-0.048	0.045	0.266	-0.022	0.024
(5)					1.000	0.038	0.149	-0.005	-0.042	-0.141	-0.013	0.042	0.039	0.137
(6)						1.000	-0.014	0.067	0.010	0.079	0.021	-0.093	0.004	-0.037
(7)							1.000	0.111	-0.140	-0.268	-0.047	0.138	-0.026	0.096
(8)								1.000	-0.124	-0.042	-0.001	0.140	0.076	0.111
(9)									1.000	-0.032	0.065	0.340	-0.097	0.018
(10)										1.000	-0.169	0.059	0.102	0.048
(11)											1.000	-0.091	0.023	0.097
(12)												1.000	0.030	0.027
(13)													1.000	-0.414
(14)														1.000

Fuente: Elaboración propia.

(1): INTANGIBLES

(2): INTERNACIONALIZACIÓN

(3): DIVERSIFICACIÓN PROD.

(4): EXPERIENCIA

(5): JUGADORES

(6): ALIANZAS PREVIAS

(7): DISTANCIA CULTURAL

(8): CASHFLOW

(9): DEUDA

(10): ESTABILIDAD POLÍTICA

(11): CRECIMIENTO PIB

(12): CONTROL ESTATAL

(13): ADQUISICIÓN TOTAL

(14): ACUMULACIÓN

CUADRO 4.3: MATRIZ DE CORRELACIONES ENTRE VARIABLES (SUBMUESTRA DE ALIANZAS)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
(1)	1.000	-0.271	-0.054	0,144	-0,165	-0.300	0.271	-0.031	-0.130	0.451	-0.079	0.047	-0.076	0.057	0.005	-0.125	-0.103	-0.132	-0.090
(2)		1.000	-0.057	-0,550	0,331	0.060	-0.167	0.330	0.202	-0.240	0.034	0.151	0.148	0.343	0.086	0.208	0.154	0.053	0.179
(3)			1.000	0,030	-0,258	0.068	-0.525	-0.235	-0.008	0.088	0.026	-0.042	0.027	-0.045	-0.102	0.217	0.001	0.052	-0.137
(4)				1,000	-0,290	0.035	0.191	-0.453	-0.240	0.091	-0.060	-0.005	-0.204	-0.121	-0.055	-0.175	-0.111	-0.047	-0.104
(5)					1,000	-0.033	0.010	0.382	0.055	-0.055	-0.083	0.034	0.161	0.260	0.068	0.025	0.118	-0.051	0.241
(6)						1.000	0.137	-0.035	0.271	-0.277	-0.038	0.244	-0.436	-0.121	-0.103	-0.234	-0.014	0.045	-0.038
(7)							1.000	0.089	-0.049	0.163	-0.105	0.160	-0.163	0.002	-0.092	-0.279	-0.121	-0.202	-0.040
(8)								1.000	0.096	-0.087	-0.169	0.005	0.037	0.046	0.076	-0.140	0.187	-0.015	-0.008
(9)									1.000	-0.288	-0.001	0.005	0.081	0.049	0.037	0.068	0.027	0.075	0.013
(10)										1.000	0.054	-0.213	0.180	0.019	-0.159	0.070	0.008	-0.121	-0.061
(11)											1.000	-0.016	0.077	-0.234	0.083	0.052	0.010	-0.103	-0.018
(12)												1.000	-0.278	-0.066	0.058	-0.196	-0.083	0.108	-0.001
(13)													1.000	0.167	-0.080	0.212	0.216	-0.080	0.096
(14)														1.000	-0.050	0.104	0.093	-0.024	0.234
(15)															1.000	-0.181	-0.027	0.042	0.126
(16)																1.000	-0.071	-0.031	0.067
(17)																	1.000	0.019	0.189
(18)																		1.000	-0.108
(19)																			1.000

Fuente: Elaboración propia.

(1): INTANGIBLES

(2): INTERNACIONALIZACIÓN

(3): DIVERSIFICACIÓN PROD.

(4): ÍNDICE GEOGRÁFICO

(5): ÍNDICE DE COMPETENCIA

(6): EXPERIENCIA

(7): JUGADORES

(8): DISTANCIA CULTURAL

(9): CASHFLOW

(10): DEUDA

(11): ESTABILIDAD POLÍTICA

(12): CRECIMIENTO PIB

(13): CONTROL ESTATAL

(14): ALIANZA GLOBAL

(15): JOINT VENTURE

(16): I + D

(17): FABRICACIÓN

(18): MARKETING

(19): PARTICIPANTES

### IV.3 RESULTADOS

Los Cuadros 4.4, 4.5 y 4.6 recogen los resultados de las diferentes estimaciones realizadas para contrastar nuestras hipótesis<sup>63</sup>. En el Cuadro 4.4 se presentan los dos modelos estimados sobre la submuestra de adquisiciones, mientras que en los Cuadros 4.5 y 4.6 aparecen recogidos los resultados para la submuestra de alianzas. Como ya se ha señalado, en la submuestra de adquisiciones, dada la correlación existente entre las variables INTERNACIONALIZACIÓN y DISTANCIA CULTURAL  $-0,552$ , hemos estimado dos modelos en los que se introducen, de manera alternativa, ambas variables. Un procedimiento similar hemos utilizado para las alianzas con las variables INTERNACIONALIZACIÓN e ÍNDICE GEOGRÁFICO —cuya correlación es de  $-0,550$ — y DIVERSIFICACIÓN PROD. y JUGADORES —en este caso, la correlación entre ambas es  $-0,525$ . Para cada modelo se recogen los coeficientes asociados a cada variable y un indicador global de su nivel de significación. Todos los modelos estimados presentan una elevada significación estadística a nivel global y, en general, confirman nuestras predicciones iniciales. Las estimaciones, robustas a la heteroscedasticidad, fueron obtenidas con el programa estadístico LIMDEP 7.0. A continuación, se muestran los resultados obtenidos con relación a las hipótesis planteadas previamente, así como a las variables de control.

---

<sup>63</sup> Estos cuadros no recogen las variables ficticias anuales ni las que tratan de controlar los efectos individuales de empresa —*dummies* de empresa— para simplificar la presentación de los resultados, si bien todas ellas siempre han sido incluidas a la hora de estimar los distintos modelos de regresión.

CUADRO 4.4: ESTIMACIONES DE LOS MODELOS DE REGRESIÓN LINEAL MÚLTIPLE: ADQUISICIONES

Variables Independientes	Modelo 1	Modelo 2
Constante	0,1300**	0,1250**
<b>Variable de Recursos Intangibles:</b>		
INTANGIBLES	0,3827**	0,4503***
<b>Variables de Recursos Complementarios:</b>		
INTERNACIONALIZACIÓN	0,0099	
DIVERSIFICACIÓN PROD.	0,0864***	0,0589**
INTERNAC*DIVERSIFIC	-0,0512**	
<b>Variables de Experiencia:</b>		
EXPERIENCIA	0,0070***	0,0065***
EXPERIENCIA*DIVERSIFICACIÓN PROD.	-0,0027***	-0,0029***
<b>Variable de Incertidumbre de Recursos:</b>		
JUGADORES	0,0014*	0,0015*
<b>Variables de Incertidumbre de Acceso:</b>		
ALIANZAS PREVIAS	0,0243*	0,0277*
(ALIANZAS PREVIAS) <sup>2</sup>	-0,0051***	-0,0054***
<b>Variables de Control:</b>		
DISTANCIA CULTURAL		-0,0042
CASHFLOW	1,0674***	0,9520***
DEUDA	-0,3075***	-0,2701***
ESTABILIDAD POLÍTICA	0,0391*	0,0247
CRECIMIENTO PIB	-0,0001	-0,0017
CONTROL ESTATAL	-0,0006	0,0001
ADQUISICIÓN TOTAL	0,0040	-0,0056
ACUMULACIÓN	-0,0226*	-0,0279**
Modelo F	2,73***	2,50***
R <sup>2</sup> Ajustada	36,823%	32,994%

<sup>a</sup> Variable dependiente: CAR (-3,3). \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01.

CUADRO 4.5: ESTIMACIONES DE LOS MODELOS DE REGRESIÓN LINEAL MÚLTIPLE: ALIANZAS (I)

VARIABLES INDEPENDIENTES	Modelo 1	Modelo 2
Constante	0,1600	0,1662
<b>Variable de Recursos Intangibles:</b>		
INTANGIBLES	0,8196***	0,8579***
<b>Variables de Recursos Complementarios:</b>		
INTERNACIONALIZACIÓN		
ÍNDICE GEOGRÁFICO	0,0098	0,0127
DIVERSIFICACIÓN PROD.	0,0138	
ÍNDICE DE COMPETENCIA	0,0098	0,0062
DIVERSIF. PROD.*ÍNDICE COMP.	-0,0022	
INTERNAC*DIVERSIFIC		
<b>Variables de Experiencia:</b>		
EXPERIENCIA	0,0020***	0,0019***
EXPERIENCIA*DIVERSIFICACIÓN PROD.	-0,0001	
<b>Variable de Incertidumbre de Recursos:</b>		
JUGADORES		-0,0010*
<b>Variables de Control:</b>		
DISTANCIA CULTURAL	-0,0001	0,0003
CASHFLOW	-0,2580***	-0,2535***
DEUDA	-0,2197	-0,1769
ESTABILIDAD POLÍTICA	-0,0109	-0,0147
CRECIMIENTO PIB	-0,0017	-0,0014
CONTROL ESTATAL	0,0002	0,0001
ALIANZA GLOBAL	0,0232**	0,0235**
JOINT VENTURE	-0,0043	-0,0048
I + D	-0,0115	-0,0122
FABRICACIÓN	-0,0235	-0,0277
MARKETING	-0,0068	-0,0094
PARTICIPANTES	-0,0020	-0,0019
Modelo F	1,67**	1,90***
R <sup>2</sup> Ajustada	15,018%	18,476%

<sup>a</sup> Variable dependiente: CAR (-3,3). \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01.

CUADRO 4.6: ESTIMACIONES DE LOS MODELOS DE REGRESIÓN LINEAL MÚLTIPLE: ALIANZAS (II)

Variables Independientes	Modelo 3	Modelo 4
Constante	0,1759*	0,1782*
<b>Variable de Recursos Intangibles:</b>		
INTANGIBLES	0,8011***	0,8401***
<b>Variables de Recursos Complementarios:</b>		
INTERNACIONALIZACIÓN	0,0112	-0,0034
ÍNDICE GEOGRÁFICO		
DIVERSIFICACIÓN PROD.	0,0205	
ÍNDICE DE COMPETENCIA	0,0039	0,0057
DIVERSIF. PROD.*ÍNDICE COMP.	0,0046	
INTERNAC*DIVERSIFIC	-0,0206	
<b>Variables de Experiencia:</b>		
EXPERIENCIA	0,0019***	0,0019***
EXPERIENCIA*DIVERSIFICACIÓN PROD.	-0,0001	
<b>Variable de Incertidumbre de Recursos:</b>		
JUGADORES		-0,0010*
<b>Variables de Control:</b>		
DISTANCIA CULTURAL	-0,0021	-0,0013
CASHFLOW	-0,2598***	-0,2545***
DEUDA	-0,2423	-0,1804
ESTABILIDAD POLÍTICA	-0,0200	-0,0212
CRECIMIENTO PIB	-0,0018	-0,0016
CONTROL ESTATAL	0,0003	0,0001
ALIANZA GLOBAL	0,0212**	0,0237**
JOINT VENTURE	-0,0061	-0,0047
I + D	-0,0108	-0,0128
FABRICACIÓN	-0,0208	-0,0256
MARKETING	-0,0071	-0,0094
PARTICIPANTES	-0,0024	-0,0020
Modelo F	1,63**	1,86***
R <sup>2</sup> Ajustada	14,594%	17,745%

<sup>a</sup> Variable dependiente: CAR (-3,3). \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01.

En relación con las hipótesis relativas a los activos intangibles —hipótesis 1 y 2— la variable INTANGIBLES presenta, tanto para las adquisiciones como para las alianzas, un coeficiente positivo y estadísticamente significativo, que muestra claramente que a medida que aumenta el valor de los activos intangibles de las empresas, aumenta la rentabilidad anormal que obtienen sus accionistas como consecuencia de la realización de una combinación empresarial.

Pasando a analizar los resultados relacionados con la similitud de los activos que los participantes ponen en común vemos que, en primer lugar, la variable INTERNACIONALIZACIÓN no muestra un efecto estadísticamente distinto de cero sobre la rentabilidad anormal asociada, tanto a adquisiciones, como a alianzas. En el caso concreto de las adquisiciones, esta variable solamente aparece introducida en el primer modelo de regresión, debido a la correlación existente entre ella y la variable de DISTANCIA CULTURAL. No obstante, estimamos oportuno introducir este control en el segundo modelo, dada la gran cantidad de trabajos que la utilizan como variable explicativa de la rentabilidad anormal asociada a las adquisiciones empresariales. Por lo que respecta a las alianzas la variable INTERNACIONALIZACIÓN únicamente la introducimos en los modelos 5 y 6, dada su correlación con la variable ÍNDICE GEOGRÁFICO. Los resultados relativos a esta última variable aparecen recogidos en los dos primeros modelos —Cuadro 4.5—, y en ellos se aprecia que dicha variable tampoco presenta un efecto significativamente distinto de cero sobre la rentabilidad anormal asociada a las alianzas. En segundo lugar, la variable DIVERSIFICACIÓN PROD. muestra, para el caso de las adquisiciones, un coeficiente positivo y estadísticamente significativo en los dos modelos estimados, que indica que los accionistas de las empresas que realizan adquisiciones para acceder a recursos complementarios obtienen, por término medio, rentabilidades anormales superiores a aquéllos cuyas empresas acceden a recursos similares. En el caso de las alianzas, sin embargo, los únicos modelos —1 y 3— en los que se introduce la variable DIVERSIFICACIÓN PROD. —debido a la correlación existente entre esta variable y la variable JUGADORES— no muestran un efecto estadísticamente distinto de cero de dicha variable sobre la rentabilidad anormal de este tipo de operaciones. Con la variable ÍNDICE DE COMPETENCIA —incluida en los cuatro modelos— y la variable

DIVERSIF. PROD.\*ÍNDICE COMP. —que sólo aparece en los modelos 3 y 4, por las razones antes mencionadas— ocurre lo mismo; es decir, no presentan un efecto estadísticamente distinto de cero sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de una empresa que realiza una alianza con sus competidores y/o para entrar en un sector distinto al suyo. Finalmente, la variable multiplicativa INTERNAC\*DIVERSIFIC —que nos permite medir aquéllas operaciones para acceder a recursos con el menor grado de similitud, desde el punto de vista de ámbito al que se dirigen— recoge un efecto negativo y significativo sobre la rentabilidad anormal obtenida por las empresas para la submuestra de adquisiciones. No obstante, el valor del coeficiente negativo asociado a esta variable es inferior al valor del coeficiente asociado a la variable DIVERSIFICACIÓN PROD. ( $-0,0512$  frente a  $0,0864$ ), con lo cual el efecto positivo de las adquisiciones dirigidas a la diversificación de producto no llega a anularse en el caso de que dicha operación implique, al mismo tiempo, una diversificación geográfica. En el caso de las alianzas, la variable INTERNAC\*DIVERSIFIC no muestra un efecto estadísticamente distinto de cero sobre la rentabilidad anormal asociada a este tipo de operaciones. Por tanto, analizando en conjunto los resultados de las variables anteriores, se confirman las diferencias entre adquisiciones y alianzas que ya señalábamos en las hipótesis 3 y 4 del capítulo segundo, aunque la influencia de la similitud de activos sobre la rentabilidad anormal en las adquisiciones es más compleja de lo que pudiera parecer a primera vista, como se comenta en la discusión.

Entrando a analizar los resultados relacionados con la experiencia en la gestión de combinaciones empresariales, observamos que se confirma que el mercado de capitales valora positivamente el papel que esta experiencia puede desempeñar en el rendimiento de una combinación empresarial. En efecto, la variable EXPERIENCIA presenta un coeficiente positivo y estadísticamente significativo en los modelos estimados, tanto sobre la muestra de adquisiciones, como sobre la de alianzas, lo que viene a confirmar las hipótesis 5 y 6. Asimismo, si analizamos conjuntamente los resultados de esta variable con los de la variable multiplicativa EXPERIENCIA\*DIVERSIFICACIÓN PROD. para ambas submuestras, se confirman las diferencias entre alianzas y adquisiciones —planteadas en las hipótesis 7 y 8. El efecto positivo de la experiencia en adquisiciones sobre la rentabilidad anormal de nuevas adquisiciones se reduce notablemente cuando éstas tienen lugar en industrias diferentes de las

telecomunicaciones, pues la variable multiplicativa para esta submuestra presenta un signo negativo y estadísticamente significativo. Por el contrario, la experiencia en gestión de alianzas parece aplicable a operaciones en todo tipo de industrias, dado que en este caso la variable multiplicativa no presenta un coeficiente estadísticamente significativo.

En relación con las hipótesis relativas a la incertidumbre —hipótesis 9 y 10—, nuevamente los resultados confirman nuestras predicciones. La variable JUGADORES presenta un coeficiente positivo y significativo para las adquisiciones, mientras que para las alianzas, tal coeficiente también es significativo, pero en este caso negativo. Ello indica que los procesos que conllevan un mayor compromiso —adquisiciones— son más valorados por el mercado cuando existe menos incertidumbre sobre los recursos que son necesarios para competir, mientras que los procesos más flexibles —alianzas— serán más valorados en situaciones en las que dicha incertidumbre sea elevada. Nuestros resultados también permiten confirmar el hecho de que existe un momento óptimo para adquirir a una empresa con la que se viene colaborando —hipótesis 11. En efecto, las variables ALIANZAS PREVIAS y  $(ALIANZAS PREVIAS)^2$  presentan unos coeficientes positivo y negativo, respectivamente, y en ambos casos estadísticamente significativos. Concretamente, este efecto presenta su máximo en torno a 2, lo cual indica que aún con dos alianzas pueden quedar sinergias potenciales por explotar y una nueva adquisición permite explotar dichas sinergias, además de asegurar el acceso a los recursos del socio. El Cuadro 4.7 resume los resultados obtenidos en relación con las hipótesis planteadas

Los resultados relativos a las variables de control serán comentados en la sección siguiente.

CUADRO 4.7: RESULTADOS OBTENIDOS EN EL CONTRASTE DE HIPÓTESIS

Hipótesis	Efecto esperado	Resultado
1: Posesión de Activos Intangibles (Adquisiciones)	+	✓
2: Posesión de Activos Intangibles (Alianzas)	+	✓
3: Similitud de activos (Adquisiciones)	-	✓ (parcial)
4: Similitud de activos (Alianzas)	neutro	✓
5: Experiencia previa en la gestión (Adquisiciones)	+	✓
6: Experiencia previa en la gestión (Alianzas)	+	✓
7: Uso de experiencia para diversificar (Adquisiciones)	-	✓
8: Uso de experiencia para diversificar (Alianzas)	neutro	✓
9: En contextos de baja incertidumbre sobre la necesidad de los recursos son preferidas las...	Adquisiciones	✓
10: En contextos de elevada incertidumbre sobre la necesidad de los recursos son preferidas las...	Alianzas	✓
11: Alianzas previas entre adquirente y adquirida	∩	✓

✓ NO RECHAZADA

× RECHAZADA

Fuente: Elaboración propia.

#### IV.4 DISCUSIÓN

Con el estudio econométrico recogido en este capítulo pretendíamos identificar criterios para elegir entre alianzas y adquisiciones como opciones alternativas para el crecimiento empresarial. Además de obtener nuevas evidencias respecto de la importancia de los activos intangibles y de la similitud o complementariedad entre los distintos activos puestos en común, nuestro objetivo era resaltar la importancia de la experiencia previa de las empresas en la gestión de estos procesos y el papel de la incertidumbre a la hora de explicar el aprovechamiento que obtienen las empresas de éstos. El trabajo, por otro lado, también era una oportunidad para clarificar, en cierta

media, la influencia de otros factores previamente considerados en la literatura previa como determinantes de la rentabilidad anormal y para los que no existían resultados concluyentes.

En líneas generales, nuestros resultados nos han permitido confirmar el importante papel que desempeñan tanto los activos intangibles como la experiencia previa y la incertidumbre a la hora de explicar las rentabilidades anormales ante los procesos de combinación empresarial. Asimismo, el carácter similar o complementario de los recursos de las empresas que participan en la operación también se muestra como pieza clave para explicar esas rentabilidades anormales. Los resultados obtenidos también han contribuido a clarificar en cierta medida la influencia de algunos factores para los que no existían evidencias empíricas concluyentes, como el grado de diversificación de producto y mercado. En la presente discusión se amplía y comenta el alcance de estos resultados, analizando también su contribución al conocimiento de la industria de las telecomunicaciones.

#### **IV.4.1 Activos intangibles y combinaciones empresariales**

Nuestros resultados para las adquisiciones confirman inequívocamente los planteamientos de la Teoría de Costes de Transacción y la Teoría de Recursos y Capacidades: cuando la empresa adquirente tiene activos intangibles valiosos que transmitir a la adquirida, las adquisiciones crean valor para sus accionistas. La internalización de los mercados de activos intangibles se configura, por tanto, como una condición necesaria para obtener rentas de las operaciones de adquisición, pues los accionistas de la empresa adquirida no aceptarían vender si el precio que se paga por ella fuese inferior a la actualización de sus beneficios futuros o no reflejase el valor real de los activos de la empresa. Para el caso de las alianzas también existe una relación directa entre intangibles y rentabilidad anormal, si bien ello no implica necesariamente que la rentabilidad anormal sea una consecuencia directa de la internalización, al menos unidireccional, de los mercados de activos intangibles de la empresa analizada. Ello, en primer lugar, porque no todos los activos intangibles de la empresa tienen por qué ser transferidos a la alianza. En segundo lugar, porque para que la empresa transfiera sus

activos intangibles debe obtener a cambio aportaciones equivalentes de activos o unas condiciones privilegiadas en la negociación del acuerdo. Así pues, en las alianzas la posesión de activos intangibles valiosos se configura como un requisito para extraer mayores rentas de la operación, debido a que tal posesión aumenta su poder de negociación para obtener unas condiciones favorables en la negociación del acuerdo. Nótese que en este tipo de operaciones las empresas no pagan por el valor total de los activos a los que acceden y, por esta razón, existe a priori un mayor potencial de obtención de rentas. Sin embargo, la clave para extraer valor de estas operaciones es negociar unas condiciones adecuadas y para ello la posesión de activos intangibles es una importante ayuda.

#### **IV.4.2 Similitud de activos entre los participantes de la operación**

Los resultados obtenidos para la muestra de adquisiciones confirman parcialmente la importancia de la complementariedad de los recursos a la hora de obtener una rentabilidad anormal por parte de los accionistas de las empresas que llevan a cabo este tipo de procesos. En efecto, la puesta en común de este tipo de recursos cuando las empresas diversifican sus productos mediante adquisiciones les permitirá crear combinaciones de recursos de orden superior que podrían ser difíciles de imitar por parte de sus rivales, generando de este modo una ventaja competitiva sostenible. Por otra parte, el acceso a estos activos puede abrir nuevas oportunidades de negocio a empresas que antes no contaban con ellos.

En el caso de que los recursos sean similares es más fácil para los rivales valorarlos correctamente y de esa forma ajustar con mayor precisión la eventual ventaja competitiva que podría obtenerse si se combinasen estos recursos con los que la empresa ya cuenta. Con ello, en el momento en que exista más de un potencial oferente, las rentas que pudiesen generarse de las eventuales ventajas derivadas del acceso a este tipo de recursos —que como comentábamos en el capítulo segundo vendrían básicamente de la explotación de economías de escala— podrían ser incorporadas en el precio casi en su totalidad.

Estos resultados contradicen investigaciones previas que encontraron un descuento relacionado con la diversificación (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Servaes, 1996). No obstante, estudios recientes sobre este tema señalan que una vez se controla por características inherentes a cada compañía —nótese que nuestras estimaciones incluyen variables *dummy* específicas de empresa—, ese descuento se transforma en una prima (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2003). Obviamente, no podemos trasladar nuestro resultado a todos los sectores pero sí hemos encontrado que en el sector de las telecomunicaciones las ideas más recientes señaladas en estos trabajos son refrendadas.

En cuanto a las adquisiciones que suponen atravesar las fronteras del país de origen, nuestros resultados no nos permiten identificar un efecto claro de la internacionalización sobre la rentabilidad asociada a este tipo de operaciones. Este resultado solamente es compartido por Rad y Van Beek (1999), mientras que la mayoría de los trabajos empíricos precedentes encuentran este efecto positivo y significativo<sup>64</sup>. No obstante, debemos tener en cuenta que para las operadoras de telecomunicaciones los procesos de internacionalización en el propio sector consisten, en la mayoría de los casos, en concursos públicos en los que una empresa local que está en un proceso de privatización<sup>65</sup> recibe una serie de ofertas de compra por parte de varias empresas, de forma individual o formando consorcios internacionales<sup>66</sup>. En estos concursos, el propio mecanismo competitivo entre los adquirentes hace que la prima exigida por el vendedor absorba las potenciales sinergias del comprador. Por tanto, es lógico que las adquisiciones internacionales en el propio sector de las telecomunicaciones no afecten a la rentabilidad anormal que pueden conseguir las empresas compradoras, al menos en sentido positivo.

---

<sup>64</sup> Véase el capítulo I para una revisión de estos trabajos.

<sup>65</sup> Esta empresa que se privatiza suele estar disfrutando de una posición monopolística en el mercado local hasta ese momento.

<sup>66</sup> Estos consorcios se definen como procesos de cooperación empresarial regulados por una relación contractual entre los socios y con un horizonte temporal generalmente ilimitado. El objetivo de estos acuerdos es la puesta en marcha de un proyecto empresarial de gran envergadura en materia de telecomunicaciones y que precisa de importantes aportaciones financieras y tecnológicas (Durán y Gallardo, 1994). La creación de este tipo de consorcios para la internacionalización de las operadoras de telecomunicaciones aparece en multitud de iniciativas (Durán y Gallardo, 1997).

Finalmente, respecto a las adquisiciones que suponen una mayor complementariedad de recursos —entradas en un sector y un país distintos al mismo tiempo— los resultados de nuestro estudio muestran un efecto negativo sobre las empresas que las realizan, que contradice nuestra hipótesis de partida. No obstante, analizando conjuntamente este resultado y el relativo a la diversificación de producto —cuyo efecto era positivo—, claramente vemos cómo el mercado valora más las adquisiciones de diversificación de producto realizadas dentro de las fronteras de las empresas. En estos casos, las operadoras pueden explotar su red nacional beneficiándose de un mejor apalancamiento de sus recursos<sup>67</sup>. Sin embargo, en las operaciones de diversificación de producto y geográfica al mismo tiempo, las posibilidades de apalancar sus recursos son menores y las redes de alianzas permiten explotar mejor estas posibilidades.

Nuestros resultados indican claramente que los inversores valoran más las operaciones domésticas y de internacionalización en el negocio que las adquisiciones internacionales de diversificación. De este modo, el mercado valoraría más las posibilidades de explotar y ampliar las oportunidades de negocio asociadas al negocio central —bien diversificando en el mercado doméstico en negocios inducidos por el central, bien ampliando el negocio de telecomunicaciones a escala internacional— que la diversificación de producto en otros países.

Respecto de las alianzas, nuestros resultados no permiten identificar un efecto claro de la diversificación de producto, geográfica o de ambas al mismo tiempo, para las que existían resultados contradictorios en la literatura. Asimismo, los resultados tampoco permiten confirmar la existencia de un efecto de la similitud —geográfica o sectorial— de los activos puestos en común sobre la rentabilidad anormal de los accionistas de las empresas que forman alianzas. En estos casos, existe una doble ventaja de este tipo de operaciones, frente a las adquisiciones. En primer lugar, una empresa no paga por todos los recursos a los que accede mediante una alianza, independientemente de que estos sean similares o complementarios. En segundo lugar, esta primera ventaja podrá explotarse, tanto en las alianzas dirigidas a mercados locales

---

<sup>67</sup> Aprovechando su red nacional de clientes para ofrecerles servicios complementarios y utilizando sus

o de otros países, como en las realizadas para coordinar actividades dentro o fuera del negocio de las telecomunicaciones. De este modo, el mercado no valoraría de forma distinta estas operaciones, independientemente de la nacionalidad o la industria a la que pertenezcan de sus socios y del ámbito geográfico y/o sectorial al que se dirigiesen.

Valorando globalmente estos resultados, nos encontramos con que, aunque aquéllos obtenidos para la submuestra de adquisiciones vendrían a confirmar, en cierta medida, los postulados de la Teoría de la Asimetría de Información (Balakrishnan y Koza, 1993), ello no es así en el caso de las alianzas. Así, las adquisiciones que simultáneamente suponen internacionalización y diversificación —que es donde cabría esperar una mayor asimetría de información— la variable multiplicativa que recoge el efecto presenta un resultado negativo y significativo. No obstante, el hecho de que no se observe un efecto significativo y positivo para las alianzas, que es donde se ha observado previamente —por ejemplo, Reuer y Koza (2000)—, unido a que la rentabilidad anormal de estas operaciones tampoco se ve afectada positivamente cuando los socios pertenecen a otros países o sectores —en las que también la asimetría de información puede ser superior—, viene a arrojar serias dudas acerca de que sea ésta la explicación del resultado de estas variables.

#### **IV.4.3 Experiencia previa en la realización de combinaciones empresariales**

Tanto las adquisiciones, como las alianzas, son operaciones complejas de gestionar. Por esta razón, cabe esperar que la experiencia previa de la empresa en este tipo de operaciones se traduzca en mayores expectativas por parte de los mercados de capitales respecto del potencial de beneficios que cada operación puede generar. Los resultados de las variables directamente relacionadas con esta experiencia son inequívocos en este sentido. Estos resultados confirman evidencias previas encontradas por otros autores como Zollo y Singh (1998), para el caso de adquisiciones, o Anand y Khanna (2000), Kale *et al.* (2002) o Vidal y García-Canal (2003), para alianzas. Cabe señalar, asimismo, que repitiendo las estimaciones reemplazando la experiencia en adquisiciones por la experiencia en alianzas y viceversa en las submuestras de

---

infraestructuras para hacerles llegar esos servicios.

adquisiciones y alianzas, respectivamente, los modelos estimados perdieron notablemente en significación global. Así pues, cuanto mayor bagaje previo tenga la empresa en la operación correspondiente cabe esperar una reacción más positiva del mercado de capitales. Nuestros resultados también pusieron de manifiesto una importante diferencia entre adquisiciones y alianzas. La experiencia en alianzas parece directamente aplicable a todo tipo de operaciones, pues no se aprecian diferencias entre el efecto de la experiencia en las operaciones en la industria y fuera de ella. Se trata de unos resultados que complementan los de Barkema *et al.* (1997), quienes encontraron que la experiencia acumulada en la gestión de alianzas domésticas podía ser explotada en la gestión de las alianzas internacionales. Comoquiera que la clave para extraer rentas de las alianzas pasa por el desarrollo de la relación y de lo que Dyer y Singh (1998) denominan como fuentes de rentas relacionales, parece que las acciones encaminadas a la obtención de tales rentas deben ser las mismas en todos los casos. Sin embargo, la experiencia en adquisiciones no parece igualmente aprovechable cuando la empresa traspasa las fronteras de su industria. La gestión de las adquisiciones y la integración posterior de la adquirida dentro de la adquirente es muy distinta cuando aquélla está ubicada en un negocio diferente y ello tiene su reflejo en la reducción de la importancia de esta experiencia cuando nos alejamos del negocio principal de la empresa.

#### **IV.4.4 Incertidumbre**

La elección entre alianzas y adquisiciones puede ser representada como un dilema entre la flexibilidad y el compromiso. En efecto, el ya mencionado carácter irreversible de las adquisiciones hace que éstas sean una decisión estratégica que muchas empresas se sienten retraídas a tomar debido a la incertidumbre que puede existir en el proceso. Como ya mencionamos, el principal elemento de incertidumbre está relacionado con el grado de necesidad de los recursos del socio. La industria de las telecomunicaciones, objeto de nuestro estudio, es un caso claro donde se han presentado de forma paralela varios procesos que han convulsionado la industria, como la desregulación, la globalización y la aparición de nuevas tecnologías. Estos procesos han impulsado a las empresas a obtener nuevos recursos que les permitieran afrontar con garantías los retos

asociados a la internacionalización y diversificación inducidas por los ya mencionados *shocks*. Tras estos *shocks*, las primeras combinaciones se realizan ante elevadas dosis de incertidumbre. De hecho, es esta incertidumbre la que mueve a las empresas a la formación de bloques estratégicos o constelaciones (Nohria y García-Pont, 1991; Gomes-Casseres, 1996). Así, la evidencia empírica sugiere que en las industrias que son objeto de un *shock* competitivo suelen darse dos oleadas de combinaciones empresariales: una primera, en la que predominan las alianzas, seguida de una segunda en la que las adquisiciones son más frecuentes (García-Pont, 1999). Nuestros resultados muestran que el mercado de capitales parece premiar esa pauta de comportamiento, valorando la flexibilidad en los primeros estadios, para premiar el compromiso una vez que la incertidumbre se reduce. En efecto, a medida que aumentan las operaciones previas de internacionalización o diversificación por parte de la población de empresas analizada, las operaciones de adquisición son más valoradas por el mercado de capitales, mientras que las operaciones de alianza lo son menos. La incertidumbre sobre la necesidad de recursos externos es una variable difícil de medir, pues los diversos *shocks* competitivos en la industria se han producido de forma paralela y no simultánea en el tiempo. Por esta razón, pensamos que nuestra aproximación, el número de empresas de la población que ya habían cruzado las fronteras nacionales —para operaciones en el sector de telecomunicaciones— o ya habían entrado en la industria en cuestión —para operaciones de diversificación—, mide con bastante precisión la incertidumbre, pues trata diferenciadamente cada contexto.

Entrando ahora a analizar la llamada incertidumbre de acceso, nuestros resultados confirmaron la existencia de un efecto de U invertida entre el número de alianzas previas con un socio y las rentabilidades anormales obtenidas tras su adquisición, estando el máximo en dos alianzas. De este modo, tras la segunda alianza, sería preferible una adquisición a una nueva alianza. Este resultado complementa el de Vanhaverbeke *et al.* (2002). Mientras que ellos encontraron que cada nueva alianza entre un par de socios aumenta la probabilidad de una adquisición entre ellos, nuestros resultados muestran que la reacción máxima se produciría tras la segunda alianza y que, incluso, tras la cuarta alianza la reacción sería negativa. La explicación a este resultado sería el que a medida que aumenta el número de alianzas, a partir de un umbral quedan

menos sinergias por explotar por parte de las empresas y éstas tienen cada vez más asegurados unos derechos de control relevantes sobre los activos de su socio.

#### **IV.4.5 Variables de control**

Tal y como señalamos al hablar de similitud de los activos puestos en común, la adquisición de empresas extranjeras no es valorada en ningún caso positiva y significativamente por el mercado de capitales, e incluso si la adquisición internacional supone también la diversificación de producto, la respuesta es negativa. Este resultado es llamativo, máxime si tenemos en cuenta el resultado de otras variables como la distancia cultural, la estabilidad política o la tasa de crecimiento del PIB del país de destino. Este resultado también podría estar relacionado con las propias características de la muestra y, quizás, con cierta preocupación por parte de los inversores respecto de la repercusión de las adquisiciones internacionales no relacionadas sobre la solvencia de la empresa. Como se puede apreciar, la rentabilidad anormal disminuye en las empresas más endeudadas —como muestra el coeficiente negativo y significativo de la variable DEUDA— y aumenta en las empresas que cuentan con mayores disponibilidades de fondos —según indica el coeficiente positivo y significativo de la variable CASHFLOW.

En cuanto a las alianzas, el mercado penaliza a aquellas empresas con más fondos disponibles, mientras que el nivel de endeudamiento no parece afectar a la rentabilidad asociada a estas operaciones. El mercado primaría, por tanto, combinaciones más arriesgadas —adquisiciones—, en aquellas empresas con situación financiera más saneada y mayor capacidad de generar fondos.

En nuestras estimaciones también controlábamos por la presencia de capital público como medida de la discrecionalidad directiva. Esta variable no presenta significación estadística.

Pasando a analizar las variables relacionadas exclusivamente con las adquisiciones, el mercado parece no primar, ni penalizar, las primeras compras en las

que se adquiere el 100% de la empresa objetivo, en relación con aquéllas en las que se compra menos de ese porcentaje. De hecho, los resultados muestran que son peor valoradas las segundas y posteriores compras en empresas ya participadas que las primeras compras parciales. Para comprobar si este resultado es independiente del porcentaje de capital adquirido en la primera compra, hemos reestimado los dos modelos estudiados en la muestra de adquisiciones introduciendo una única variable relacionada con esta característica de la operación. Para ello hemos creado la variable *dummy* PRIMERA COMPRA<sup>68</sup>, que toma el valor 1 cuando la empresa adquirente no posee participación alguna del capital de la adquirida, tomando el valor 0 en caso contrario. Los resultados de las estimaciones de estos modelos se presentan en el Cuadro 4.8.

---

<sup>68</sup> Esta variable no presenta correlaciones superiores a 0,5 con el resto de variables incluidas en los modelos.

CUADRO 4.8: ESTIMACIONES DE LOS MODELOS DE REGRESIÓN LINEAL MÚLTIPLE: ADQUISICIONES

Variables Independientes	Modelo 1'	Modelo 2'
Constante	0,1084*	0,0971*
<b>Variable de Recursos Intangibles:</b>		
INTANGIBLES	0,3915**	0,4399***
<b>Variables de Recursos Complementarios:</b>		
INTERNACIONALIZACIÓN	0,0081	
DIVERSIFICACIÓN PROD.	0,0844***	0,0598**
INTERNAC * DIVERSIFIC	-0,0484**	
<b>Variables de Experiencia:</b>		
EXPERIENCIA	0,0070***	0,0065***
EXPERIENCIA * DIVERSIFICACIÓN PROD.	-0,0027***	-0,0029***
<b>Variable de Incertidumbre de Recursos:</b>		
JUGADORES	0,0014*	0,0015*
<b>Variables de Incertidumbre de Acceso:</b>		
ALIANZAS PREVIAS	0,0249*	0,0267*
(ALIANZAS PREVIAS) <sup>2</sup>	-0,0052***	-0,0052***
<b>Variables de Control:</b>		
DISTANCIA CULTURAL		-0,0042
CASHFLOW	1,0396***	0,9814***
DEUDA	-0,3009***	-0,2788***
ESTABILIDAD POLÍTICA	0,0396*	0,0231
CRECIMIENTO PIB	-0,0000	-0,0018
CONTROL ESTATAL	-0,0006	0,0000
PRIMERA COMPRA	0,0239**	0,0259**
Modelo F	2,83***	2,59***
R <sup>2</sup> Ajustada	37,521%	33,661%

<sup>a</sup> Variable dependiente: CAR (-3,3). \* p<0,1; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01.

En el Cuadro anterior apreciamos cómo la variable PRIMERA COMPRA tiene un coeficiente asociado positivo y significativo —para un nivel de confianza superior al 95% en ambos modelos estimados<sup>69</sup>. Ello indica que las adquisiciones realizadas por una empresa sobre otra en la que no participaba hasta el momento son mejor valoradas por el mercado, frente a los incrementos en la participación que una empresa posee sobre otra. La explicación de este resultado podría apoyarse en la mayor información que los accionistas de la empresa adquirida tienen acerca de las sinergias que pueden derivarse de la combinación de los recursos de ambas empresas —adquirente y adquirida. En efecto, en una primera compra esos accionistas no tienen la certeza de cuáles pueden ser las sinergias que la empresa adquirente va a poder explotar al combinar sus recursos con los de la otra compañía. En este caso, los accionistas de la empresa comprada tendrían una información en cierta medida limitada para fijar una prima que ajustase el valor potencial que generaría la adquisición. Sin embargo, en el caso de que la empresa adquirente ya posea parte del capital de la adquirida, es de esperar que ya se hayan empezado a generar rentas derivadas de la combinación de los activos que ambas compañías han puesto en común en la operación u operaciones previas. Por tanto, los accionistas de la empresa adquirida podrán disponer de una mayor información sobre cuáles podrían ser otras sinergias que la empresa adquirente pudiese explotar y, por ello, podrían fijar una prima más ajustada al valor real de los activos que venden a la empresa compradora. Por tanto, en este segundo caso el valor pagado por los recursos que adquiere dicha empresa estaría más próximo al valor de las potenciales sinergias que podrían explotar derivadas de la combinación de esos recursos con los que ya dispone y, en definitiva, dicho valor sería apropiado por los accionistas de la empresa adquirida. En conclusión, las acumulaciones de capital deberían ser peor valoradas por el mercado de capitales, como se demuestra en los resultados expuestos previamente.

Entrando a analizar los resultados de variables relacionadas con la submuestra de alianzas, éstos no muestran efecto significativo para el área funcional de la alianza, el número de socios o la creación de empresas conjuntas. No obstante, el mercado sí

---

<sup>69</sup> Asimismo, se observa que los coeficientes asociados al resto de variables explicativas apenas sufren cambios en su valor y en ningún caso varía su signo ni el nivel de confianza para el que se rechaza la

valora estas operaciones cuando permiten a las empresas realizar simultáneamente actividades en varios mercados —alianzas globales. Este resultado confirma los obtenidos en anteriores trabajos, como Vidal (2000). Esto significa que el mercado valora aquellas alianzas en las que las empresas explotan al máximo las sinergias existentes entre sus recursos.

#### **IV.4.6 Implicaciones para el sector de las telecomunicaciones**

El objetivo de este capítulo era contrastar si, efectivamente, los principales factores a los que hemos hecho alusión a lo largo del capítulo segundo de este trabajo —presencia de activos idiosincrásicos, similitud de activos puestos en común, experiencia previa e incertidumbre— son tenidos en cuenta por los mercados de capitales, afectando a la rentabilidad anormal obtenida por los accionistas de las operadoras europeas de telecomunicaciones que llevan a cabo una combinación empresarial. A la vista de los resultados, observamos cómo, efectivamente, dichos factores afectan a esas rentabilidades. No obstante, no podríamos concluir una investigación como ésta —centrada exclusivamente en un único sector— sin comentar las implicaciones que podemos extraer relativas al mismo. Desarrollamos dichas implicaciones en los párrafos siguientes.

En primer lugar, hemos comprobado cómo en esta industria se dan las regularidades empíricas detectadas por García-Pont (1999) en otros sectores regulados. Las operadoras de telecomunicaciones han sufrido durante los últimos años un proceso de desregulación y globalización, caracterizado por la liberalización de los mercados, que ha coincidido con un rápido cambio tecnológico y la consolidación de un mercado global (Trillas, 2002). Estos cambios en el entorno de las compañías han modificado los límites de la industria y el tamaño y el alcance óptimos de las actividades de estas empresas (Laffont y Tirole, 2000). Bajo esta nueva situación, era probable que las compañías no contasen con todos los recursos necesarios para competir en el nuevo entorno (Menguzzato, 1995), por lo que deberían llevar a cabo actividades que les permitiesen acceder con rapidez a los recursos que les faltaban. Era de esperar, por

---

hipótesis nula de que dichos coeficientes son iguales a cero.

tanto, que las empresas redefinieran tanto su *stock* de recursos como el ámbito de sus actividades (Cuervo-Cazurra, 2001). Nuestros resultados confirman que, tanto las alianzas, como las adquisiciones, han sido comúnmente utilizadas por este tipo de compañías para alcanzar este objetivo. Además, hemos comprobado cómo, al igual que en otros sectores que han sufrido un *shock* competitivo, en la industria de las telecomunicaciones existen dos oleadas de combinaciones empresariales diferentes: una primera en la que predominan las alianzas estratégicas; y una posterior en el que son más numerosas las adquisiciones. Todo ello, nos permite afirmar que el sector de las telecomunicaciones en Europa está sufriendo un proceso de ajuste, en el que empresas que hasta ahora disfrutaban, en muchos casos, de monopolios locales, están tratando de acceder a los recursos que necesitan para situarse al mismo nivel competitivo de otras empresas que han pasado a ser sus rivales directas, una vez sus mercados se han liberalizado. Este proceso de reestructuración, si bien ha evolucionado desde las primeras liberalizaciones de los mercados de telefonía fija — en 1985 en el Reino Unido— y móvil —en 1985 en el mismo país y en 1986 en Suecia—, aún no ha concluido. Al tratarse de un sector donde la tecnología evoluciona rápidamente, las compañías se ven obligadas a cambiar su estrategia (Baden-Fuller y Stopford, 1991) y desarrollar sus recursos (Helfat, 1997) para adaptarse a las nuevas situaciones competitivas. Comoquiera que el desarrollo tecnológico y las posibilidades de negocio asociadas al mismo no han sido agotadas, todavía cabe esperar ciertos movimientos. También debe tenerse en cuenta que, aunque los sectores están desregulados, todavía existen ciertas trabas administrativas a la realización de estas operaciones —sirva como ejemplo el intento fallido de fusión entre Telefónica y la operadora holandesa KPN, fruto, en parte, de la oposición del Gobierno español a la entrada de la operadora extranjera en el capital de Telefónica. Todo ello nos hace afirmar que la consolidación en el sector aún no ha llegado a su fin.

En segundo lugar, hemos comprobado que las combinaciones empresariales, sean éstas adquisiciones o alianzas, presentan, en promedio, un impacto negativo sobre la rentabilidad de los accionistas de las operadoras que las llevan a cabo. En el caso de las adquisiciones, este resultado es relativamente común en estudios previos realizados para

otros sectores<sup>70</sup>. Sin embargo, los escasos trabajos que han analizado las adquisiciones en el contexto específico de las telecomunicaciones, han encontrado que los accionistas de las empresas adquirentes en raras ocasiones se benefician de estas operaciones (Trillas, 2002), obteniendo, en la mayoría de los casos, rentabilidades anormales que no son significativamente distintas de cero (Rieck, 2002). No obstante, Trillas (2002) señala la importancia de profundizar en el estudio de estas rentabilidades anormales utilizando muestras mayores<sup>71</sup>. Adicionalmente, a lo largo del tercer capítulo de esta investigación hemos comprobado cómo cualquier tipo de adquisición y prácticamente cualquier tipo de alianza —salvo las realizadas con socios de la Unión Europea, Estados Unidos o Japón y las alianzas globales con actividades en una sola área— destruían valor para los accionistas<sup>72</sup> de las empresas que las llevaban a cabo. Por tanto, nuestro estudio viene a complementar los resultados de estudios anteriores, permitiéndonos afirmar que el mercado desapruueba las operaciones de desarrollo corporativo de las operadoras de telecomunicaciones europeas. En el caso de las adquisiciones, uno de los motivos del comportamiento negativo del mercado podría ser lo que se ha dado en llamar la *maldición del ganador*. Cuando existe asimetría de información en torno los recursos que posee la empresa adquirida, unida a la incertidumbre sobre si dichos recursos van a ser necesarios en el futuro y a la competencia de varias empresas por los mismos, puede ocurrir que la empresa adquirente los sobrevalore, pagando por ellos una prima que posteriormente no podrá recuperar. Esto es lo que ha ocurrido, concretamente, con las licencias de Tercera Generación —3G. Las operadoras se han apresurado a comprar estas licencias en los países en los que se ofertaban pero la incertidumbre sobre si dichas licencias iban a poder explotarse inmediatamente o no era elevada. A medida que ha pasado el tiempo hemos visto cómo la *burbuja* especulativa que sufrieron las operadoras europeas a finales de los años 90 —impulsada, en gran medida, por la consecución de dichas licencias 3G—, se evaporaba una vez se veía que estas licencias no podrían explotarse inmediatamente, provocando caídas generalizadas en los títulos de estas compañías. A modo de ejemplo, la finlandesa Sonera estuvo a

---

<sup>70</sup> Uno de los sectores que ha sido objeto de un mayor número de estudios ha sido el bancario, con trabajos como Subrahmanyam *et al.* (1997), Frame y Lastrapes (1998) o DeLong (2001), entre otros.

<sup>71</sup> La muestra utilizada por este autor es de 12 adquisiciones.

punto de declararse en quiebra en dos ocasiones, tras realizar unas elevadas inversiones en telefonía móvil de tercera generación.

El resultado negativo de la realización de alianzas muestra que las compañías operadoras de telecomunicaciones no han sabido generar expectativas de rentabilidad en estas operaciones, que, como ya se ha comentado previamente, tienen una mayor capacidad para generar rentas. De hecho, hemos visto cómo muchas de las operaciones realizadas se han ido rompiendo con el paso del tiempo<sup>73</sup>. No obstante, hemos observado que las alianzas globales son valoradas positivamente por los mercados. El motivo de este hecho podría ser que este tipo de alianzas permite a las empresas utilizar sus recursos en un ámbito mayor. En efecto, estas alianzas facilitan a los socios el acceso a varios mercados al mismo tiempo y les permiten acelerar su proceso de internacionalización (García-Canal *et al.*, 2002), tienen un amplio potencial de desarrollo futuro —pueden ser entendidas como una plataforma de inversión futura (Kogut y Zander, 1992)— y refuerzan la posición competitiva de las empresas que las realizan. Aun así, las alianzas globales son difíciles de gestionar, pues presentan una serie de complicaciones, como unos mayores costes de coordinación que dificultan su puesta en práctica (Ohmae, 1989), una pérdida de autonomía (Thompson y McEwen, 1958) y la posible erosión competitiva, derivada de revelar al socio las fuentes de ventaja competitiva con las que cuenta la empresa (Porter y Fuller, 1986). Estos riesgos han propiciado el fracaso de ciertas alianzas globales realizadas en este sector, como la salida de Telefónica de la alianza *Unisource*<sup>74</sup>. Así pues, parece que las compañías de telecomunicaciones no han podido generar valor en su proceso de acceso a recursos externos, bien porque a la hora de adquirir otras compañías han tenido que pagar una prima elevada por ellas, o bien porque no han sabido definir ni gestionar con mucho acierto alianzas encaminadas a alcanzar ese objetivo.

---

<sup>72</sup> O, a lo sumo, no afectaba a su rentabilidad. Véase el capítulo III de este trabajo, donde se presenta la rentabilidad anormal asociada a cada tipo de combinación empresarial.

<sup>73</sup> Como la desaparición de *Concert* en 2001, que había sido creada por *British Telecom* y *AT&T* en 1998.

<sup>74</sup> Un estudio en detalle de esta alianza y las causas de la salida de Telefónica puede verse en Durán y Gallardo (1997) y García-Canal *et al.* (2002).

Adicionalmente, hemos observado que en el sector de las telecomunicaciones, la diversificación es siempre relacionada, es decir, las compañías de telecomunicaciones no realizan adquisiciones o alianzas con empresas que no tengan ningún punto en común con su sector. Este hecho ya había sido comprobado en estudios previos, como Rieck (2002). Sin embargo, lo más importante es que hemos podido comprobar —en línea con los estudios más recientes de diversificación, como Campa y Kedia (2002)— que una vez se tienen en cuenta las características inherentes a cada compañía de telecomunicaciones, las adquisiciones dirigidas a actividades distintas del propio servicio de comunicación afectan positivamente a la rentabilidad de los accionistas de las empresas que las emprenden.

Todos estos resultados analizados conjuntamente parecen indicar que el sector de las telecomunicaciones ha pasado por dos etapas claramente diferenciadas. En la primera de ellas, las empresas debían adaptarse a una situación competitiva nueva —propiciada, en gran medida, por la liberalización de los mercados—, en la cual predominaban operaciones flexibles —alianzas— que les permitían acceder a los recursos que parecían ser más necesarios para seguir siendo competitivas. En la segunda etapa, en la cual nos encontramos hoy en día, este sector está sumido en un proceso de consolidación que aún no ha terminado, debido, principalmente, a la existencia de trabas administrativas que dificultan la realización de ciertas combinaciones empresariales y a que la tecnología utilizada para comunicarse aún no ha sido plenamente desarrollada. Otro factor que también dificulta la realización de nuevas operaciones es la delicada situación financiera en la que han quedado muchas compañías, que previene a muchas de ellas a sanearse internamente antes de proseguir con nuevas operaciones cooperativas.

## **CONCLUSIONES**



En este apartado se recogen las conclusiones más importantes obtenidas en la realización de este trabajo de investigación. La estructura del mismo respeta el esquema que hemos seguido durante el desarrollo de los distintos capítulos del propio trabajo, con la pretensión de facilitar su seguimiento. Asimismo, presentamos estas conclusiones de forma sucinta a fin de no reiterar los razonamientos recogidos en el estudio.

Una vez presentadas las conclusiones, se discuten las principales aportaciones realizadas y se ponen de manifiesto las limitaciones del trabajo, finalizando el apartado con la exposición de las posibles líneas de desarrollo futuro.

\*\*\*\*\*

En el primer capítulo, se pretendía definir los conceptos necesarios para el desarrollo y el seguimiento de esta investigación, así como revisar los antecedentes que existían en la literatura al respecto, con el objetivo de posicionarlo en la misma.

De esta forma, en el primer apartado de este capítulo delimitamos el concepto de combinación empresarial, en general, y de fusión y adquisición y alianza estratégica, en

particular. Asimismo, presentamos las distintas tipologías que nos permiten clasificar ambos tipos de acuerdos.

Una revisión inicial de la literatura sobre combinaciones empresariales en general nos permite concluir que todas ellas presentan un rasgo distintivo: son medios alternativos que permiten a las empresas acceder a recursos y capacidades; a) en poder de otras compañías, b) para las que no existe un mercado —idiosincrásicas— y c) necesarias para competir. De esta forma, tanto fusiones y adquisiciones como alianzas presentan estas características, si bien cada tipo de operación posee, además, otros rasgos distintivos propios que permiten una delimitación conceptual más precisa de cada una. En concreto, las fusiones y adquisiciones son procesos que permiten a dos empresas independientes agrupar todas sus actividades bajo una única dirección, estableciéndose una relación jerárquica de subordinación entre la empresa adquirente y la adquirida. Asimismo, ambos tipos de operación se diferencian, principalmente, en la forma jurídica empleada para su puesta en práctica, con lo que en el trabajo nos hemos referido a ellos de forma indistinta. En cuanto a las alianzas, son procesos en los que los socios participantes coordinan sus actividades futuras, para tratar de conseguir unos objetivos comunes. Ello no implica una relación de subordinación entre estos socios — como en el caso de las adquisiciones—, si bien si existe cierta pérdida de autonomía organizativa e, incluso, la difuminación de los límites de la organización.

Una vez definidos los dos tipos de operación que son objeto de nuestro estudio e identificadas sus principales características, analizamos diversas tipologías de ambos tipos de combinación, realizando a continuación una revisión de los principales enfoques teóricos que se han utilizado en la literatura para tratar de explicar la reacción del mercado de capitales ante la realización de adquisiciones y alianzas estratégicas. Tras esta revisión, llegamos a la conclusión de que existen notables coincidencias en los argumentos teóricos que explican esa reacción cuando las empresas llevan a cabo cualquiera de los dos tipos de combinación empresarial analizados. Así, los enfoques que identificamos como más importantes son la Teoría de la Agencia, el enfoque de la Asimetría Informativa, la Teoría de Sinergias, el enfoque de la Organización Industrial, las Teorías Organizativas y, por último, la Teoría de Costes de Transacción.

En el primero de los enfoques, las combinaciones empresariales se analizan desde el punto de vista de los conflictos de intereses relacionados con la separación entre propiedad y control de las empresas. En este sentido, estas combinaciones se presentan como mecanismos que permiten a los directivos obtener beneficios privados asociados al crecimiento de la empresa a costa de los intereses de los accionistas. Por tanto, bajo este enfoque se espera que el efecto sobre la rentabilidad de las empresas implicadas en una combinación empresarial sea negativo. No obstante, para el caso de las adquisiciones, este enfoque se centra en la existencia de un mercado de control corporativo que permite a compañías con equipos directivos eficientes adquirir a otras cuya directiva no lo es tanto. De esta forma, el mercado de control corporativo actúa como un mecanismo disciplinador que permite substituir directivos ineficientes en las unidades adquiridas. Por tanto, el efecto esperado de una adquisición sobre la rentabilidad anormal de la empresa adquirida es positivo bajo este enfoque. En cuanto a la segunda teoría —Asimetría Informativa—, explica que la existencia de asimetrías de información sobre el valor de los recursos que se ven afectados por una combinación empresarial hará que las alianzas, como mecanismos con un menor grado de compromiso, sean preferibles a las adquisiciones. Por lo que respecta a la Teoría de Sinergias, las combinaciones empresariales se identifican como una forma de generar ventajas competitivas asociadas al aprovechamiento de las complementariedades —sinergias— existentes entre los recursos puestos en común. Por su parte, el enfoque de la Organización Industrial apunta que tanto las adquisiciones como las alianzas son mecanismos que permiten a las compañías que las llevan a cabo aumentar su poder de mercado. El siguiente enfoque —que se apoya en la Teoría de la Organización— incide en la importancia de las características organizativas de las empresas, que afectan a la forma en que éstas llevan a cabo las combinaciones empresariales. Por último, la Teoría de Costes de Transacción identifica a las combinaciones empresariales como mecanismos que permiten a las empresas internalizar mercados de recursos idiosincrásicos, beneficiándose así de la puesta en común de este tipo de recursos que de otra forma conllevaría unos elevados costes de transacción.

Una vez presentadas las distintas teorías que tratan de explicar el efecto de la realización de una combinación empresarial sobre la rentabilidad anormal de las empresas que la efectúan, en la tercera y última sección del capítulo presentamos las

principales evidencias empíricas que encontramos tras una revisión exhaustiva de los trabajos que analizan ese efecto, tanto en el caso de las adquisiciones, como en el de las alianzas. Todos los trabajos analizados tienen como característica común la metodología utilizada —el estudio de acontecimientos—, ya que tras una revisión de la literatura que analiza explícitamente las ventajas e inconvenientes asociados a esta metodología, pudimos concluir que ésta permite aproximar las ganancias —o pérdidas— asociadas a la realización de una combinación empresarial y, en definitiva, la creación —o destrucción— de valor asociada a dicha operación.

En cuanto a las evidencias empíricas encontradas en los estudios de acontecimientos revisados, en primer lugar, llegamos a la conclusión de que las adquisiciones afectan positivamente a la rentabilidad de las acciones de las empresas que son adquiridas, mientras que este efecto presenta una evidencia mixta para el caso de las acciones de la adquirente. Por lo que respecta a las alianzas, si bien la mayoría de los trabajos encuentran efectos positivos sobre la rentabilidad de las empresas que las llevan a cabo, tampoco existe una evidencia totalmente clara al respecto. Asimismo, otra conclusión a la que llegamos es que la respuesta de los mercados ante la realización de una adquisición es más elevada —en términos porcentuales— que ante la firma de una alianza. Finalmente, el análisis de la literatura empírica nos permitió observar que el problema de investigación realmente relevante en relación con esta temática reside, no tanto en cuantificar la respuesta de los mercados ante una combinación empresarial, como en tratar de encontrar y analizar los factores que afectan en mayor medida a dicha respuesta. Muchos de estos factores han sido analizados, tanto en la literatura sobre adquisiciones, como en la que estudia las alianzas estratégicas, entre los que se encuentran: la estructura de propiedad de las compañías implicadas, los incentivos que éstas tienen para llevar a cabo la combinación, el carácter internacional de la misma — así como la distancia cultural entre las empresas que la realizan— y si la combinación permite la diversificación de producto de la empresa que la realiza —haciendo especial hincapié en cómo afecta el grado de relación de los negocios a la rentabilidad anormal de la operación. Concretamente, para los dos últimos factores es para los que existe un mayor grado de desacuerdo sobre su incidencia en la rentabilidad en la literatura analizada. Todos estos factores encontrados, así como otros específicos de cada tipo de operación —como las características de la adquisición en cuanto al porcentaje adquirido

o la forma de financiación, o el tamaño relativo de los socios que forman una alianza, entre otros— nos sirvieron de base para determinar los aspectos que necesitaban más investigación, dada la falta de evidencias claras en torno a ellos.

Toda esta revisión, tanto teórica como empírica, de la literatura sobre combinaciones empresariales nos permitió establecer los antecedentes del estudio y las bases sobre las que construir el modelo teórico y las hipótesis que se desarrollaron en el segundo capítulo de este trabajo.

\*\*\*\*\*

El segundo capítulo tenía por objeto desarrollar un marco teórico que permitiese analizar la creación de valor asociada a las combinaciones empresariales, así como identificar los factores determinantes de dicha creación de valor. Para ello, en primer lugar, dimos respuesta a dos preguntas: por qué se llevan a cabo combinaciones empresariales y cuándo se realizan. El motivo por el que se realizan este tipo de operaciones radica en que permiten combinar recursos para los que no existe un mercado eficiente —idiosincrásicos. En cuanto a la segunda pregunta planteada, dado que las combinaciones empresariales permiten a las empresas acceder a recursos necesarios para competir, el momento en el que se realice este tipo de operaciones dependerá en gran medida de la situación específica del sector al que pertenezcan estas empresas. Así, encontramos cómo en muchos sectores las adquisiciones y las alianzas se producen en oleadas que dan lugar a la formación de bloques estratégicos en cada sector. Asimismo, tras analizar la literatura previa sobre la formación de estos bloques, encontramos que ésta sugiere la existencia de dos ciclos distintos en los procesos de formación de bloques o constelaciones de empresas que compiten frente a otros bloques o constelaciones. Además, también existe cierta evidencia en cuanto a que en el primero de esos ciclos predominan las alianzas estratégicas, mientras que en el segundo son más numerosas las adquisiciones. Por tanto, concluimos que las evidencias encontradas sugieren que la forma en que las empresas acceden a recursos necesarios para competir depende del momento en el que se encuentre el sector. No obstante, no existen estudios empíricos que demuestren si los mercados de capitales priman ese comportamiento.

En la tercera y última sección del segundo capítulo, tras la revisión de la literatura teórica y empírica efectuada en el capítulo primero y el desarrollo teórico de las dos primeras secciones de este segundo capítulo, presentamos los factores que parecen ser los que mejor permiten explicar la creación de valor asociada a una combinación empresarial. Además, previamente examinamos las principales diferencias que existen entre adquisiciones y alianzas y que explican, en muchos casos, la preferencia de un tipo de operación frente a otro y el efecto que esta elección ejerce sobre la rentabilidad de las empresas que efectúan la operación.

Así, en cuanto a las diferencias entre adquisiciones y alianzas, éstas giran en torno a los recursos puestos en común —todos en las primeras, frente a una parte en las segundas—, la dirección del acuerdo o entidad resultante —una única dirección, frente a una dirección compartida, respectivamente—, la retribución a los propietarios de los recursos —diferenciando entre si se paga por el valor total de todos los recursos a los que se accede o sólo por el acceso a una parte de ellos, respectivamente— y la reversibilidad y la flexibilidad de la operación —las adquisiciones son más irreversibles y menos flexibles que las alianzas.

Finalmente, el capítulo terminaba con la exposición de los factores determinantes de la creación de valor en las combinaciones empresariales y el establecimiento de las hipótesis que se pueden plantear tras el análisis de estos factores. De esta forma, los cuatro factores analizados en este trabajo son:

- El valor de los activos intangibles en poder de las empresas que realizan una combinación empresarial. Tales activos aumentan la posibilidad de obtención de rentas de la operación, pues, en el caso de las adquisiciones, éstas permiten internalizar las actividades relacionadas con estos activos —idiosincrásicos— y, en las alianzas, su posesión implica un mayor poder para negociar las condiciones del acuerdo.
- La similitud de los activos que se ponen en común. En las adquisiciones, el mayor potencial de generación de rentas provendrá de la combinación de recursos complementarios, ya que en este tipo de operaciones las empresas compradoras tienen más fácil capturar las rentas derivadas de la combinación

de sus recursos con los de la empresa adquirida, por los cuales ha tenido que pagar su valor completo. En las alianzas no ocurre así, ya que la mayor ventaja de estas operaciones es que las empresas no tienen que pagar por el valor total de los activos a los que tienen acceso, por lo que existen oportunidades de obtener rentas en todos los contextos.

- La experiencia previa en la realización de la combinación empresarial. Esta experiencia puede entenderse como una capacidad específica de las empresas que realizan combinaciones empresariales, que les permite una gestión eficiente de las mismas, con lo que su aumento será beneficioso para ellas.
- La incertidumbre acerca de los recursos necesarios para competir —incertidumbre de recursos— y de la facilidad de acceso a éstos —incertidumbre de acceso. Cuando el primer tipo de incertidumbre es elevada, las alianzas son una opción que crea más valor, pues las adquisiciones implican un mayor grado de compromiso y son más irreversibles. En cuanto al segundo tipo de incertidumbre, ésta se reduce cuando se realiza una adquisición, pero existe un momento óptimo para adquirir una empresa con la que se mantienen relaciones cooperativas y que es cuando ya se han realizado previamente cooperaciones satisfactorias, pero todavía quedan sinergias por explotar.

En función del tipo de combinación empresarial del que se trate, algunos de los factores anteriores presentan un efecto distinto sobre la creación de valor asociada a ésta. En el Cuadro siguiente sintetizamos y reflejamos la influencia esperada de cada uno de esos factores.

Factor	Medidas utilizadas	Efecto esperado sobre la creación de valor	
		Adquisiciones	Alianzas
Intangibles	Proporción de activos intangibles de la compañía sobre sus activos totales	+	+
Similitud de Activos	La combinación supone la entrada en un país extranjero y/o en un sector distinto	+	<b>neutro</b>
Experiencia previa	Número de operaciones del mismo tipo realizadas previamente	+	+
	Número de operaciones del mismo tipo realizadas con anterioridad a una operación de diversificación de producto	+	<b>neutro</b>
Incertidumbre	Número de operadoras que ya han entrado en el sector estudiado o que ya se han internacionalizado si el sector es el de las telecomunicaciones	+	-
	Alianzas previas entre las dos empresas participantes en una adquisición	∩	<b>N.E.</b>

N.E.: Factor no estudiado para el caso de las alianzas.

\*\*\*\*\*

El tercer capítulo de este trabajo pretendía mostrar una evidencia empírica que, al tiempo que permitiera estudiar la rentabilidad anormal que, en promedio, se asocia a los distintos tipos de combinación empresarial, mostrase las características de las combinaciones empresariales realizadas por las operadoras europeas de telecomunicaciones en el periodo comprendido entre 1986 y 2001. Todo ello, con el objeto de determinar las principales analogías y diferencias con las tendencias encontradas en otros estudios empíricos que analizasen adquisiciones y/o alianzas estratégicas realizadas por empresas de éste u otros sectores y referidos a cualquier ámbito geográfico.

A este respecto, se construyó una base de datos de combinaciones empresariales realizadas por estas empresas en el período al que hacemos referencia utilizando

---

*Thomson Financial Securities Data Corporation —SDC—* en su edición *Platinum* como fuente de información. Esta fuente es probablemente la más completa base de datos de este tipo de operaciones que existe a nivel mundial y está compuesta por varias subbases, de entre las cuales se han utilizado la que recoge información sobre fusiones y adquisiciones —*SDC Platinum: Mergers and Acquisitions Database*— y la de empresas conjuntas y alianzas estratégicas —*SDC Platinum: Joint Ventures and Strategic Alliances Database*.

Las principales tendencias empíricas que se pusieron de manifiesto tras realizar un análisis descriptivo de nuestra base de datos se comentan a continuación. En primer lugar, existe una tendencia creciente en la evolución temporal de las combinaciones empresariales de nuestra muestra. Además, en este período se detecta una primera fase anterior a 1997 en la que el número de alianzas superaba al de adquisiciones, dándose en la segunda fase —posterior a 1997— la situación inversa. En cuanto a los sectores hacia los que se dirigen las operaciones, los más activos están relacionados con el negocio principal de las compañías, como es el caso de servicios de telefonía fija o móvil —que son operaciones dentro del propio negocio principal— o servicios de acceso a Internet. Otros sectores activos en el caso de las adquisiciones son el desarrollo de *software* informático o el desarrollo de contenidos —productoras de televisión, principalmente—, mientras que para el caso de las alianzas predominan operaciones hacia el sector de la fabricación de equipos de comunicación, del desarrollo de *software* y del desarrollo de infraestructuras de comunicación. Por lo que respecta a las tendencias geográficas, la mayoría de las operaciones realizadas por las compañías de nuestra base se realizan con empresas de otros países, teniendo un mayor peso este tipo de operaciones en el caso de las alianzas. En cuanto a la nacionalidad de los socios extranjeros, el mayor número de adquisiciones se realiza sobre empresas europeas —y dentro de éstas, sobre las pertenecientes a países de la Unión Europea—, seguidas de adquisiciones de empresas latinoamericanas y estadounidenses. El mayor número de alianzas, por su parte, se lleva a cabo con socios norteamericanos, seguidas de las realizadas con socios europeos y japoneses. Finalmente, atendiendo al ámbito geográfico de aplicación de las alianzas, en nuestra base predominan las alianzas dirigidas a coordinar actividades en un solo país —frente a alianzas globales— e internacionales —predominando operaciones dirigidas al ámbito europeo. En cuanto a

las alianzas globales, la mitad de las recogidas en nuestra base se dirigen a una sola área geográfica —siendo la Unión Europea el ámbito preferido por las compañías que efectúan este tipo de alianzas.

Una vez conocidos los rasgos distintivos de las combinaciones empresariales recogidas en nuestra muestra, procedimos a contrastar, con base en los datos recopilados y mediante un estudio de acontecimientos, si las adquisiciones y las alianzas creaban valor para las empresas de nuestra muestra. De este modo, analizamos la rentabilidad anormal experimentada por las empresas ante el anuncio de una adquisición o de una alianza. Los resultados obtenidos en este estudio para el caso de las adquisiciones indicaron la existencia de rentabilidades anormales negativas y significativas en los principales intervalos centrados en el día en que la operación se llevaba a cabo. En cuanto a las alianzas, también presentaron este efecto, si bien solamente era significativo en el período comprendido entre los dos días anteriores al anuncio del acuerdo hasta los dos días posteriores. Asimismo, realizamos estudios similares para los distintos tipos de combinación empresarial. En estos estudios se puso de manifiesto que, salvo en el caso de alianzas con socios pertenecientes a Europa Estados Unidos y/o Japón, así como alianzas globales, cualquier tipo de operación destruye valor, en promedio, para los accionistas de las empresas que lo llevan a cabo —o, a lo sumo, la rentabilidad anormal obtenida no es significativamente distinta de cero.

En el cuarto y último capítulo de este estudio, una vez comprobado que estos procesos destruían valor, en promedio, para las empresas de nuestra muestra, tratamos de identificar los factores que afectaban en mayor o menor medida a esa destrucción de valor. Nuestra preocupación era determinar la importancia de los factores presentados en el último apartado del capítulo segundo en el proceso de creación de valor perseguido por las compañías que realizan este tipo de operaciones. La contrastación de estos factores se llevó a cabo mediante dos modelos de regresión lineal múltiple estimados, respectivamente, sobre una submuestra de adquisiciones y otra de alianzas, obtenidas de nuestra muestra inicial de combinaciones empresariales. La variable dependiente de estos modelos era la rentabilidad anormal experimentada por la empresa con motivo del anuncio de la realización de la combinación empresarial estudiada.

En general, nuestros resultados mostraron que a medida que aumentaba la proporción de activos intangibles sobre los activos totales de una empresa, se incrementaba la rentabilidad obtenida por sus accionistas como consecuencia de la realización de una combinación empresarial. De este resultado se extrae la siguiente conclusión: este tipo de recursos permite crear riqueza a las empresas que los combinan con activos de otras compañías debido a su carácter idiosincrásico. En efecto, estas combinaciones son únicas y difíciles de imitar y la internalización del mercado de este tipo de recursos beneficia a las empresas que la realizan.

Por otro lado, los resultados obtenidos para las variables que miden el grado de similitud entre los activos que se combinan en la operación —índices de competencia entre los socios y pertenencia de éstos a un mismo país— nos permiten concluir que los inversores valoran más las adquisiciones domésticas e internacionales en el negocio que las adquisiciones internacionales de diversificación. De este modo, el mercado prima las posibilidades de explotar y ampliar las oportunidades de negocio asociadas al negocio central, bien diversificando en el mercado doméstico en negocios inducidos por el central, bien ampliando el negocio de telecomunicaciones a escala internacional. En el caso de las alianzas, estos resultados no se repiten. El efecto de estos acuerdos sobre la rentabilidad anormal de las empresas no se ve afectado por la nacionalidad y/o los sectores a los que pertenezcan los socios y, en definitiva, por el grado de similitud existente entre los activos que se ponen en común.

También cabe señalar que la experiencia que las empresas tengan en la gestión y realización de adquisiciones (alianzas) afecta positivamente a la rentabilidad anormal asociada a una nueva adquisición (alianza), si bien el efecto positivo de esta experiencia se disipa a medida que las compañías se alejan de su negocio principal —aunque esto ocurre únicamente en el caso de las adquisiciones. La conclusión que se extrae de estos resultados es que las adquisiciones y las alianzas tienen un proceso de aprendizaje a través del cual se va generando un conocimiento que mejorará los resultados obtenidos con estos procesos a medida que ese conocimiento aumente y se corrija con nuevas experiencias. No obstante, ese conocimiento sólo podrá ser aprovechado en situaciones similares a las ya vividas —si bien esto es así sólo en las adquisiciones.

Finalmente, la incertidumbre sobre cuáles son los recursos necesarios para competir influye en la elección de la forma óptima de acceso a estos recursos y, además, el mercado valora este comportamiento. En efecto, cuando esta incertidumbre es elevada el mercado valora positivamente la realización de alianzas, al ser operaciones más flexibles; y, a medida que esta incertidumbre se reduce, los inversores valoran más aquéllas operaciones con un mayor grado de compromiso —adquisiciones. Por otra parte, encontramos que existe un momento óptimo para adquirir a un socio de una alianza, que es cuando con este socio se tienen dos acuerdos previos. Bajo esta situación es cuando el mercado valora más la compra del socio. Esto indica que a medida que aumenta el número de alianzas, se reducen las sinergias a explotar entre las compañías y éstas ya tienen asegurados unos derechos de control sobre los activos de su socio, con lo que no necesitan realizar una adquisición para conseguir asegurarse dicho acceso.

\*\*\*\*\*

A modo de resumen final se enumeran las que, a nuestro juicio, constituyen las principales contribuciones de este trabajo:

- Una síntesis de las distintas teorías que tratan de explicar la reacción de los mercados de capitales ante el anuncio de una combinación empresarial, así como de las evidencias empíricas encontradas en la literatura previa que analiza dicha reacción.
- Un marco teórico para el análisis de los factores determinantes de la creación de riqueza para los accionistas de las empresas que llevan a cabo combinaciones empresariales, que nos ha permitido plantear las hipótesis contrastadas en la última parte del trabajo.
- Un análisis descriptivo de las características y singularidades de las combinaciones empresariales —adquisiciones y alianzas— realizadas por las compañías operadoras de telecomunicaciones pertenecientes a cualquiera de los 15 países de la actual Unión Europea, identificando las principales tendencias, tanto geográficas, como sectoriales, relativas a cada tipo de operación.

- El cálculo de la rentabilidad anormal asociada a ambos tipos de combinación empresarial, así como a distintas clases de acuerdos. Este cálculo nos ha permitido constatar que ambos procesos, en término medio, destruyen riqueza para los accionistas de las empresas que los acometen. No obstante, también nos ha permitido observar el elevado número de casos para los que estas operaciones crean riqueza, lo cual justifica un análisis de los factores determinantes de dicha riqueza que realizamos en este trabajo.
- La identificación de los factores determinantes de la creación de riqueza para las accionistas en estas operaciones. Nuestros resultados confirman las predicciones fundamentadas en el marco teórico desarrollado previamente. En algunos casos, las diferencias entre adquisiciones y alianzas en torno a esos factores permiten mejorar los procesos de toma de decisiones sobre la mejor alternativa para acceder a recursos externos. Así, por ejemplo, las alianzas son opciones más valoradas cuando la incertidumbre sobre cuáles son los activos más necesarios para competir en un determinado negocio es elevada, valorándose más las adquisiciones a medida que esta incertidumbre se despeja.

No obstante, nuestro trabajo tiene una serie de limitaciones que exponemos a continuación y que podrían cuestionar la generalización de nuestros resultados:

- Nos centramos, exclusivamente, en el estudio de las combinaciones empresariales llevadas a cabo por empresas de un único sector. Por tanto, nuestros resultados podrían ser específicos de dicho sector y no necesariamente pueden extrapolarse directamente a otros sectores, aun cuando éstos se hayan visto afectados por *shocks* competitivos.
- Todas las empresas que realizan las combinaciones estudiadas pertenecían a la Unión Europea. La mayor limitación de este hecho es que no consideramos las adquisiciones de compañías de telecomunicaciones europeas realizadas por empresas que no pertenecían a la Unión. Esto no tiene por qué afectar al estudio de la rentabilidad anormal de las empresas adquirentes, pero puede tener una mayor incidencia sobre los resultados que analizan cómo se reestructuran los sectores en los que entran las operadoras analizadas, al no

tener en cuenta las adquisiciones realizadas en esos sectores por empresas de telecomunicaciones de otros países.

- Únicamente analizamos el impacto de la realización de una combinación empresarial en la rentabilidad anormal de la empresa europea, lo cual no nos permite establecer conclusiones sobre si en estos procesos existe una creación neta de valor. Con todo, nuestros resultados sí nos permiten comprobar si estas operaciones crean riqueza para los accionistas de las empresas que las llevan a cabo.
- Para algunas de las variables utilizadas como predictores y como variables de control hemos contado con información insuficiente. Así, por ejemplo, la información sobre la proporción de intangibles resulta incompleta para algunas de las empresas, al igual que ocurre con los datos para construir la variable que mide los flujos de caja libres o el ratio de endeudamiento. Asimismo, fue imposible utilizar el tamaño relativo de las empresas implicadas en las combinaciones empresariales como variable de control —a pesar de que muchos estudios la han utilizado previamente. El amplio número de empresas adquiridas y socios de alianzas recogida en nuestra muestra hizo imposible conseguir datos homogéneos para esta variable. No obstante, se realizaron estimaciones adicionales utilizando el tamaño de la empresa que realiza la combinación empresarial como una aproximación de tal medida, sin que los resultados del estudio sufriesen ningún cambio.

Con todo, consideramos que este trabajo es tan sólo el punto de partida para el desarrollo futuro de una línea de investigación para analizar adquisiciones y alianzas de forma conjunta. En este sentido, algunas de las cuestiones que pretendemos desarrollar en futuras investigaciones son:

- Analizar la evolución de las combinaciones identificadas en este trabajo, evaluando el impacto sobre el valor de las empresas de la gestión *ex post* de las combinaciones de recursos alcanzadas en las operaciones.

- Estudiar las consecuencias del fracaso de estas operaciones, comprobando el impacto que tienen las desinversiones en la riqueza de los accionistas de las empresas que las efectúan.
- Evaluar el impacto de la realización de estas operaciones sobre los rivales de las empresas que las llevan a cabo. Con ello, pretendemos comprobar si el mercado prima las ventajas derivadas de la colusión en el sector de las telecomunicaciones.
- Replicar el estudio para otros sectores sometidos a *shocks* competitivos, como la industria del automóvil, la banca o el sector energético. Con ello, pretendemos analizar si en estos sectores el mercado valora el que las empresas elijan un tipo de combinación u otro en función de la situación en la que se encuentre el entorno.

## **BIBLIOGRAFÍA**



- AGRAWAL, A. y WALKLING, R. (1994): “Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids”, *Journal of Finance*, vol. 49, pp. 985-1014.
- AIKEN, M. y HAGE, J. (1968): “Organizational Interdependence and Interorganizational Structure”, *American Sociological Review*, vol. 33, pp. 912-930.
- AKERLOF, G. (1970): “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, pp. 488-500.
- ALCALDE, N.; ESPITIA, M. y GARCÍA, N. (2001): “Cooperación Bancaria: Una Aplicación de la Metodología de Eventos a las Empresas Conjuntas Bancarias”, Trabajo presentado en el XI Congreso Nacional de ACEDE, Zaragoza.
- ALLEN, F. (1993): “Strategic Management and Financial Markets”, *Strategic Management Journal*, vol. 14, pp. 117-128.
- AMESS, K. (1995): “Management Buyouts and Firm Level Performance”, *CMBOR Occasional Paper*, vol. 65, pp.1–25.

- AMIHUD, Y.; LEV, B. y TRAVLOS, N. G. (1990): “Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions”, *The Journal of Finance*, vol. 45, nº 2, pp. 603-616.
- ANAND, B. N. y KHANNA, T. (2000): “Do Firms Learn to Create Value? The Case of Alliances”, *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 295-315.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M. y STAFFORD, E. (2001): “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2, pp. 103-120.
- ANGENIEUX, G. (1976): *Las Fusiones y la Valoración de las Empresas*, ICE, Madrid.
- ANGWIN, D. y CONTARDO, I. (1999): “Unleashing Cerberus: Don’t Let your MBOs Turn on Themselves”, *Long Range Planning*, vol. 32, nº 5, pp. 483-493.
- ARIÑO, A. y DE LA TORRE, J. (1998): “Learning from Failure: Towards an Evolutionary Model of Collaborative Ventures”, *Organization Science*, vol. 9, pp. 306-325.
- ARIÑO, A. y GARCÍA-PONT, C. (1996): “Alianzas y Bloques Estratégicos: El Comportamiento Cooperativo como Motor de su Evolución”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, nº 3, pp. 133-144.
- ARIÑO, A.; GARCÍA-CANAL, E. y VALDÉS, A. (1999): “Longevity of Strategic Alliances between Competitors: A Dynamic Value Creation Approach”, Documento de Investigación nº 404, IESE, Universidad de Navarra.
- ARROW, K. (1962): “Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention” en NELSON, R. (ed): *The Rate and Direction of Inventive Activity* Princeton, Princeton University Press, pp. 609-625.
- ARRUÑADA, B. (1990): *Control y Regulación de la Sociedad Anónima*, Alianza Editorial, Madrid.
- AZOFRA, V.; FORTUNA, J. M. y DE LA FUENTE, G. (2002): “Mecanismos Internos de Supervisión y Tomas de Control en España”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 11, nº 4, pp. 203-220.
- BADEN-FULLER, C. W. F. y STOPFORD, J. M. (1991): “Globalization Frustrated: The Case of White Goods”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 493-507.
- BAIN, J. S. (1956): *Barriers to New Competition*, Harvard University Press, Cambridge.
- BALAKRISHNAN, S. y KOZA, M. (1993): “Information Asymmetry, Adverse Selection and Joint Ventures”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 20, pp. 99-117.

- BARKEMA, H. G.; SHENKAR, O.; VERMEULEN, F. y BELL, J. H. J. (1997): "Working Abroad, Working With Others: How Firms Learn to Operate International Joint Ventures", *Academy of Management Journal*, vol. 40, n° 2, pp. 426-442.
- BARNEY, J. B. (1988): "Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis", *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 71-78.
- BARNEY, J. B. (1991): "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, vol. 17, pp. 99-120.
- BERGER, P. G. y OFEK, E. (1996): "Bustup Takeovers of Value Destroying Diversified Firms", *Journal of Finance*, vol. 51, n° 4, pp. 1175-1200.
- BIKCHANDANI, S.; HIRSHLEIFER, D. y WELCH, I. (1992): "A Theory of Fads, Fashion Custom, and Cultural Change in Informational Cascades", *Journal of Political Economy*, vol. 100, pp. 992-1026.
- BISHOP, M. y KAY, J. (1993): *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press, Oxford.
- BLEEKE, J. A. y ERNST, D. (1991): "The Way to Win in Cross-Border Alliances", *Harvard Business Review*, vol. 69, n° 6, pp. 127-135.
- BORYS, B. y JEMISON, D. (1989): "Hybrid Arrangements as Strategic Alliances: Theoretical Issues in Organizational Combinations", *Academy of Management Review*, vol. 14, n° 2, pp. 234-249.
- BRADLEY, M. (1980): "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *Journal of Business*, n° 53, pp. 345-376.
- BRADLEY, M.; DESAI, A. y KIM, E. (1982): "Specialized Resources and Competition in the Market for Corporate Control", Working Paper, University of Michigan.
- BRADLEY, M.; DESAI, A. y KIM, E. (1988): "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 21, n° 1, pp. 3-40.
- BROOKS, L. D.; FEILS, D. J. y SAHOO, B. K. (2000): "The Impact of Shifts in Forecasted Earnings and Systematic Risk on Acquiring Firm Shareholder Wealth in Domestic and International Acquisitions", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol. 13, n° 3, pp. 1-7.
- BROWN, S. J. y WARNER, J. (1985): "Using Daily Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 3-31.
- BROWN, S. J. y WEINSTEIN, M. (1985): "Derived Factors in Event Studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 491-495.

- BUCKLEY, P. J. y CASSON, M. (1976): *The Future of the Multinational Enterprise*, McMillan, London.
- BUCKLEY, P. J. y CASSON M. (1988): “A Theory of Co-Operation in International Business”, en CONTRACTOR, F. J. y LORANGE, P. (eds.): *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington Books, Lexington.
- BUONO, A. F.; BOWDITCH, J. L. y LEWIS, J. W. (1985): “When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger”, *Human Relations*, vol. 38, nº 5, pp. 477-500.
- CAKICI, N.; HESSEL, C. y TANDON, K. (1996): “Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp. 307-329.
- CAMPA, J. M. y HERNANDO, I. (2002): “Value Creation in European M&A”, Documento de Investigación nº 471, IESE, Universidad de Navarra.
- CAMPA, J. M. y KEDIA, S. (2002): “Explaining the Diversification Discount”, *The Journal of Finance*, vol. 57, nº 4, pp. 1731-1762.
- CAPRON, L. y PISTRE, N. (2002): “When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?”, *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 781-794.
- CAPRON, L. y MITCHELL, W. (1997): “Outcomes of International Telecommunications Acquisitions: Analysis of Four Cases with Implications for Acquisitions Theory”, *European Management Journal*, vol. 15, nº 3, pp. 237-251.
- CAPRON, L.; DUSSAUGE, P. y MITCHELL, W. (1998): “Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992”, *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 631-661.
- CAPRON, L.; MITCHELL, W. y SWAMINATHAN, A. (2001): “Asset Divestiture Following Horizontal Acquisitions: A Dynamic View”, *Strategic Management Journal*, vol. 22, pp. 817-844.
- CHAN, S. H.; KENSINGER, A. J.; KEOWN, A. y MARTIN, J. D. (1997): “Do Strategic Alliances Create Value?”, *Journal of Financial Economics*, vol. 46, pp. 199-221.
- CHATTERJEE, S. (1986): “Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms”, *Strategic Management Journal*, vol. 7, pp. 119-139.
- CHATTERJEE, S. (1991): “Gains in Vertical Acquisitions and Market Power: Theory and Evidence”, *Academy of Management Journal*, vol. 34, pp. 436-448.
- CHATTERJEE, S. (1992): “Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring —Implications for Target and Bidder Firms”, *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 267-287.

- CHATTERJEE, S. (2000): "The Financial Performance of Companies Acquiring very Large Takeover Targets", *Applied Financial Economics*, vol. 10, pp. 185-191.
- CHATTERJEE, S.; LUBATKIN, M. H.; SCHWEIGER, D. M. y WEBER, Y. (1992): "Cultural Differences and Shareholder Value in Related Mergers: Linking Equity and Human Capital", *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 319-334.
- CHEN, H.; HU, M. Y. y SHIEH, J. (1991): "The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China", *Financial Management*, Winter, pp. 31-41.
- CHEN, S.; HO, K.; LEE, C. y YEO, G. (2000): "Investment Opportunities, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures", *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 1747-1765.
- CHI, T. (1994): "Trading in Strategic Resources: Necessary Conditions, Transaction Cost Problems, and Choice of Exchange Structure", *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 271-290.
- CHI, T. y SETH, A. (2002): "Risk, Learning and Bargaining in Knowledge-Intensive New Ventures: A Dynamic Model of Entry Mode Choices", Working Paper, Universidad of Urbana-Champaign, Illinois.
- CHUNG, I.; KOFORD, K. y LEE, I. (1993): "Stock Market Views of Corporate Multinationalism: Some Evidence from Announcements of International Joint Ventures", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 35, nº5, pp. 275-293.
- CHUNG, S.; SINGH, H. y KYUNGMOOK, L. (2000): "Complementary, Status Similarity and Social Capital as Drivers of Alliance Formation", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 1-22.
- CLARK, K. y OFEK, E. (1994): "Mergers as Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, nº 4, pp. 541-565.
- COASE, R. H. (1937): "The Nature of the Firm", *Economica*, vol. 4, pp. 386-405. Traducido al castellano en CUERVO, J. A.; ORTIGUEIRA, M. y SUÁREZ, A. S. (1979): *Lecturas de Introducción a la Economía de la Empresa*, Pirámide, Madrid, pp. 15-30.
- CONTARDO, I. y ANGWIN, D. (2002): "The Management Buy-Out Arena: Differential Slip in a Tripartite Alliance?" *Strategic Change*, vol. 11, pp. 7-16.
- CONTE, M. y KRUSE, D. (1991): "ESOPs and Profit-Sharing Plans: Do They Link Employee Pay to Company Performance?", *Financial Management*, vol. 20, pp. 91-100.

- CORNETT, M. M. y DE, S. (1991): “Common Stock Returns in Corporate Takeover Bids: Evidence from Interstate Bank Mergers”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 15, nº 2, pp. 273-295.
- CORNETT, M. M. y TEHRANIAN, H. (1992): “Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol. 31, nº 2, pp. 211-234.
- CRUTCHLEY, C.; GUO, E. y HANSEN, R. (1991): “Stockholder Benefits from Japanese-U.S. Joint Ventures”, *Financial Management*, Winter, pp. 22-30.
- CUERVO, A. (1997): *La Privatización de la Empresa Pública*, Ediciones Encuentro, Madrid.
- CUERVO, A. (1999): “The Market for Corporate Control, Managerial Defenses, and Core Shareholder: A Comparison of Tactics”, Working Paper S-99-24, Salomon Center, Leonard N. Stern School of Business, New York University.
- CUERVO, A. (2001): “Fusiones y adquisiciones: justificación del proceso”, en *Homenaje al Prof. Dr. Manuel Ortigueira Bouzada*, Edición Digital @ tres, Sevilla.
- CUERVO-CAZURRA, A. (2001): “Developing Competitiveness under Discontinuous Institutional Environment Changes: The Co-Evolution of Resources and Scope”, Working Paper, University of Minnesota.
- DAS, S.; SEN, P. y SENGUPTA, S. (1998): “Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation”, *Academy of Management Journal*, vol. 41, nº1, pp. 27-41.
- DAS, T. y TENG, B. (2000): “A Resource-Based Theory of Strategic Alliances”, *Journal of Management*, vol. 26, pp. 31–61.
- DATTA, D. K. y PUIA, G. (1995): “Cross-border Acquisitions: An Explanation of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms”, *Management International Review*, vol. 35, nº 4, pp. 337-359.
- DATTA, D. K.; PINCHES, G. E. y NARAYANAN, V. K. (1992): “Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta-analysis”, *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 67-84.
- DATTA, D. y GRANT, J. (1990): “Relationships Between Type of Acquisition, the Autonomy Given to the Acquired Firm, and Acquisition Success: An Empirical Analysis”, *Journal of Management*, vol. 16, nº 1, pp. 29-44.
- DELIOS, A. y BEAMISH, P. W. (1999): “Geographic Scope, Product Diversification, and the Corporate Performance of Japanese Firms”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, pp. 711-727.
- DeLONG, G. L. (2001): “Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers”, *Journal of Financial Economics*, vol. 59, pp. 221-252.

- DESS, G.; GUPTA, A.; HENNART, J. F. y HILL, C. W. (1995): "Conducting and Integrating Strategy Research at the International, Corporate, and Business Levels: Issues and Directions", *Journal of Management*, vol. 21, n° 3, pp. 357-393.
- DEWENTER, K. L. (1995): "Does Market React Differently to Domestic and Foreign Takeover Announcements? Evidence from the U.S. Chemical and Retail Industries", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 421-441.
- DIERICKX, I. y COOL, K. (1989): "Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage", *Management Science*, vol. 35, pp. 1504-1510.
- DIMAGGIO, P. J. y POWELL, W. W. (1983): "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields", *American Sociological Review*, vol. 48, April, pp. 147-160.
- DODD, P. (1980): "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 105-137.
- DODD, P. y RUBACK, R. S. (1977): "Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 351-374.
- DODD, P. y WARNER, B. (1983): "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 408-438.
- DOUKAS, J. (1995): "Overinvestment, Tobin's q and Gains from Foreign Acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, pp. 1285-1303.
- DOUKAS, J. y TRAVLOS, N. G. (1988): "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *The Journal of Finance*, vol. 43, n° 5, pp. 1161-1175.
- DOZ, Y. L. (1996): "The Evolution of Cooperation in Strategic Alliances: Initial Conditions or Learning Processes?", *Strategic Management Journal*, vol. 17, pp. 55-83.
- DOZ, Y. L. y SHUEN, A. (1988): "From Intent to Outcome", Working Paper n° 88/46, INSEAD, Fontainebleau.
- DUNNING, J. H. (1995): "Reappraising the Eclectic Paradigm in an Age of Alliance Capitalism", *Journal of International Business Studies*, vol. 26, n° 3, pp. 461-491.
- DURÁN, J.J. (2001): *Estrategia y Economía de la Empresa Multinacional*, Pirámide, Madrid.
- DURÁN, J.J. y GALLARDO, F. (1994): "Foreign Direct Investments in Less Development Countries: Application to the Telefónica Experience", en BOHLIN, E. y GRANSTRAND, O.: *The Race to European Eminence*, North Holland, Amsterdam.

- DURÁN, J.J. y GALLARDO, F. (1997): “Pautas Empresariales y Estrategias Adoptadas en la Internacionalización de las Operadoras de Telecomunicaciones: El Caso de Telefónica”, Trabajo presentado en el VII Congreso Nacional de ACEDE, Almería.
- DUSSAUGE, P.; GARRETTE, B. y MITCHELL, W. (2000): “Learning from Competing Partners: Outcomes and Durations of Scale and Link Alliances in Europe, North America, and Asia”, *Strategic Management Journal*, n° 21, pp. 99-126.
- DUTTON, J. M. y THOMAS, A. (1984): “Treating Progress Functions as a Managerial Opportunity”, *Academy of Management Review*, vol. 9, pp. 235-247.
- DYER, J. H. y SINGH, H. (1998): “The Relational View: Cooperative Strategy and Sources of Interorganizational Competitive Advantage”, *Academy of Management Review*, vol. 23, pp. 660-679.
- ECKBO, B. E. (1983): “Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 241-273.
- ECKBO, B. E. (1985): “Mergers and the Market Concentration Doctrine: Evidence from the Capital Market”, *Journal of Business*, vol. 58, pp. 325-349.
- ECKBO, B. E. y THORBURN, K. S. (2000): “Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 1, pp. 1-25.
- EISENHARDT, K. y SCHOONHOVEN, C. (1996): “Resource-Based View of Strategic Alliance Formation: Strategic and Social Effects in Entrepreneurial Firms”, *Organization Science*, vol. 7, pp. 136-150.
- EMERY, G. W. y SWITZER, J. A. (1999): “Expected Market Reaction and the Choice of Method of Payment for Acquisitions”, *Financial Management*, vol. 28, n° 4, pp. 73-86.
- EUN, C. S.; KOLODNY, R. y SCHERAGA, C. (1996): “Cross-Border Adquisitions and Shareholder Wealth: Tests of the Synergy and Internalization Hypotheses”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp. 1559-1582.
- FAMA, E. (1970): “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, vol. 25, pp. 383-417.
- FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983): “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
- FAMA, E. F.; FISHER, L.; JENSEN, M. C. y ROLL, R. (1969): “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, pp. 1-21.

- FERNÁNDEZ, A. I. y GÓMEZ, S. (1999): “Un Estudio de las Ofertas Públicas de Adquisiciones en el Mercado de Valores Español”, *Investigaciones Económicas*, vol. 23, nº 3, pp. 471-495.
- FERNÁNDEZ, E. (1991): “La Cooperación Empresarial”, *Información Comercial Española*, nº 693, pp. 25-38.
- FERNÁNDEZ, E. (1993): *Las Alianzas Estratégicas*, Instituto de Fomento Regional, Oviedo.
- FERNÁNDEZ, M. y GARCÍA, C. J. (1995): “El Efecto de la Publicación de una OPA sobre la Rentabilidad de las Acciones”, *Revista Española de Economía*, vol. 12, nº 2, pp. 219-240.
- FERNÁNDEZ, M. y GARCÍA, C. J. (2000): “La Compra de Volúmenes Significativos de Acciones en el Mercado Español”, *Investigaciones Económicas*, vol. 24, nº 1, pp. 237-267.
- FINNERTY, J.; OWERS, J. y ROGERS, R. (1986): “The Valuation Impact of Joint Ventures”, *Management International Review*, vol. 26, nº 2, pp. 14-26.
- FLANAGAN, D. J. (1996): “Announcements of Purely Related and Purely Unrelated Mergers and Shareholder Returns: Reconciling the Relatedness Paradox”, *Journal of Management*, vol. 22, nº 6, pp. 823-835.
- FLORKOWSKI, G. y SHASTRI, K. (1992): “Stock-Price Response to Profit Sharing in Unionized Settings”, *Journal of Labor Research*, vol. 13, pp. 407-420.
- FOWLER, K. y SCHMIDT, D. (1989): “Determinants of Tender Offer Post-Acquisition Financial Performance”, *Strategic Management Journal*, July/August, pp. 339-350.
- FRAME, W. S. y LASTRAPES, W. D. (1998): “Abnormal Returns in the Acquisition Market: The Case of Bank Holding Companies, 1990-1993”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 14, nº 2, pp. 145-163.
- FRANKS, J. y MAYER, C. (1996): “Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 163-181.
- FRÖHLS, M.; KEOWN, A.; McNABB, M. y MARTIN, J. (1998): “Growth Opportunities, Corporate Governance and the Market Value of Multinational Joint Ventures”, *Managerial and Decision Economics*, vol. 19, pp. 13-29.
- FUSFELD, D. R. (1958): “Joint Subsidiaries in the Iron and Steel Industry”, *American Economic Review*, vol. 48, pp. 578-587.
- FUSFELD, H. I. y HACKLISCH, C. S. (1985): “Cooperative R&D for Competitors”, *Harvard Business Review*, vol. 63, nº 6, pp. 60-76.
- GALBRAITH, J. R. (1977): *Organization Design*, Addison-Wesley, Reading.

- GARCÍA, C. J. y FERRANDO, M. (1992): “Tomas de Poder: Efectos sobre la Rentabilidad de las Acciones”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 1, nº 1, pp. 115-124.
- GARCÍA-CANAL, E. (1992): “La Cooperación Interempresarial en España: Características de los Acuerdos Suscritos entre 1986-1989”, *Economía Industrial*, nº 286, pp. 113-122.
- GARCÍA-CANAL, E. (1993): “La Cooperación Empresarial: Una Revisión de la Literatura”, *Información Comercial Española*, nº 714, pp. 87-98.
- GARCÍA-CANAL, E. (1996a): “El Estudio de las Alianzas y las Relaciones Interorganizativas en la Dirección de Empresas: Tendencias Actuales”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, nº 3, pp. 109-132.
- GARCÍA-CANAL, E. (1996b): “Contractual Form in Domestic and International Strategic Alliances”, *Organization Studies*, vol. 17, pp. 773-794.
- GARCÍA-CANAL, E. (1999): “Cooperative Agreements in Spain After its Integration into the European Union”, *European Business Review*, vol. 99, pp. 105-114.
- GARCÍA-CANAL, E.; LÓPEZ, C.; RIALP, J. y VALDÉS, A. (1999): “Accelerating International Expansion through Global Alliances: A Typology of Cooperative Strategies”, *Journal of World Business*, vol. 37, pp. 91-107.
- GARCÍA-CANAL, E.; SÁNCHEZ-LORDA, P. y VIDAL, M. (2002): “Reacción del Mercado de Capitales ante los Procesos de Combinación Empresarial: Un Panorama”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 11, nº 4, pp. 91-110.
- GARCÍA-CANAL, E. y VALDÉS, A. (1997): “Alianzas para Impulsar la Internacionalización. Tipología de las Empresas Españolas. 1986-89”, *Economía Industrial*, nº 314, pp. 171-178.
- GARCÍA-PONT, C. (1999): “Desarrollando Estrategias Cooperativas”, *ICADE*, nº 48, pp. 99-117.
- GARCIA-PONT, C. y NOHRIA, N. (2002): “Local Versus Global Mimeticism: The Dynamics of Alliance Formation in the Automobile Industry”, *Strategic Management Journal*, vol. 23, nº 4, pp. 307-321.
- GHEMAWAT, P. y Del SOL, P. (1998): “Commitment versus Flexibility?”, *California Management Review*, vol. 40, nº4, pp. 26-42.
- GOMES-CASSERES, B. (1996): *The Alliance Revolution: The New Shape of Business Rivalry*, Harvard University Press, Cambridge.
- GOMES-CASSERES, B. (1999): “Toward a Theory of Competitive Advantage in Constellations”, Trabajo presentado en la Conference on Alliance Networks, IESE, Barcelona.

- GÓMEZ, S. (1998): *El Mercado de Control Corporativo y los Efectos Riqueza Asociados a las Adquisiciones de Empresas*, Servicio de Publicaciones, Universidad de Oviedo.
- GULATI, R. (1995): "Does Familiarity Breed Trust? The Implications of Repeated Ties for Contractual Choice in Alliances", *Academy of Management Journal*, vol. 38, nº 1, pp. 85-112.
- GULATI, R. (1998): "Alliances and Networks", *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 293-317.
- GULATI, R.; NOHRIA, N. y ZAHEER, A. (2000): "Strategic Networks", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 203-215.
- HAKANSSON, H. y JOHANSON, J. (1988): "Formal and Informal Cooperation Strategies in International Industrial Networks", en CONTRACTOR, F. J. y LORANGE, P. (eds.): *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington Books, Lexington.
- HAMBRICK, D. y CANNELLA, A. (1993): "Relative Standing: A framework for Understanding the Departures of Acquired Executives", *Academy of Management Journal*, vol. 36, nº 4, pp. 733-762.
- HAMEL, G. y PRAHALAD, C. K. (1994): *Competing for the Future*, Harvard Business School Press, Boston, Mass.
- HAMEL, G.; DOZ, Y. L. y PRAHALAD, C. K. (1989): "Collaborate with Your Competitors and Win," *Harvard Business Review*, pp. 133-139.
- HARRISON, J. S.; HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E. y IRELAND, R. D. (2001): "Resource Complementarity in Business Combinations: Extending the Logic to Organizational Alliances", *Journal of Management*, vol. 27, pp. 679-690.
- HARRISON, J. S.; HITT, M. A. y IRELAND, R. D. (1991): "Synergies and Post-Acquisition Performance: Difference versus Similarities in Resource Allocations", *Journal of Management*, vol. 17, nº 1, pp. 173-190.
- HASPESLAGH, P. y JEMISON, D. (1991): *Managing Acquisitions*, Free Press, New York.
- HE, L.; MYER, F. y WEBB, J. (1997): "The Wealth Effects of Domestic vs International Joint Ventures: The Case of Real Estate", *The Journal of Real Estate Research*, vol. 13, pp. 349-358.
- HEALY, P.; PALEPU, K. y RUBACK, R. (1992): "Does Corporate Performance Improve after Merger?", *Journal of Financial Economics*, vol. 31, pp. 135-175.
- HELFAT, C. E. (1997): "Know-How and Asset Complementarity and Dynamic Capability Accumulation: The Case of R&D", *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 339-360.

- HENISZ, W. J. (2000): "The Institutional Environment for Economic Growth", *Economics and Politics*, vol. 12, nº 1, pp. 1-31.
- HENNART, J. F. (1982): *A Theory of Multinational Enterprise*, University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan.
- HENNART, J. F. (1988): "A Transaction Cost Theory of Equity Joint Ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 361-374.
- HENNART, J. F. y REDDY, S. (1997): "The Choice Between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States", *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 1-12.
- HERMAN, E. y LOWENSTEIN, L. (1988): "The Efficiency Effects of Hostile Takeovers", en COFFEE Jr., J. C.; LOWENSTEIN, L. y ROSE-ACKERMAN, S. (eds.): *Knights, Riders and Targets*, Oxford University Press, New York.
- HITT, M. A.; DACIN, M. T.; LEVITAS, E.; ARREGLE, J. y BORZA, A. (2000): "Partner Selection in Emerging and Developed Market Contexts: Resource-Based and Organizational Learning Perspectives", *Academy of Management Journal*, vol. 43, pp. 449-467.
- HITT, M. A.; HARRISON, J. S. y IRELAND, R. D. (2001): *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press, Oxford.
- HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E. y KIM, H. (1997): "International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-Diversified Firms", *Academy of Management Journal*, vol. 40, nº 4, pp. 767-798.
- HOFSTEDE, G. (1980): *Culture's Consequences: International Differences on Work-Related Values*, Sage Publications, Beverly Hills.
- HOFSTEDE, G. (2001): *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Sage Publications, Beverly Hills.
- HOSKISSON, R. E. y BUSENITZ, L. W. (2002): "Market Uncertainty and Learning Distance in Corporate Entrepreneurship Entry Mode Choice", en HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; CAMP, S. M. y SEXTON, D. L. (Eds), *Strategic Entrepreneurship: Creating a New Mindset*, Blackwell, Oxford.
- HUBBARD, R. G. y PALIA, D. (1999): "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View", *The Journal of Finance*, vol. 54, nº 3, pp. 1131-1152.
- JACQUEMIN, A.; LAMMERANT, M. y SPINOY, B. (1986): *Compétition Européenne et Cooperation Entre Entreprises en Matière de Recherche-Développement*, Office des Publications Officielles des Communautés Européennes, Luxembourg.
- JARILLO, J. C. (2003): *La Lógica Estratégica*, Deusto, Madrid.

- JARRELL, G. A. y BRADLEY, M. (1980): "The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers", *Journal of Law and Economics*, nº 23, pp. 371-407.
- JARRELL, G. A. y POULSEN, A. B. (1987): "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, nº 1, pp. 127-168.
- JEMISON, D. B. y SITKIN, S. B. (1986): "Corporate Acquisitions: A Process Perspective", *Academy of Management Review*, vol. 11, pp. 145-163.
- JENSEN, M. C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. J. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and the Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M. C. y RUBACK, R. S. (1983): "The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.
- KALE, P. y SINGH, H. (1999): "Alliance Capability and Success: A Knowledge-Based Approach", Trabajo presentado en el Annual Meeting of the Academy of Management, Chicago.
- KALE, P.; DYER, J. y SINGH, H. (2002): "Alliance Capability, Stock Market Response, and Long Term Alliance Success: The Role of the Alliance Function", *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 747-767.
- KALE, P.; SINGH, H. y PERLMUTTER, H. (2000): "Learning and Protection of Proprietary Assets in Strategic Alliances: Building Relational Capital", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 217-237.
- KALLUNKI, J. P.; LARIMO, J. y PYNNÖNEN, S. (2001): "Value Creation in Foreign Direct Investments", *Management International Review*, vol. 41, nº 4, pp. 357-376.
- KAPLAN, S. N. y WEISBACH, M. S. (1992): "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures", *Journal of Finance*, vol. 47, nº 1, pp. 107-138.
- KATZ, M. L. y SHAPIRO, C. (1985): "Network Externalities, Competition, and Compatibility", *American Economic Review*, vol. 75, pp. 424-440.
- KILLING, J. P. (1988): "Understanding Alliances: The Role of Task and Organizational Complexity", en CONTRACTOR, F. y LORANGE, P. (Eds.), *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington Books, Lexington.
- KIM, K. y PARK, J. (2002): "The Determinants of Value Creation for Partner Firms in the Global Alliance Context", *Management International Review*, vol. 42, nº 4, pp. 361-384.

- KNICKERBOCKER, F. T. (1973): "Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise", Division of Research, Harvard University, Boston.
- KOGUT, B. (1988a): "Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives", *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 319-332.
- KOGUT, B. (1988b): "A Study of the Life Cycle of Joint Ventures", en CONTRACTOR, F. y LORANGE, P. (eds.): *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington Books, Lexington, pp. 169-186.
- KOGUT, B. (1991): "Joint Ventures and the Option to Expand and Acquire", *Management Science*, vol. 37, pp. 19-33.
- KOGUT, B. y KULATILAKA, N. (1994): "Options Thinking and Platform Investments: Investing in Opportunity", *California Management Review*, vol. 36, nº 2, pp. 52-71.
- KOGUT, B. y SINGH, H. (1988): "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode", *Journal of International Business Studies*, vol. 19, pp. 411-432.
- KOGUT, B. y ZANDER, U. (1992): "Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities and the Replication of Technology", *Organization Science*, vol. 3, nº 3, pp. 383-397.
- KOH, J. y VENKATRAMAN, N. (1991): "Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector", *Academy of Management Journal*, vol. 34, nº4, pp. 869-892.
- KUIPERS, D. R.; MILLER, D. y PATEL, A. (2003): "The Legal Environment and Corporate Valuation: Evidence from Cross-border Takeovers", Working Paper, Rawls College of Business Administration, Texas Tech University.
- KUMBHAKAR, S. y DUNBAR, A. (1993): "The Elusive ESOP-Productivity Link: Evidence from U.S. Firm-Level Data", *Journal of Public Economics*, vol. 52, pp. 273-283.
- KYLE, R.; STRICKLAND, T. H. y FAYISSA, B. (1992): "Capital Markets' Assessment of Airline Restructuring Following Deregulation", *Applied Economics*, vol. 24, pp. 1097-1102.
- LAFFONT, J. J. y TIROLE, J. (2000): *Competition in Telecommunications. Munich Lectures in Economics*, The MIT Press, Cambridge.
- LANE, P. y LUBATKIN, M. (1998): "Relative Absorptive Capacity and Interorganizational Learning", *Strategic Management Journal*, vol. 19, nº 5, pp. 461-478.
- LANG, L. H.; STULZ, R. M. y WALKLING, R. A. (1991): "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis. The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 29, pp. 315-335.

- LANG, L. H. y STULZ, R. M. (1994): "Tobin's  $q$ , Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 6, pp. 1248-1280.
- LEE, I. y WYATT, S. (1990): "The Effects on International Joint Ventures on Shareholder Wealth", *The Financial Review*, vol. 25, n° 4, pp. 641-649.
- LEETH, J. D. y BORG, R. (2000), "The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth During the 1920s Merger Wave", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 2, pp. 217-238.
- LEHN, K. y POULSEN, A. (1987): "Leveraged Buyouts: Wealth Created or Wealth Redistributed?", en WEIDENBAUM, M. y CHILTON, K. (ed.): *Public Policy Toward Corporate Mergers*, Transaction Books, New Brunswick, New Jersey.
- LERNER, J. y MERGES, R. P. (1998): "The Control of Technology Alliances: An Empirical Analysis of the Biotechnology Industry", *The Journal of Industrial Economics*, vol. XLVI, pp. 125-156.
- LEVITT, B. y MARCH, J. (1988): "Organizational Learning", *American Review of Sociology*, vol. 14, pp. 319-340.
- LEWELLEN, W.; LODERER, C. y ROSENFELD, A. (1985): "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms", *Journal of Accounting and Economics*, pp. 209-231.
- LIEBERMAN, M. B. y MONTGOMERY, D. B. (1998): "First-Mover (Dis)Advantages: Retrospective and Link with the Resource-Based View", *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 1111-1225.
- LOH, L. y VENKATRAMAN, N. (1992): "Stock Market Reaction to Information Technology Outsourcing: An Event Study", CISR Working Paper, Sloan School of Management.
- LOPEZ-DUARTE, C. y GARCIA-CANAL, E. (2002): "Adverse Selection and the Choice Between Joint Ventures and Acquisitions: Evidence from Spanish Firms", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 158, n° 2, pp. 304-324.
- LOW, A. L. (2001): "A Study of Two-Step Spinoffs", Working Paper, The Leonard N. Stern School of Business, New York.
- LOZANO, B.; MIGUEL, A. y PINTADO, J. (1997): "Propiedad y Gestión en el Mercado de Control Empresarial: Un Enfoque de Agencia", Trabajo presentado en el VII Congreso Nacional de ACEDE, Almería.
- LUBATKIN, M. H. (1987): "Merger Strategies and Stockholder Value", *Strategic Management Journal*, vol. 8, pp. 39-53.

- LUMMER, S. y McCONNELL, J. J. (1990): "Stock Valuation Effects on International Joint Ventures" en RHEE, J. y CHAND, L. (eds.): *Pacific Basin Capital Markets Research*, Elsevier Science Publishers, New York.
- MADHAVAN, R. y PRESCOTT, J. (1995): "Market Value Impact of Joint Ventures: The Effect of Industry Information-Processing Load", *Academy of Management Journal*, vol. 38, nº 3, pp. 900-915.
- MADHAVAN, R.; KOKA, B. R. y PRESCOTT, J. E. (1998): "Networks in Transition: How Industry Events (Re)Shape Interfirm Relationships", *Strategic Management Journal*, vol. 19, nº 5, pp. 439-459.
- MADHOK, A. y TALLMAN, S. B. (1998): "Resources, Transactions and Rents: Managing Value Through Interfirm Collaborative Relationships", *Organization Science*, vol. 9, pp. 326-339.
- MANDELKER, G. (1974): "Risk and Return: The Case of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 1, pp. 303-335.
- MANNE, H. G. (1965): "Mergers and the Market for Corporate Control" *Journal of Political Economy*, vol. 73, pp. 110-120.
- MANZON, G. B. Jr.; SHARP, D. J. y TRAVLOS, G. (1994): "An Empirical Study of the Consequences of U. S. Tax Rules for International Acquisitions by U. S. Firms", *The Journal of Finance*, vol. 49, nº 5, pp. 1893-1904.
- MARCH, J. G. (1991): "Exploration and Exploitation in Organizational Learning", *Organization Science*, vol. 2, pp. 71-87.
- MARITI, P. y SMILEY, R. (1983): "Cooperative Agreements and the Organization of Industry", *Journal of Industrial Economics*, vol. 31, pp. 437-51.
- MARKIDES, C. C. e ITTNER, C. D. (1994): "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U. S. International Acquisitions", *Journal of International Business Studies*, vol. 25, nº 2, pp. 343-366.
- MARTIN, K. y McCONNELL, J. (1991): "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover", *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 671-687.
- McCONNELL, J. J. y MUSCARELLA, C. (1985): "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 399-422.
- McCONNELL, J. J. y NANTEL, J. (1985): "Common Stock Returns and Corporate Combinations: The Case of Joint Ventures", *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 519-536.

- McKINLEY, W.; SANCHEZ, C. y SCHICK, A. (1995): "Organizational Downsizing: Constraining, Cloning, Learning", *Academy of Management Executive*, vol. 9, nº 3, pp. 32-42.
- McWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (1997): "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *Academy of Management Journal*, vol. 40, nº 3, pp. 626-657.
- MENGUZZATO, M. (1992): "La Cooperación: Una Alternativa para la Empresa de los 90", *Dirección y Organización*, vol. 4, pp. 54-62.
- MENGUZZATO, M. (1995): "La Triple Lógica de las Alianzas Estratégicas", en CUERVO, A. (dir.): *Dirección de Empresas de los 90. Homenaje al Profesor Marcial-Jesús López Moreno*, Cívitas, Madrid.
- MERCHANT, H. y SCHENDEL, D. (2000): "How Do International Joint Ventures Create Shareholder Value?", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 723-737.
- MISHARA, C. y GOBELI, D. (1998): "Managerial Incentives, Internalisation and Market Valuation of Multinational Firms", *Journal of International Business Studies*, pp. 583-590.
- MITCHELL, M. L. y MULHERIN, J. H. (1996): "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, nº 2, pp. 193-229.
- MITCHELL, W. y SHAVER, J. M. (2003): "Who Buys What? How Integration Capability Affects Acquisition Incidence and Target Choice", *Strategic Organization*, vol.1, nº 2, pp. 171-202.
- MOHANRAM, P. y NANDA, A. (1996): "When Do Joint Ventures Create Value", *Academy of Management Proceedings*.
- MORCK, R. y YEUNG, B. (1991): "Why Investors Value Multinationality", *Journal of Business*, vol. 64, nº 2, pp. 165-187.
- MORCK, R. y YEUNG, B. (1992): "Internalization: An Event Study Test", *Journal of International Economics*, vol. 33, pp. 41-56.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1988): "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers", en AUERBACH, A. (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press: Chicago, pp. 101-129.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1990): "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *The Journal of Finance*, vol. 44, nº 1, pp. 31-48.
- MORRIS, D. y HERGERT, M. (1987): "Trends in International Collaborative Agreements", *Columbia Journal of World Business*, Summer, pp. 15-21.

- MYERS, S. C. y MAJLUF, N. S. (1984): “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.
- NELSON, R. L. (1966): “Business Cycle Factors in the Choice between Internal and External Growth”, en ALBERTS, W. y SEGALL, J. (eds.): *The Corporate Merger*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 52-66.
- NOHRIA, N. y GARCIA-PONT, C. (1991): “Global Strategic Linkages and Industry Structure”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 105-124.
- OHMAE, K. (1989): “The Global Logic of Strategic Alliances”, *Harvard Business Review*, March-April, pp. 143-154.
- OJAH, K.; SEITZ, N. y RAWASHDEH, M. (1997): “Why Manufacture Offshore? An Empirical Analysis of Valuation Effects”, *The Financial Review*, vol. 32, pp. 477-499.
- OXLEY, J. E. (1997): “Appropriability Hazards and Governance in Strategic Alliances: A transaction Cost Approach”, *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 13, pp. 387-409.
- PALACÍN, M. J. (1996): *Fusiones de Empresas: El Mercado Español de Control Corporativo de los Noventa*, Tesis Doctoral, Universidad de Sevilla.
- PANTZALIS, C. y KOHERS, N. (2000): “The Effect of Legal Environment and Foreign Operations Network on U. S. Acquirer Gains in Foreign Takeovers”, Working Paper, University of South Florida.
- PARK, S. y KIM, D. (1997): “Market Valuation of Joint Ventures: Joint Venture Characteristics and Wealth Gains”, *Journal of Business Venturing*, vol. 12, pp. 83-108.
- PETERAF, M. A. (1993): “The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View”, *Strategic Management Journal*, vol. 14, pp. 179-191.
- PISANO, G. P. (1989): “Using Equity Participation to Support Exchange: Evidence from the Biotechnology Industry”, *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 35, pp. 109-126.
- PISANO, G. P.; RUSSO, M. V. y TEECE, D. (1988): “Joint Ventures and Collaborative Arrangements in the Telecommunications Equipment Industry”, en MOWERY, D. C. (ed.): *International Collaborative Ventures in U.S. Manufacturing*, Ballinger, Cambridge.
- PORTER, M. E. (1986): *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Boston.
- PORTER, M. E. (1987): “From Competitive Advantage to Corporate Strategy”, *Harvard Business Review*, vol. 65, nº 3, pp. 43-59.

- PORTER, M. E. y FULLER, M. (1986): "Coalitions and Global Strategy", en PORTER, M. E. (ed.): *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Boston.
- RAD, A. T. y VAN BEEK, L. (1999): "Market Valuation of European Bank Mergers", *European Management Journal*, vol. 17, nº 5, pp. 532-540.
- RAVENSCRAFT, D. J. y SCHERER, F. M. (1987a): *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution, Washington.
- RAVENSCRAFT, D. J. y SCHERER, F. M. (1987b): "Life after Takeover", *Journal of Industrial Economics*, vol. 36, pp. 147-156.
- REUER, J. J.; PARK, K. M. y ZOLLO, M. (2001): "Experimental Learning in International Joint Ventures: The Role of Venture Novelty and Experience Heterogeneity", Working Paper, INSEAD, Fontainebleau, France.
- REUER, J. y KOZA, M. (2000): "Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 81-88.
- RIALP, A. y RIALP, J. (1996): "Un Análisis Descriptivo de los Acuerdos de Cooperación en España", Mimeo, Universidad Autónoma de Barcelona.
- RIECK, O. (2002): "Value Creation in International Telecom Acquisitions", Working Paper, Nanyang Business School, Nanyang Technological University, Singapore.
- RING, P. S. y VAN DE VEN, A. (1994): "Developmental Processes of Cooperative Interorganizational Relationships", *Academy of Management Review*, vol. 19, pp. 90-118.
- ROLL, R. (1986): "The Hubris Hypothesis, of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, vol. 59, pp. 197-216.
- RUBACK, R. S. (1983): "Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 141-153.
- RUMELT, R. P. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard Press, Cambridge.
- SACRISTÁN, M. y GÓMEZ, S. (2001): "Valoración de los Acuerdos de Outsourcing Informático por el Mercado de Valores Español", *Cuadernos Aragoneses de Economía*, vol. 11, nº 1, pp. 117-136.
- SALAS, V. (1989): "Acuerdos de Cooperación entre Empresas. Bases Teóricas", *Economía Industrial*, nº 266, pp. 47-60.
- SALTER, M. y WEINHOLD, W. (1979): *Diversification through Acquisitions*, The Free Press, New York.

- SCHERER, F. M. (1980): *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin Company, Boston.
- SCHERER, F. M. (1988): “Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, pp. 69-82.
- SCHERER, F. M. y ROSS, D. (1990): *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin Company, Boston.
- SCOTT, W. R. (2003): *Organizations: Rational, Natural and Open Systems*, 5ª ed, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- SERVAES, H. (1996): “The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave”, *The Journal of Finance*, vol. 51, n° 4, pp. 1201-1225.
- SETH, A. (1990): “Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation”, *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 431-446.
- SETH, A.; SONG, K. P. y PETTIT, R. (2000): “Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U. S. Firms”, *Journal of International Business Studies*, vol. 31, n° 3, pp. 387-405.
- SHAPIRO, C. y VARIAN, H. R. (1999): *Information Rules: A Strategic Guide at the Network Economy*, Harvard Business School Press, Boston.
- SHARPE, S. (1964): “Capital Asset Pricing: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *Journal of Finance*, vol. 19, pp. 425-442.
- SHELTON, L. M. (2000): “Merger Market Dynamics: Insights into the Behavior of Target and Bidder Firms”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 41, n° 4, pp. 363-383.
- SINGH, H. y MONTGOMERY, C. (1987): “Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance”, *Strategic Management Journal*, vol. 8, pp. 377-386.
- SLOVIN, M.; SUSHKA, M. y HUDSON, C. (1990): “External Monitoring and its Effect on Seasoned Common Stock Issues”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, pp. 397-417.
- SONG, M. H., y WALKLING, R. A. (1993): “The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder”, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 28, n° 4, pp. 439-457.
- STEINER, P. O. (1975): *Mergers: Motives, Effects, Policies*, Michigan University Press, Ann Arbor.
- STULZ, R. M.; WALKLING, R. A. y SONG, M. H. (1990): “The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers”, *Journal of Finance*, vol. 45, n° 3, pp. 817-833.

- SUBRAHMANYAM, V.; RANGAN, N. y ROSENSTEIN, S. (1997): "The Role of Outside Directors in Bank Acquisitions", *Financial Management*, vol. 26, nº 3, pp. 23-36.
- SUK, D. Y. y SUNG, H. M. (1997): "The Effects of the Method of Payment and the Type of Offer on Target Returns in Mergers and Tender Offers", *The Financial Review*, vol. 32, nº 3, pp. 591-607.
- SWITZER, J. A. (1996): "Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, vol. 48, pp. 443-460.
- TALLMAN, S. y LEE, J. T. (1996): "Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms", *Academy of Management Journal*, vol. 39, pp. 179-196.
- TEECE, D. J. (1992): "Competition, Cooperation and Innovation", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, pp. 1-25.
- THOMPSON, J. D. (1967): *Organizations in Action*, McGraw-Hill, New York.
- THOMPSON, J. D. y McEWEN, W. (1958): "Organizational Goals and Environment: Goal Setting as an Interaction Process", *American Sociological Review*, vol. 23, pp. 23-41.
- TRAVLOS, N. G. (1987): "Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns", *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 943-963.
- TRAVLOS, N. G. y WAEGELEIN, J. F. (1992): "Executive Compensation, Method of Payment and Abnormal Returns to Bidding Firms at Takeover Announcements", *Managerial and Decision Economics*, vol. 13, pp. 493-501.
- TRILLAS, F. (2002): "Mergers, Acquisitions and Control of Telecommunications Firms in Europe", *Telecommunications Policy*, vol. 26, pp. 269-286.
- UHLENBRUCK, K.; HITT, M. A. y SEMADENI, M. (2001): "Corporate Strategy in the "New Economy": Market Value Effects of Acquisitions Involving Internet Firms", Working Paper, Texas A&M University.
- VANHAVERBEKE, W.; DUYSTERS, G. y NOORDERHAVEN, N. (2002): "External Technology Sourcing Through Alliances or Acquisitions: An Analysis of the Application-Specific Integrated Circuits Industry", *Organization Science*, vol. 13, nº 6, pp. 714-733.
- VÁZQUEZ, C. J. (1992): "Creación de Valor en las Fusiones Empresariales", *Economía Industrial*, noviembre-diciembre, 113-128.
- VENTURA, J. (1994): *Análisis Competitivo de la Empresa: Un Enfoque Estratégico*, Cívitas, Madrid.

- VENTURA, J. (1996): *Análisis Dinámico de la Estrategia Empresarial: Un Ensayo Interdisciplinar*, Servicio de Publicaciones, Universidad de Oviedo.
- VENTURA, J. (2003): “Recursos Intangibles y Competitividad Empresarial”, en VENTURA, J. Y ORDOÑEZ, P. (Coords.): *Capital Intelectual y Aprendizaje Organizativo: Nuevos Desafíos para la Empresa*, AENOR, Madrid.
- VERY, P.; LUBATKIN, M.; CALORI, R. y VEIGA, J. (1997): “Relative Standing and the Performance of Recently Acquired European Firms”, *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 593-614.
- VICKERS, J. (1985): “Pre-emptive Patenting, Joint Ventures, and the Persistence of Oligopoly”, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 3, pp. 261-273.
- VIDAL, M. (1999): “La Expansión Internacional de la Empresa Española Mediante Alianzas Estratégicas Globales (1987-1997): Principales Características”, *ICADE*, nº 48, pp. 307-324.
- VIDAL, M. (2000): “Las Alianzas Estratégicas Globales para la Internacionalización. Su Contribución a la Creación de Valor en la Empresa”, *Economía Industrial*, nº 333, pp. 49-56.
- VIDAL, M. y GACIA-CANAL, E. (2003): “Transaction Costs and Value Creation in Global Alliances: A Relational Approach”, *Management Research*, vol. 1, nº 1, pp. 45-60.
- VILLALONGA, B. (2003): “Diversification Discount or Premium? New Evidence from BITS Establishment-Level Data”, *Journal of Finance*, en prensa.
- WAHEED, A. y MATHUR, I. (1995): “Wealth Effects of Foreign Expansion by U.S. Banks”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, pp. 823-842.
- WESTNEY, D. E. (1988): “Domestic and Foreign Learning Curves in Managing International Cooperative Strategies”, en CONTRACTOR, F. y LORANGE, P. (Eds.), *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington Books, Lexington.
- WILLIAMSON, O. E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Wheatsheaf Books, Great Britain.
- WILLIAMSON, O. E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York.
- WOOLRIDGE, J. R. y SNOW, C. C. (1990): “Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions”, *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 353-363.
- WRIGHT, M.; ROBBIE, K.; THOMPSON, S. y STARKEY, K. (1994): “Longevity and the Life-Cycle of Management Buy-Outs”, *Strategic Management Journal*, vol. 15, nº 3, pp. 215-227.

- WU, C. y WEI, K. C. (1998): “Cooperative R&D and the Value of the Firm”, *Review of Industrial Organization*, vol. 13, pp. 425-446.
- YELLE, L. E. (1979): “The Learning Curve: Historical Review and Comprehensive Survey”, *Decision Sciences*, vol. 10, pp. 302-328.
- ZOLLO, M. y SINGH, H. (1998): “The Impact of Knowledge Codification, Experience, Trajectories, and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions”, *Academy of Management Best Paper Proceedings*, The Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia.
- ZOLLO, M. y WINTER, S. G. (2002): “Deliberate Learning and the Evolution of Dynamic Capabilities”, *Organization Science*, vol. 13, nº 3, pp. 339-351.