

P. SÁNCHEZ-LORDA *
E. GARCÍA-CANAL *

Experiencia previa y reacción del mercado de capitales ante la formación de combinaciones empresariales**

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Marco teórico. 3. Base de datos y metodología. 3.1. Bases de datos. 3.2. Variable dependiente y método de análisis. 3.3. Variables independientes. 3.4. Variables de control. 4. Resultados. 5. Discusión. 6. Conclusiones. Referencias bibliográficas

RESUMEN: En este trabajo se analiza en qué medida la experiencia previa de las empresas condiciona la reacción del mercado de capitales ante la formación de combinaciones empresariales. Son dos los tipos de combinaciones empresariales analizados en este trabajo como medios alternativos de acceder a recursos estratégicos externos: alianzas estratégicas y adquisiciones. Se propone que la experiencia previa de las empresas en la gestión de combinaciones empresariales afectará positivamente a la rentabilidad anormal de estas operaciones, aunque existirán diferencias en función de que la operación suponga o no una diversificación de la empresa. Un estudio empírico de la reacción del mercado de capitales ante combinaciones empresariales promovidas por operadoras europeas de telecomunicaciones entre 1990 y 2001 ha confirmado estas hipótesis.

Palabras clave: Fusiones y Adquisiciones, Alianzas Estratégicas, Estudio de acontecimientos, Experiencia

ABSTRACT: In this paper we analyze to what extent previous experience of the companies affects the market reaction to the formation of business combinations. They are two the types of business combinations analyzed in this paper as alternative means of accessing to external strategic resources: strategic alliances and acquisitions. We point out that the previous experience of the companies in the management of business combinations will posi-

* Universidad de Oviedo. Autor de contacto: Pablo Sánchez-Lorda: Dpto. Administración de Empresas y Contabilidad, Universidad de Oviedo, Avda. Cristo s/n, 33071 Oviedo. Tel.: 985104858 Fax: 985103708 e-mail: psanchez@uniovi.es

** Los autores agradecen las sugerencias y comentarios recibidos de un evaluador anónimo, así como el apoyo financiero proporcionado por el Ministerio de Ciencia y Tecnología y el FEDER (Proyecto SEC 2003-08069).

vely affect the abnormal returns of these operations, although differences will exist whether or not the operation supposes a diversification of the company. An empirical study of the market reaction to business combinations promoted by European telecommunication operators between 1990 and 2001 has confirmed these hypotheses.

1. Introducción

Tanto alianzas estratégicas como adquisiciones son medios alternativos comúnmente utilizados por las empresas para acceder a recursos estratégicos externos para los que no existe un mercado eficiente (Chi, 1994). En este sentido, un problema de investigación de indudable interés es el de identificar criterios para elegir entre ellos. Así, sería interesante identificar las condiciones en las que la utilización de adquisiciones y de alianzas aumenta el valor de la empresa, determinando de este modo las situaciones en las que un tipo de operación u otro fuese más rentable. La investigación previa sobre la elección entre alianzas y adquisiciones se ha centrado en cómo las características de la operación influyen esta elección. De un lado, Balakrishnan y Koza (1993) y Reuer y Koza (2000) plantearon y encontraron cierto respaldo empírico a la tesis de que en las operaciones realizadas en condiciones de asimetría de información las empresas conjuntas ayudaban a las empresas a protegerse de los problemas de selección adversa. De otro, Hennart y Reddy (1997), argumentaron que el principal problema en la elección entre alianzas y adquisiciones es el de la digestibilidad; esto es, la integración de activos y negocios difíciles de integrar en la empresa adquirida. En concreto, planteaban que la principal ventaja de las empresas conjuntas era que los problemas de integración eran menos severos que en las adquisiciones, en la medida en la que afectaban únicamente a activos seleccionados de las empresas participantes en la operación. Más recientemente, otros trabajos han analizado en qué medida las alianzas son o no una fase preliminar en la adquisición de una empresa. Hagedoorn y Sadowski (1999) encontraron que las alianzas estratégicas tecnológicas entre dos empresas raras veces eran proseguidas de adquisiciones. No obstante, Vanhaverbeke *et al.* (2002) encontraron que este proceso conlleva varias etapas, de tal forma que cada nueva alianza entre dos empresas aumenta la probabilidad de una fusión o adquisición entre ellas. Aunque existe cierta evidencia empírica de la importancia de estos factores, otros factores relacionados con características de las empresas protagonistas de la operación apenas han sido analizados por la investigación empírica previa.

Adicionalmente, aunque existe una amplia literatura sobre la reacción del mercado de capitales ante la formación de alianzas y adquisiciones (véase García-Canal *et al.*, 2002 para una revisión), salvo el trabajo de Balakrishnan y Koza (1993), no se han realizado estudios empíricos que las analicen comparativamente. Un hecho a tener en cuenta a la hora de llevar a cabo este tipo de análisis es que, mientras que el ensamblaje de recursos conlleva más activos en las adquisiciones que en las alianzas, las dos opciones tienen diferentes problemas en relación con la integración y gestión del proceso. De este modo, no todas las empresas están igualmente preparadas para afrontar estas operaciones. De hecho, la literatura previa ha confirmado el efecto positivo de

la experiencia en la realización de adquisiciones (Haleblian y Finkelstein, 1999) y alianzas (Anand y Khanna, 2000; Kale *et al.*, 2002) sobre la valoración que el mercado de capitales realiza de estas operaciones. Sin embargo, no existen estudios empíricos que analicen comparativamente adquisiciones y alianzas teniendo en cuenta la experiencia previa de las compañías en la realización de estas operaciones, ni tampoco que tengan en cuenta si la operación conlleva una diversificación o no. Este último aspecto es importante porque las implicaciones y exigencias de gestión e integración son distintas en función de que exista diversificación o no. En este trabajo presentamos un marco teórico en el que tratamos de resaltar la influencia de la experiencia de la empresa en la reacción del mercado de capitales ante la formación de alianzas y adquisiciones. Además del estudio comparado de alianzas y adquisiciones, la principal aportación del trabajo es analizar la interacción entre la experiencia y el ámbito sectorial al que se dirigen las compañías mediante adquisiciones o alianzas. Las proposiciones de este marco teórico serán contrastadas utilizando una muestra de combinaciones empresariales llevadas a cabo por operadoras europeas de telecomunicaciones. En la última década estas empresas han tenido que adaptarse a importantes cambios en su entorno debido a innovaciones tecnológicas y a la desregulación y privatización (Andrade *et al.*, 2001).

El trabajo se organiza como sigue. A continuación presentamos un marco teórico para analizar el impacto de la experiencia previa sobre la reacción del mercado de capitales ante la formación de combinaciones empresariales. Las proposiciones derivadas de este marco teórico serán contrastadas en la sección tercera del trabajo, presentándose los principales resultados del estudio empírico a continuación. Tras discutir el alcance de estos resultados y sus implicaciones, el trabajo finaliza presentando las principales conclusiones que se pueden extraer.

2. Marco teórico

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, 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). Estas combinaciones empresariales son procesos que implican 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 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 (Haspeslagh y Jemison, 1991). Siguiendo la literatura sobre la curva de aprendizaje, el aprendizaje y las mejoras incrementales de 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.

Sin embargo, las adquisiciones y las alianzas presentan una serie de requisitos diferentes a la hora de combinar los recursos de manera eficaz. En primer lugar, 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, son 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 (véase, por ejemplo, Bleeke y Ernst, 1991). 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; Madhok y Tallman, 1998; Ariño y de la Torre, 1998). En segundo lugar, 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 (Menguzzato, 1995; Rialp y Salas, 2002). En tercer lugar, 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 recursos por parte de los socios (Hennart, 1988). Finalmente, 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.

Lo que las investigaciones más recientes muestran es que la realización de adquisiciones y alianzas requiere unos conocimientos y habilidades específicas, al tratarse de procesos distintos (Villalonga y McGahan, 2005). Estos conocimientos y habilidades pueden mejorarse mediante la experiencia. Así, Zollo y Singh (2004) han encontrado que la experiencia previa en adquisicio-

nes afecta positivamente al rendimiento de un proceso de adquisición. Esto es debido al hecho de 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 este tipo de acuerdos, 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 recursos (véase también Kale y Singh, 1999). De hecho, la investigación empírica ha puesto de manifiesto que las alianzas dan más resultados a medida que se desarrolla la relación (Doz, 1996). La investigación teórica muestra cómo estas capacidades en la dirección de la alianza son adquiridas con la experiencia (Westney, 1988). Adicionalmente, trabajos como Rialp (1999) o García-Canal y Valdés (2000), postulan que el resultado de las relaciones cooperativas será mejor si los socios cuentan con experiencias previas en la gestión de estos acuerdos, y Mora-Valentín *et al.* (2004) encuentran que las empresas que realizan un acuerdo de colaboración se benefician de las experiencias previas que hayan tenido en otros acuerdos de naturaleza similar. 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).

Desde el punto de vista de la Teoría de Recursos y Capacidades, 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 las 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 han sido ya codificadas (conocimiento explícito).

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

Hipótesis 1: *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 2: *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 ver, 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 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 empresa. 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 aprendizaje sugiere que la acumulación de experiencias relativamente homogéneas (adquisiciones en el mismo sector de la empresa adquirente) permiten mejorar la eficiencia de determinadas actividades (Dutton y Thomas, 1984; Yelle, 1979). Estas mejoras de eficiencia serán más importantes en contextos similares a los ya vividos (March, 1991). Sin embargo, si las empresas intentan aplicar esos conocimientos adquiridos en entornos distintos pueden caer en trampas a la competitividad (Levitt y March, 1988).

Teniendo en cuenta todas estas ideas establecemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3: *Los efectos positivos asociados a la experiencia en la realización y gestión de adquisiciones se disiparán cuando las empresas se dirijan a sectores distintos al suyo.*

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. 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 dichas rentas en futuras operaciones (Westney, 1988). Además, estos mecanismos no tendrán por qué ser distintos sea cual sea el 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.

Hipótesis 4: *Los efectos positivos asociados a la experiencia en la realización y gestión de alianzas se mantendrán a pesar de que las empresas se dirijan a sectores distintos al suyo.*

3. Base de datos y metodología

3.1. BASE DE DATOS

Con objeto de contrastar las hipótesis anteriormente formuladas se ha acudido a una base de datos sobre adquisiciones y alianzas realizadas por compañías europeas de telecomunicaciones entre 1986 y 2001. Esta base fue construida en el marco de una investigación más amplia partiendo de la fuente Securities Data Corporation (SDC) en su edición Platinum. Concretamente, se

¹ En nuestra muestra solamente consideramos aquéllas adquisiciones en las que la operadora europea sea quien realiza la compra. Las adquisiciones de compañías europeas hechas por empresas no pertenecientes a la Unión Europea no se consideran para crear nuestra base.

² Consideramos un acontecimiento como el anuncio de la realización de una alianza 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 a los que dieron lugar las 736 alianzas encontradas fueron 830.

³ Dando lugar a 1473 acontecimientos.

han utilizado las bases de Fusiones y Adquisiciones (SDC Platinum, Mergers & Acquisitions Database) obteniendo una muestra inicial de 643 operaciones¹ de este tipo para el período estudiado, y la de empresas conjuntas y alianzas estratégicas (SDC Platinum, Joint Ventures and Strategic Alliances Database), de la cual se han obtenido 736 operaciones². Por tanto, nuestra muestra inicial cuenta con 1379 combinaciones empresariales completadas³. Para medir la rentabilidad de las empresas que llevan a cabo estas combinaciones empresariales hemos utilizado datos diarios de cotizaciones obtenidos de la base de datos DataStream⁴, lo cual reduce la muestra inicial a 1087 observaciones, divididas en 485 adquisiciones y 602 alianzas. Asimismo, trabajos como Reuer *et al.* (2001) o Low (2001) han puesto de manifiesto que la fecha que figura en la base SDC 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 descrita a continuación, se han verificado todas las fechas de las observaciones utilizadas mediante búsquedas sistemáticas en la base de datos Lexis-Nexis. Del mismo modo, siguiendo a McWilliams y Siegel (1997), se han eliminado de la muestra inicial todas aquellas operaciones que pudiesen contaminar el efecto de los casos estudiados. En concreto, se han eliminado de la base original todas las observaciones para las que en un período comprendido entre cinco días antes y cinco días después de su anuncio hubiese habido otras noticias relacionadas con operaciones de capital (ampliaciones, reducciones o splits), reparto de dividendos, contratos con el Estado, otras adquisiciones o alianzas distintas a las estudiadas o decisiones sobre contratación o despido de personal o de directivos de las compañías estudiadas. Para esta labor de filtrado también se acudido a la base de datos Lexis Nexis. Finalmente, la base de datos SDC contempla operaciones realizadas por compañías de telecomunicaciones que no cotizan en los mercados de valores pero que son filiales de otras que sí están presentes en dichos mercados. En este caso, se han eliminado de la base final todos aquellos acontecimientos para los que la matriz de la compañía que no cotiza no sea una operadora de telefonía (fija o móvil). Un ejemplo de operación eliminada de nuestra base final sería aquella realizada por Thyssen Telecom AG, compañía de telecomunicaciones que no cotiza en el mercado de capitales, filial de Thyssen Krupp AG, cuya actividad principal es la fundición de acero (SIC 3322). Sí consideramos, sin embargo, operaciones de compañías de telecomunicaciones que no cotizan pero que son filiales de operadoras de telecomunicaciones admitidas a cotización oficial. Tal es el caso, por ejem-

⁴ Esta base de datos contiene, entre otra información, las cotizaciones de todas las compañías que cotizan en las bolsas europeas más importantes. Para nuestro estudio, el dato más relevante de esta base es el *Total Return Index*, que refleja la variación en la cotización de cada compañía en relación con una fecha específica. Este índice está preparado para efectuar estudios de acontecimientos y está corregido por pago de dividendos y otras operaciones de capital. Por tanto, esta información es muy útil para llevar a cabo un estudio de acontecimientos.

Experiencia previa y reacción del mercado de capitales ante la formación...

plo de las operaciones realizadas por Telefónica Data, empresa que no cotiza pero que es filial de plena propiedad de Telefónica de España. Una vez eliminados todos los casos anteriormente mencionados la muestra final está compuesta por 615 casos divididos en 255 adquisiciones y 360 alianzas estratégicas. La Tabla 1 recoge las compañías europeas estudiadas, agrupadas por nacionalidad, y el número de adquisiciones y alianzas consideradas en nuestras muestras finales para cada una de ellas.

TABLA 1.—*Compañías de nuestra muestra*

| País | Empresa | Adquisiciones | % | Alianzas | % |
|-------------|--------------------------------|---------------|------|----------|------|
| ALEMANIA | Debitel AG | 1 | 0,4 | 0 | 0 |
| | Deutsche Telecom | 12 | 4,7 | 10 | 2,8 |
| | Mannesmann | 28 | 11,0 | 27 | 7,5 |
| | MobilCom Kommunikationst. | 7 | 2,7 | 1 | 0,3 |
| AUSTRIA | CyberTron Austrian Dig. Tel. | 1 | 0,4 | 0 | 0 |
| BÉLGICA | Telindus Group | 1 | 0,4 | 10 | ,3 |
| DINAMARCA | Tele Danmark | 15 | 5,7 | 7 | 1,9 |
| ESPAÑA | Telefónica | 18 | 7,1 | 31 | 8,6 |
| FINLANDIA | Elisa Communications Oyj | 5 | 2,0 | 0 | 0 |
| | Sonera | 6 | 2,4 | 1 | 0,3 |
| FRANCIA | Avenir Telecom | 2 | 0,8 | 0 | 0 |
| | France Telecom | 17 | 6,7 | 6 | 1,7 |
| | Genesys SA | 4 | 1,6 | 0 | 0 |
| GRECIA | Hellenic Telecomm. Organiz. | 5 | 2,0 | 0 | 0 |
| HOLANDA | KPN | 17 | 6,7 | 17 | 4,7 |
| | Libertel | 1 | 0,4 | 0 | 0 |
| ITALIA | Ing. C. Olivetti | 10 | 3,9 | 46 | 12,8 |
| | Tiscali SpA | 1 | 0,4 | 0 | 0 |
| | Telecom Italia | 21 | 8,2 | 36 | 10,0 |
| | Wind Telecomunicazioni | 1 | 0,4 | 4 | 1,1 |
| LUXEMBURGO | Millicom Internat. Cellular SA | 2 | 0,8 | 0 | 0 |
| PORTUGAL | Portugal Telecom | 10 | 3,9 | 5 | 1,4 |
| SUECIA | Aspiro Information AB | 1 | 0,4 | 0 | 0 |
| | Tele1 Europe Holding | 1 | 0,4 | 1 | 0,3 |
| REINO UNIDO | Atlantic Telecom Group PLC | 1 | 0,4 | 0 | 0 |
| | British Telecom | 14 | 5,5 | 94 | 26,1 |
| | Cable & Wireless | 28 | 11,0 | 56 | 15,6 |
| | Colt Telecom | 0 | 0 | 3 | 0,8 |
| | Energis | 4 | 1,6 | 3 | 0,8 |
| | Kingston Communications | 1 | 0,4 | 2 | 0,6 |
| | Netcall | 2 | ,8 | 1 | 0,3 |
| | Redstone Telecom PLC | 2 | 0,8 | 0 | 0 |
| | Scottish Telecom | 1 | 0,4 | 2 | 0,6 |
| | Telewest Communications | 2 | 0,8 | 5 | 1,4 |
| | Vodafone | 13 | 5,1 | 1 | 0,3 |
| | Total | | 255 | 100 | 360 |

Fuente: Elaboración propia.

3.2. VARIABLE DEPENDIENTE Y MÉTODO DE ANÁLISIS

Sobre las muestras descritas estimamos modelos de regresión lineal múltiple mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios con el fin de identificar qué atributos de las combinaciones empresariales tienen una mayor influencia sobre la creación de valor de estos procesos. Como variable dependiente utilizamos la rentabilidad anormal acumulada, en tanto por cien, entre los días -3 y 3 en torno al día en el que se hace pública la noticia de la realización de una combinación empresarial. Hemos utilizado este período de acumulación por ser el mayor intervalo en el que podíamos garantizar la no contaminación de nuestros acontecimientos, debido al período de ± 5 días utilizado para eliminar los casos contaminados. El rendimiento obtenido por las empresas que llevan a cabo combinaciones empresariales ha sido medido utilizando como metodología 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 Brown y Warner (1985). La respuesta en el precio de las acciones en torno a los días de anuncio de una 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 riesgo⁵.

$$RA_{kt} = R_{kt} - ER_{kt} \quad [1]$$

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 .
 ER_{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.

3.3. VARIABLES INDEPENDIENTES

Al objeto de contrastar las dos primeras hipótesis del trabajo, hemos medido la experiencia previa de cada compañía (EXPERIENCIA) como el número de operaciones previas del mismo tipo que ha realizado hasta la fecha. Por

⁵ Las rentabilidades diarias esperadas se estimaron a partir del modelo de mercado de Sharpe (1964). 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 ($t = -21$). Utilizamos como índice de referencia el «*Global Index*» incluido en DataStream. Éste es un índice de Mercado para cada bolsa de valores que se construye utilizando el mismo criterio para cada uno. Así, el índice incluye las principales empresas de cada Mercado en términos de capitalización bursátil (120 títulos en promedio en cada caso) y está corregido por pago de dividendos así como por splits, ampliaciones y/o reducciones de capital.

tanto, en función de la submuestra con la que estemos trabajando esa variable capturará el número de adquisiciones previas o de alianzas previas hechas por la empresa. Para construir esta variable hemos tenido en cuenta no sólo las operaciones incluidas en la muestra final sino todas las operaciones de la base inicial (1379). Además, para contrastar las hipótesis 3 y 4, relativas al sector hacia el que se dirige el crecimiento de la empresa, hemos multiplicado la experiencia por una dummy (DIVERSIFICACIÓN) que toma valor 1 cuando la operación es de diversificación⁶. Dicha dummy también ha sido introducida directamente en los modelos de regresión estimados.

3.4. VARIABLES DE CONTROL

En los modelos de regresión también incluimos las siguientes variables de control, pues una de las principales limitaciones de la literatura sobre la reacción del mercado de capitales ante la formación de alianzas es la ausencia de variables de control relevantes (García Canal *et al.*, 2002). 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 202 alianzas y 139 adquisiciones. Las variables utilizadas han sido las siguientes: Dummies de empresa: Para capturar efectos individuales asociados con cada compañía. Como las compañías que realizan las adquisiciones incluidas en la muestra final son 16, hemos incluido 15 variables dummy en los modelos estimados sobre esta submuestra. Las alianzas han sido realizadas por 15 empresas, por lo que para esos modelos utilizamos sólo 14 dummies. Para simplificar la presentación de los resultados, estas dummies no se presentan en las tablas. Dummies anuales: Para capturar cualquier tendencia temporal. En ambas submuestras se introducen 11 variables dummy, una para cada año del período 1991-2001. La dummy del año 1990 se omite en los modelos para evitar problemas de multicolinealidad perfecta. Estas dummies tampoco se presentan en las tablas de resultados, para simplificar la representación. INTERNACIONAL: Variable dummy que toma valor 1 si la operación estudiada supone adquirir a un socio extranjero o formar una alianza que implique actividades en otros países distintos al del la empresa europea que lleva a cabo la operación. Algunos estudios como DeLong (2001) o Eckbo y Thorburn (2000), entre otros, encontraron que las adquisiciones internacionales benefician a los accionistas de las empresas. En el caso de las alianzas, la evidencia es mixta (véase, por ejemplo, Chen *et al.*, 1991 o Lee y Wyatt, 1990). Esta variable fue construida con la información obtenida de SDC. En el caso de las adquisiciones, INTERNACIONAL toma el valor 1 cuando la

⁶ En concreto, DIVERSIFICACIÓN toma el valor 1, para el caso de las adquisiciones, cuando la empresa adquirida no es una operadora de telefonía —fija o móvil—, y, en el caso de las alianzas, cuando las actividades relacionadas con el acuerdo son distintas a las de explotación de este tipo de negocio.

empresa adquirida se encuentra en un país distinto al del la empresa adquirente. En el caso de las alianzas, INTERNACIONAL toma valor 1 cuando las actividades de la alianza se realizan fuera del país de la empresa estudiada. DISTANCIA CULTURAL entre las empresas: Ha sido medida usando el índice de Kogut y Singh (1988), tomando las medidas actualizadas de Hofstede (2001) como input. 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 la media aritmética de todos esos índices. Nótese que este procedimiento pondera adecuadamente las diferentes nacionalidades de los socios al tener en cuenta todas las combinaciones posibles entre ellos dos a dos. Incluimos esta variable de control ya que es una variable frecuentemente utilizada en la literatura sobre la reacción del mercado de capitales ante combinaciones empresariales, si bien la evidencia empírica es mixta (Very *et al.*, 1997; Merchant y Schendel, 2000). CASH FLOW: Variable que mide los flujos de caja libres de las compañías. Construimos esta variable como (Beneficio Operativo – Intereses – Impuestos – Dividendos) / Activos Totales (usando el procedimiento seguido por Chen *et al.*, 2000). Los datos para la construcción de esta variable fueron obtenidos de DataStream. ESTABILIDAD POLÍTICA: Estabilidad política del país de destino de la operación, medida utilizando el índice desarrollado por Henisz (2000). Hemos introducido esta variable de control teniendo en cuenta que la industria de las telecomunicaciones se ve muy afectada por las decisiones tomadas por los reguladores (Henisz y Zelner, 2001) y porque el entorno institucional del país ha sido uno de los factores analizados en la investigación previa (Chen *et al.*, 2000; Lee y Wyatt, 1990). PARTICIPACIÓN ESTATAL: Porcentaje de capital que el Estado posee en la compañía estudiada. Creamos esta variable obteniendo los datos de la revisión de los informes anuales de las compañías y de conversaciones directas y/o a través de correo electrónico con personal de éstas. INTANGIBLES: Esta variable es una aproximación a 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. Construimos esta variable como el cociente Activos Intangibles / Activos Totales, obteniendo la información sobre ambas partidas directamente de DataStream. Q DE TOBIN: Como sugieren Chung y Pruitt (1994), esta variable se calculó como el cociente entre el valor de mercado de las acciones de cada empresa más el valor en libros de la deuda, dividido entre el valor contable de sus activos⁷. Ésta es una variable comúnmente utilizada como una medida del valor de los activos intangibles de las empresas (Morck *et al.*, 1990; Morck y Young, 1992; Delgado *et al.*, 2004) y que ha sido muy utilizada en la literatura sobre la reacción del mercado de capitales ante adquisiciones y alianzas (véase García-Canal *et al.*, 2002 para

⁷ Nótese que esta medida de la Q de Tobin es una aproximación, ya que el denominador de esta medida debería ser el coste de reposición de los activos de la empresa.

una revisión de estos trabajos). Sin embargo, de acuerdo con Hall (2001), esta variable también puede reflejar el poder de mercado de una compañía. En el caso de la industria de las Telecomunicaciones, en la cual existen importantes barreras de entrada (regulatorias y no regulatorias), la Q de Tobin puede entenderse como una medida de la fortaleza de la posición de mercado de una empresa. Por tanto, al haber introducido una variable específica relacionada con los activos intangibles de las empresas (INTANGIBLES), entendemos que la Q DE TOBIN permite aproximar la fortaleza de la posición competitiva de las compañías de nuestra muestra. Esta variable fue calculada a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior a la adquisición o la alianza estudiada, ya que los datos necesarios para su construcción (obtenidos de la base de datos DataStream), son anuales. VENTAS NETAS: Variable utilizada para medir la dimensión de la red de telecomunicaciones y clientes de la empresa. Para construir esta variable se ha partido del volumen de ventas netas (en millones) obtenidas por cada compañía a 31 de diciembre del año anterior al anuncio de cada adquisición o alianza. Esta medida se convirtió a euros utilizando los datos del tipo de cambio entre las distintas divisas y el euro a precios corrientes del año en que se realiza cada operación. Finalmente, con el objeto de descontar el efecto de la inflación sobre esta variable, se ha deflactado utilizando el IPC de cada país a precios constantes de 1995. La medida de experiencia utilizada (adquisiciones o alianzas previas) podría estar midiendo también el tamaño de esta red. Incluimos esta nueva variable con el fin de aislar el efecto de este tamaño sobre la rentabilidad de las empresas. De esta forma, nuestra variable explicativa recogerá tan solo el efecto de la experiencia en la realización de adquisiciones y alianzas. Todos los datos necesarios para construir esta variables se han obtenido de la base de datos Thomson Financial DataStream. OBJETIVO COTIZA EN BOLSA: Variable dummy que toma el valor 1 si la empresa adquirida (al menos, un socio de la alianza, además de la operadora europea estudiada) cotizaba(n) en bolsa en el momento de la adquisición (alianza). Esta variable se ha introducido con el objeto de controlar el efecto que el tamaño relativo de las empresas implicadas en la combinación empresarial pudiese tener sobre la rentabilidad anormal asociada a cada operación⁸.

⁸ Si bien lo óptimo hubiera sido introducir una variable que midiese el tamaño relativo de las empresas implicadas en cada adquisición o alianza en función de variables como la capitalización bursátil o su número de empleados, esta solución implicaría una drástica reducción de nuestra base de datos inicial. La razón de ello es que muchas de las empresas adquiridas de nuestra muestra no cotizan en bolsa (más del 50%) y/o los datos sobre su número de empleados no están disponibles en las bases de datos consultadas. Concretamente, en el caso de las adquisiciones se han hecho estimaciones midiendo el tamaño relativo como el cociente entre el número de empleados de la empresa adquirida y la adquirente. La información necesaria para el cálculo de esta variable solo se ha obtenido para 52 adquisiciones. Asimismo, debido a la inclusión de otras variables de control en nuestros modelos, para las que no disponíamos de información completa (DEUDA, CASH FLOW o ESTABILIDAD POLÍTICA, entre otras), las estimaciones se han realizado sobre una muestra final de 39 observaciones, llegándose a resultados similares a los presentados en la tabla 6. Estos resultados se encuentran disponibles bajo petición a los autores.

Dicho tamaño relativo ha sido un factor comúnmente estudiado en trabajos que analizan la respuesta del mercado de capitales ante la realización tanto de adquisiciones (Asquith, *et al.*, 1983; Shelton, 1988; Jarrell y Poulsen, 1989; Seth, 1990; Walker, 2000; Fuller *et al.*, 2002) como de alianzas (McConnell y Nantel, 1985; Crutchley *et al.*, 1991; Koh y Venkatraman, 1991; Chan *et al.*, 1997; Das *et al.*, 1998; Kim y Park, 2002; Merchant y Schendel, 2000). Entendemos que cuando esta variable toma el valor 1 existe una mayor similitud entre los tamaños de las compañías implicadas, habida cuenta de que las operadoras europeas que realizan la adquisición (o alianza) siempre cotizan en bolsa.

Las siguientes variables de control fueron introducidas exclusivamente en los modelos con adquisiciones: CRECIMIENTO PIB⁹: Mide la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto del país al que se dirige la compañía que realiza la adquisición el año en que la lleva a cabo. 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*. ADQUISICIÓN TOTAL: Variable dummy que 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. ADQUISICIÓN PARCIAL: Variable dummy que 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: Variable dummy que toma valor 1 si la operación no es la primera adquisición de una empresa en otra.

Las siguientes variables de control fueron introducidas exclusivamente en los modelos con alianzas: JV: Variable dummy que toma valor 1 si la alianza ha supuesto la creación de una empresa conjunta. ALIANZA GLOBAL: Variable dummy que toma valor 1 cuando una alianza es global (implica actividades en más de un país). Estas alianzas globales (Parkhe, 1991) o multipaís (Porter y Fuller, 1986) son vistas como más valiosas que las alianzas cuyo ámbito se limita a un solo país. Kim y Park (2002) y Vidal y García-Canal (2003) encontraron un efecto positivo y significativo de este tipo de alianzas sobre la rentabilidad anormal de los socios. I+D: Variable dummy que toma valor 1 si el contenido de la alianza supone actividades de I+D. FABRICACIÓN: Variable dummy que toma valor 1 si el contenido de la alianza supone actividades de fabricación. MARKETING: Variable dummy que toma valor 1 si el contenido de la alianza supone actividades de marketing. Esta variable, junto con las dos anteriores, se han introducido en el modelo de regresión de alianzas debido a que muchos estudios previos

⁹ Esta variable se ha introducido solamente en los modelos de adquisiciones, por a ser estas operaciones, y no a las alianzas, a las que se refieren Hennart y Park (1993) al hablar de la influencia de la tasa de crecimiento del PIB del país al que se dirige una empresa en la elección del modo de entrada.

han examinado cómo el ámbito funcional de las alianzas, especialmente alianzas de I+D (Das *et al.*, 1998; Merchant y Schendel, 2000), podrían afectar a la rentabilidad anormal de los accionistas de una empresa. PARTICIPANTES: Número de socios en la alianza. Todas estas variables han sido construidas utilizando la información obtenida de la base de datos SDC, la cual contiene información muy precisa acerca del ámbito geográfico de las alianzas, las áreas funcionales que incluyen o el número de socios que las firman. La Tabla 2 recoge un resumen de las variables de control utilizadas, junto con su definición.

TABLA 2.—Resumen de Variables de Control

| Variable | Definición |
|-------------------------------|---|
| Para ambas submuestras | |
| Dummies de empresa | Efectos fijos de empresa |
| Dummies anuales | Efectos fijos de año |
| INTERNACIONAL | Dummy igual a 1 si la operación se dirige a un país distinto del de la empresa que la realiza |
| DISTANCIA CULTURAL | Medida mediante el índice de Kogut y Singh (1988) |
| CASH FLOW | Flujos de caja libres ((Beneficio Operativo – Intereses – Impuestos – Dividendos) / Activos Totales) |
| ESTABILIDAD POLÍTICA | Estabilidad política del país de destino de la operación, utilizando el índice de Henisz (2000) |
| PARTICIPACIÓN ESTATAL | Porcentaje de capital que el Estado posee en la compañía estudiada |
| INTANGIBLES | Activos Intangibles / Activos Totales |
| Q DE TOBIN | (Cap. Bursátil + deuda) / Activos totales |
| VENTAS NETAS | Ventas netas de la empresa (en millones de euros de 1995) |
| OBJETIVO COTIZA EN BOLSA | Dummy igual a 1 si la empresa adquirida o si al menos un socio de la alianza (además de la empresa estudiada) cotiza en bolsa |
| Para adquisiciones | |
| CRECIMIENTO PIB | Tasa de crecimiento del PIB del área geográfica destino de la adquisición |
| ADQUISICIÓN TOTAL | Dummy igual a 1 si la adquisición es por el 100% de una empresa sin presencia previa de la adquirente en el capital de la adquirida |
| ADQUISICIÓN PARCIAL | Dummy igual a 1 si se trata de una primera compra de menos del 100% del capital de la empresa adquirida |
| ACUMULACIÓN | Dummy igual a 1 si no es la primera adquisición de la empresa adquirente en la empresa objetivo |
| Para alianzas | |
| JV | Dummy igual a 1 si la alianza supone la creación de una empresa conjunta |
| ALIANZA GLOBAL | Dummy igual a 1 cuando una alianza implica actividades en más de un país |
| I+D | Dummy igual a 1 si el contenido de la alianza supone actividades de I+D |
| FABRICACIÓN | Dummy igual a 1 si el contenido de la alianza supone actividades de fabricación |
| MARKETING | Dummy igual a 1 si el contenido de la alianza supone actividades de marketing |
| PARTICIPANTES | Número de socios en la alianza |

Fuente: Elaboración propia.

TABLA 3.—Matriz de correlaciones entre variables (Submuestra de adquisiciones)

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) | (13) | (14) | (15) |
|------|-----------------|--------------------------|---------------------------|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (1) | 1,000 | -0,411 | -0,058 | 0,060 | -0,087 | 0,052 | 0,051 | 0,084 | 0,048 | 0,154 | 0,035 | 0,115 | -0,148 | -0,117 | -0,020 |
| (2) | | 1,000 | 0,053 | -0,169 | 0,003 | 0,088 | -0,096 | 0,028 | 0,046 | -0,031 | 0,046 | -0,095 | 0,117 | 0,128 | 0,065 |
| (3) | | | 1,000 | -0,257 | 0,565 | 0,053 | 0,097 | -0,165 | 0,113 | -0,044 | 0,124 | -0,022 | 0,141 | 0,124 | 0,216 |
| (4) | | | | 1,000 | -0,200 | -0,155 | 0,022 | 0,247 | 0,029 | 0,018 | -0,027 | 0,032 | -0,034 | -0,222 | -0,066 |
| (5) | | | | | 1,000 | 0,108 | -0,007 | -0,322 | -0,011 | -0,021 | 0,026 | -0,036 | -0,007 | 0,070 | 0,106 |
| (6) | | | | | | 1,000 | -0,137 | -0,056 | 0,104 | -0,004 | -0,010 | -0,250 | 0,183 | 0,079 | 0,218 |
| (7) | | | | | | | 1,000 | -0,021 | 0,495 | -0,123 | 0,149 | -0,096 | 0,237 | 0,044 | 0,274 |
| (8) | | | | | | | | 1,000 | 0,099 | 0,037 | -0,082 | 0,008 | 0,039 | -0,014 | 0,036 |
| (9) | | | | | | | | | 1,000 | -0,240 | -0,010 | -0,084 | 0,410 | -0,065 | 0,208 |
| (10) | | | | | | | | | | 1,000 | 0,104 | 0,021 | -0,113 | -0,019 | 0,058 |
| (11) | | | | | | | | | | | 1,000 | -0,051 | -0,004 | 0,087 | 0,107 |
| (12) | | | | | | | | | | | | 1,000 | -0,182 | -0,037 | 0,022 |
| (13) | | | | | | | | | | | | | 1,000 | 0,051 | 0,634 |
| (14) | | | | | | | | | | | | | | 1,000 | 0,130 |
| (15) | | | | | | | | | | | | | | | 1,000 |
| (1) | ADQ. TOTAL | (5) DISTANCIA CULTURAL | (9) PARTICIPACIÓN ESTATAL | (13) VENTAS NETAS | | | | | | | | | | | |
| (2) | ACUMULACIÓN | (6) CASH FLOW | (10) INTANGIBLES | (14) OBJETIVO COTIZA EN BOLSA | | | | | | | | | | | |
| (3) | INTERNACIONAL | (7) DEUDA | (11) CRECIMIENTO PIB | (15) EXPERIENCIA | | | | | | | | | | | |
| (4) | DIVERSIFICACIÓN | (8) ESTABILIDAD POLÍTICA | (12) Q DE TOBIN | | | | | | | | | | | | |

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4.—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) | |
|------|--------------------|--------|--------|--------|-------|---------------------------|--------|--------|--------|--------------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------------------------------|--------|--------|--|
| (1) | 1,000 | -0,041 | 0,335 | 0,297 | 0,038 | 0,035 | -0,250 | 0,061 | -0,024 | 0,228 | -0,097 | 0,035 | 0,177 | 0,035 | 0,044 | -0,039 | -0,072 | 0,043 | |
| (2) | | 1,000 | -0,015 | -0,252 | 0,041 | 0,065 | -0,106 | -0,142 | -0,135 | 0,125 | 0,119 | 0,108 | -0,130 | 0,065 | 0,100 | 0,034 | -0,006 | 0,023 | |
| (3) | | | 1,000 | 0,039 | 0,056 | 0,022 | -0,203 | -0,104 | -0,075 | 0,224 | -0,034 | 0,055 | 0,143 | 0,022 | 0,030 | -0,048 | 0,091 | -0,042 | |
| (4) | | | | 1,000 | 0,126 | 0,015 | 0,034 | 0,067 | 0,103 | -0,059 | -0,003 | -0,076 | 0,092 | 0,015 | -0,007 | -0,045 | -0,009 | 0,001 | |
| (5) | | | | | 1,000 | 0,480 | 0,248 | 0,084 | 0,010 | 0,085 | 0,007 | 0,032 | 0,063 | 0,480 | 0,337 | 0,073 | 0,063 | 0,295 | |
| (6) | | | | | | 1,000 | 0,180 | 0,191 | 0,057 | 0,077 | 0,027 | 0,071 | 0,004 | 0,015 | 0,437 | 0,283 | 0,071 | 0,241 | |
| (7) | | | | | | | 1,000 | 0,145 | 0,238 | -0,015 | 0,054 | -0,052 | -0,046 | 0,180 | 0,159 | 0,193 | 0,056 | 0,208 | |
| (8) | | | | | | | | 1,000- | 0,050 | -0,145 | -0,135 | -0,093 | -0,007 | 0,191 | 0,115 | 0,259 | 0,002 | 0,446 | |
| (9) | | | | | | | | | 1,000 | -0,077 | 0,146 | -0,049 | 0,135 | 0,057 | 0,040 | -0,114 | 0,075 | -0,157 | |
| (10) | | | | | | | | | | 1,000 | -0,086 | 0,025 | 0,155 | 0,077 | 0,075 | -0,033 | 0,156 | -0,142 | |
| (11) | | | | | | | | | | | 1,000 | 0,011 | 0,000 | 0,027 | -0,029 | -0,018 | 0,005 | -0,121 | |
| (12) | | | | | | | | | | | | 1,000 | -0,139 | 0,071 | 0,096 | -0,024 | -0,039 | 0,003 | |
| (13) | | | | | | | | | | | | | 1,000 | 0,004 | -0,023 | -0,068 | 0,336 | -0,063 | |
| (14) | | | | | | | | | | | | | | 1,000 | 0,437 | 0,283 | 0,071 | 0,241 | |
| (15) | | | | | | | | | | | | | | | 1,000 | 0,168 | 0,057 | 0,208 | |
| (16) | | | | | | | | | | | | | | | | 1,000 | 0,074 | 0,390 | |
| (17) | | | | | | | | | | | | | | | | | 1,000 | -0,026 | |
| (18) | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1,000 | |
| (1) | INTERNACIONAL | | | | | (6) DEUDA | | | | (11) FABRICACIÓN | | | | | | (16) VENTAS NETAS | | | |
| (2) | DIVERSIFICACIÓN | | | | | (7) ESTABILIDAD POLÍTICA | | | | (12) MARKETING | | | | | | (17) OBJETIVO COTIZA EN BOLSA | | | |
| (3) | ALIANZA GLOBAL | | | | | (8) PARTICIPACIÓN ESTATAL | | | | (13) PARTICIPANTES | | | | | | (18) EXPERIENCIA | | | |
| (4) | DISTANCIA CULTURAL | | | | | (9) JV | | | | (14) INTANGIBLES | | | | | | | | | |
| (5) | CASH FLOW | | | | | (10) I+D | | | | (15) Q DE TOBIN | | | | | | | | | |

Fuente: Elaboración propia.

Con todas las variables definidas estimamos varios modelos de regresión lineal múltiple para la submuestra de adquisiciones y para la de alianzas. La estructura de estos modelos es la siguiente:

$$\text{CAR} [-3,3] = f(\text{EXPERIENCIA}, \text{CONTROL})$$

siendo:

CAR [-3,3]: Rentabilidad Anormal Acumulada en el período [-3,3]

EXPERIENCIA: Variables independientes relacionadas con nuestras hipótesis

CONTROL: Variables de control

En concreto, debido a la existencia de una correlación elevada entre las variables INTERNACIONAL y DISTANCIA CULTURAL en la submuestra de adquisiciones, como se muestra en la Tabla 3, hemos estimado dos modelos para esta submuestra en los que hemos introducido estas variables de forma que no coincidiesen en ningún caso. Así, para esta submuestra estimamos un modelo en el que introducimos la variable INTERNACIONAL (Modelo 1) y otro en el que introducimos DISTANCIA CULTURAL (Modelo 2). Para la submuestra de alianzas no encontramos correlaciones elevadas entre las variables comentadas anteriormente, como se observa en la Tabla 4. Por tanto, para esta submuestra únicamente hemos estimado un modelo de regresión con todas las variables (Modelo 3).

4. Resultados

En la Tabla 5 se presentan las rentabilidades anormales para la muestra en su conjunto y para cada una de las submuestras (adquisiciones y alianzas) en el día cero y en los principales intervalos de acumulación. Además, se presentan los porcentajes de casos para los que la rentabilidad anormal es positiva, observándose cómo este porcentaje se encuentra siempre entre el 42% y el 48%.

TABLA 5.—*Resultados del estudio de acontecimientos*
Rentabilidades Anormales (%)

| Intervalo | RA toda la muestra | % Pos. | RA adquisiciones | % Pos. | RA alianzas | % Pos. |
|-----------|--------------------|--------|------------------|--------|-------------|--------|
| (-3,3) | -0.34** | 45 | -0.26* | 43 | -0.39 | 46 |
| (-2,2) | -0.25*** | 45 | -0.16** | 42 | -0.31* | 47 |
| (-1,1) | -0.07 | 48 | -0.03** | 47 | -0.09 | 48 |
| día 0 | -0.07 | 46 | -0.05 | 45 | -0.06 | 46 |

* p < 0.1; ** p < 0.05; *** p < 0.01.

Fuente: Elaboración propia.

Experiencia previa y reacción del mercado de capitales ante la formación...

Como puede apreciarse en la tabla, para el conjunto de la muestra las empresas que realizan combinaciones empresariales obtienen, en promedio, rentabilidades negativas que oscilan entre el -0.07% y el -0.34% y que son significativas para los principales intervalos de acumulación. Analizando por separado adquisiciones y alianzas, vemos cómo las empresas adquirentes salen perjudicadas en promedio cuando llevan a cabo este tipo de operaciones. Sin embargo, en el caso de las alianzas si bien prácticamente para todos los intervalos de acumulación se obtienen rentabilidades en promedio negativas, sólo estas rentabilidades anormales son estadísticamente significativas en el intervalo (-2,2), en el cual se aprecia una pérdida de valor del -0.31% con un nivel de confianza del 90%. En cuanto al porcentaje de casos positivos se puede observar cómo existe una gran heterogeneidad en las rentabilidades anormales de los casos en cada muestra analizada, siendo por tanto especialmente relevante profundizar en los factores que afectan en mayor o menor medida a

TABLA 6.—*Modelos de Regresión Lineal Múltiple para Adquisiciones*
($N = 139$)[†], ^a

| Variable Independiente | Modelo 1 | Modelo 2 |
|---------------------------------|----------|----------|
| Constante | 80.46 | 73.40 |
| Variabes de Experiencia: | | |
| EXPERIENCIA | 0.50** | 0.47** |
| EXPERIENCIA * DIVERSIFICACIÓN | -0.27*** | -0.26*** |
| Variabes de Control: | | |
| INTERNACIONAL | -1.64* | |
| DIVERSIFICACIÓN | 4.04 | 4.04 |
| DISTANCIA CULTURAL | | -0.14 |
| CASH FLOW | 65.91 | 63.35 |
| DEUDA | -25.94** | -24.06** |
| ESTABILIDAD POLÍTICA | 3.63 | 3.49 |
| PARTICIPACIÓN ESTATAL | -0.09 | -0.09 |
| INTANGIBLES | -0.68 | 2.51 |
| Q DE TOBIN | 1.08 | 1.22* |
| CRECIMIENTO PIB | -0.14 | -0.20 |
| VENTAS NETAS | 0.28 | 0.30 |
| OBJETIVO COTIZA EN BOLSA | -1.07 | -1.28 |
| ADQ. TOTAL | 0.91 | 0.97 |
| ACUMULACIÓN | -1.41 | -1.55 |
| Significatividad del modelo (F) | 2.25*** | 2.16*** |
| R ² Ajustada | 27.1% | 25.7% |

[†] Las variables dummy de empresa y año se han omitido para simplificar la presentación de estos resultados. Los coeficientes estimados son robustos a la heteroscedasticidad.

^a Variable dependiente: CAR (-3,3). * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$.

Fuente: Elaboración propia.

estos resultados. La Tabla 6 presenta los resultados de los dos modelos de regresión lineal múltiple estimados para la submuestra de adquisiciones. La tabla muestra el valor de los coeficientes de las variables independientes y el nivel de significación de cada variable. De la misma manera, la Tabla 7 recoge los resultados del modelo de regresión estimado para el caso de la muestra de alianzas estratégicas. Observando ambas tablas, nuestros resultados confirman las predicciones.

Las dos primeras hipótesis se verifican. Tanto en el caso de las adquisiciones como en el de las alianzas existe un efecto lineal positivo y significativo de la variable EXPERIENCIA sobre la rentabilidad anormal de las empresas.

TABLA 7.—*Modelo de Regresión Lineal Múltiple para Alianzas*
($N = 202$)[†], ^a

| Variable Independiente | Modelo 3 |
|-----------------------------------|----------|
| Constante | 23.10 |
| Variables de Experiencia: | |
| EXPERIENCIA | 0.11** |
| EXPERIENCIA * DIVERSIFICACIÓN | -0.01 |
| Variables de Control: | |
| INTERNACIONAL | -1.25 |
| DIVERSIFICACIÓN | 1.25 |
| DISTANCIA CULTURAL | 0.10 |
| CASH FLOW | 16.68 |
| DEUDA | -0.80 |
| ESTABILIDAD POLÍTICA | 1.41 |
| PARTICIPACIÓN ESTATAL | -0.01 |
| INTANGIBLES | 41.91* |
| Q DE TOBIN | 1.71 |
| VENTAS NETAS | 0.18 |
| OBJETIVO COTIZA EN BOLSA -0.34 JV | -0.05 |
| ALIANZA GLOBAL | 2.60*** |
| I+D | -0.95 |
| FABRICACIÓN | -1.14 |
| MARKETING | -0.83 |
| PARTICIPANTES | -0.18 |
| Significatividad del modelo (F) | 1.57** |
| R ² Ajustada | 10.5% |

[†] Las variables dummy de empresa y año se han omitido para simplificar la presentación de estos resultados. Los coeficientes estimados son robustos a la heteroscedasticidad.

^a Variable dependiente: CAR (-3,3). * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$.

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo si analizamos conjuntamente los resultados de esta variable con los de la variables multiplicativa EXPERIENCIA * DIVERSIFICACIÓN, se confirman las diferencias entre alianzas y adquisiciones y que ya planteábamos en las hipótesis 3 y 4. 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, pues en este caso la variable multiplicativa no presenta un coeficiente estadísticamente significativo.

En cuanto a las variables de control, aunque estas son comentadas más adelante, un resultado relevante es que la expansión geográfica de las empresas presenta resultados significativos solamente en las adquisiciones. En esta submuestra la internacionalización destruye valor.

5. Discusión

Con nuestro estudio pretendíamos analizar cómo afecta la experiencia previa a la creación de valor asociada a dos tipos de combinaciones empresariales; adquisiciones y alianzas. Nuestras cuatro hipótesis han sido confirmadas. En nuestro trabajo hemos explorado hipótesis relacionadas con el efecto de la experiencia previa en la gestión de conminaciones empresariales sobre la rentabilidad asociada a cada nueva combinación del mismo tipo. Esperábamos que esa experiencia previa afectase positivamente a la rentabilidad de una empresa que efectuase una nueva combinación del mismo tipo (hipótesis 1 y 2) y que en el caso de las adquisiciones el mercado valoraría sólo esta experiencia previa cuando se utiliza en la industria de procedencia (hipótesis 3), mientras que cuando se trata de alianzas, dicha experiencia podrá ser utilizada en todo tipo de ámbitos (hipótesis 4). Los resultados de las tablas 6 y 7 permiten confirmar las hipótesis 1 y 2, es decir, la experiencia previa en la gestión y realización de adquisiciones (alianzas) afecta positivamente a la rentabilidad anormal de la empresa adquirente (del socio) implicado en una nueva adquisición (alianza). Estos resultados confirman evidencias previas encontradas por otros autores como Zollo y Singh (2004) para el caso de adquisiciones o Anand y Khanna (2000) o Kale *et al.* (2002) para alianzas.

En relación con las hipótesis 3 y 4, 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 dicha empresa adquirida no pertenece al negocio principal de la empresa adquirente.

De las variables de control también pueden extraerse resultados que aportan información que en cierta medida complementa resultados empíricos anteriores. Así, un resultado que entra en colisión con la literatura empírica previa es el de la variable INTERNACIONAL. En efecto, nuestros resultados apuntan que cuando las adquisiciones son utilizadas para entrar en un país extranjero destruyen valor, lo cual va en contra de la mayoría de los trabajos (Doukas y Travlos, 1988; Delios y Beamish, 1999; Eckbo y Thorburn, 2000 o DeLong, 2001, entre otros) que analizan este efecto en las adquisiciones. No obstante, debe tenerse en cuenta que cuanto mayor sea el ratio de endeudamiento de la empresa (medido a través de la variable DEUDA) peor valorada será la adquisición. Este resultado, vendría a evidenciar la existencia de cierta preocupación por parte de los inversores en relación con la financiación de las inversiones exteriores de las compañías analizadas.

Adicionalmente, un mayor volumen de activos intangibles en manos de la empresa que realiza una adquisición (medido a través de la variable INTANGIBLES) no parece afectar a la rentabilidad anormal obtenida, lo cual va en contra de los resultados de Morck y Young (1992), quienes encontraron que la presencia de este tipo de activos favorecería la creación de valor mediante adquisiciones. Sin embargo, el coeficiente de esta variable para la submuestra de alianzas tiene un signo positivo y estadísticamente significativo. Por tanto la presencia de activos intangibles en manos de las compañías que realizan alianzas estratégicas favorece la respuesta positiva del mercado ante tales operaciones. Finalmente, para el caso de las alianzas éstas crearán más valor cuando sean globales; es decir, cuando se creen para realizar simultáneamente actividades en varios mercados. Este resultado confirma anteriores trabajos como Vidal (2000).

6. Conclusiones

Con este trabajo pretendíamos complementar la literatura sobre la reacción del mercado de capitales ante la formación de alianzas estratégicas y adquisiciones (combinaciones empresariales) tratando de resaltar el papel que desempeñaba la experiencia de la empresa en la gestión de combinaciones empresariales. Un análisis de las operaciones de combinación empresarial acometidas por las operadoras europeas de telecomunicaciones durante los últimos años nos ha permitido comprobar cómo dicha experiencia ejerce una influencia relevante. Así, la experiencia de la empresa en la gestión de cada tipo de operación influye positivamente en la rentabilidad anor-

mal; si bien para las adquisiciones esta influencia solamente es significativa para operaciones en la industria y en las alianzas para operaciones de todo tipo.

Con todo, nuestro trabajo tiene también limitaciones que deben ser tenidas en cuenta a la hora de valorar el alcance e implicaciones de nuestros resultados. En primer lugar, éstos pueden verse afectados por las características particulares de nuestra muestra: todas las adquisiciones y alianzas recogidas en la base de datos fueron realizadas por operadores europeos de telecomunicaciones. Obviamente, estos resultados no tienen por qué ser directamente extrapolables a otras industrias. No obstante, sí pueden mejorar los procesos de selección entre adquisiciones o alianzas para empresas que pertenecen a industrias que han sufrido un cambio crítico en su entorno. Por ejemplo, los resultados pueden ser especialmente interesantes para la industria eléctrica, entre otras. Otra limitación es que pese a nuestros esfuerzos por incluir todas las variables de control relevantes, no nos fue posible incluir todos los efectos. Así por ejemplo, fue imposible utilizar el tamaño relativo de las empresas implicadas en las combinaciones empresariales en términos de su capitalización bursátil o de sus empleados como variable de control. El amplio número de empresas adquiridas y socios de alianzas recogida en nuestra muestra hizo imposible conseguir información para construir esta variable para toda la muestra. No obstante, en nuestras estimaciones se ha incluido la dummy OBJETIVO COTIZA EN BOLSA como aproximación al tamaño relativo, observándose que dicha variable no afecta a la rentabilidad anormal obtenida por las empresas que realizan combinaciones empresariales. Finalmente, no se ha tenido en cuenta la experiencia previa de los socios de las alianzas a la hora de analizar la rentabilidad anormal de las empresas que llevan a cabo este tipo de acuerdos. El cálculo de dicha variable no ha podido realizarse, al no disponer de los datos de las alianzas realizadas por todas las compañías implicadas en las operaciones de nuestra muestra.

Por consiguiente, parece necesaria más investigación que utilice datos de otras industrias y otros países para extraer conclusiones que puedan generalizarse a todas las adquisiciones y alianzas, independientemente de la industria de la empresa inversora o del país de origen de la inversión.

Referencias bibliográficas

- ANAND, B. N. y KHANNA, T. (2000), «Do firms learn to create value? The case of alliances». *Strategic Management Journal*, 21, págs. 295-315.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M. y STAFFORD, E. (2001), «New evidence and perspectives on Mergers», *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), págs. 103-120.
- ARIÑO, A. y DE LA TORRE, J. (1998), «Learning from failure: Towards an evolutionary model of collaborative ventures», *Organization Science*, 9, págs. 306-325.
- ASQUITH, P.; BRUNER, F. y MULLINS, D. W. (1983), «The gains to bidding firms from merger», *Journal of Financial Economics*, 11: págs. 121-139.
- BALAKRISHNAN, S. y KOZA, M. P. (1993), «Information asymmetry, adverse selection, and joint ventures: Theory and evidence», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 20, págs. 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*, 40 (2), págs. 426-442.
- BARNEY, J. B. (1991), «Firm resources and sustained competitive advantage», *Journal of Management*, 17, págs. 99-120.
- BLEEKE, J. A. y ERNST, D. (1991), «The way to win in cross-border alliances», *Harvard Business Review*, 69 (6), págs. 127-135.
- BROWN, S. J. y WARNER, J. (1985), «Using daily stock returns» *Journal of Financial Economics*, 14, págs. 3-31.
- CAPRON, L.; DUSSAUGE, P. y MITCHELL, W. (1998), «Resource redeployment following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992», *Strategic Management Journal*, 19, págs. 631-661.
- CAPRON, L.; MITCHELL, W. y SWAMINATHAN, A. (2001), «Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view», *Strategic Management Journal*, 22, págs. 817-844.
- CHAN, S. H.; KENSINGER, A. J.; KEOWN, A. y MARTIN, J. D. (1997), «Do strategic alliances create value?», *Journal of Financial Economics*, 46, págs. 199-221.
- 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*, invierno, págs. 31-41.
- CHEN, S. S.; HO, K. W.; LEE, C. F. y YEO, G. H. H. (2000), «Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures», *Journal of Banking and Finance*, 24, págs. 1747-1765.
- CHI, T. (1994), «Trading in strategic resources: Necessary conditions, transaction cost problems, and choice of exchange structure», *Strategic Management Journal*, 15, págs. 271-290.
- CHUNG, K. H. y PRUITT, S. W. (1994), «A Simple Approximation of Tobin's Q», *Financial Management*, 20 (7), págs. 70-74.
- CRUTCHLEY, C.; GUO, E. y HANSEN, R. (1991), «Stockholder benefits from Japanese-U.S. joint ventures», *Financial Management*, invierno, págs. 22-30.
- 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*, 16 (1), págs. 29-44.
- DELGADO-GÓMEZ, J. M.; RAMÍREZ-ALESÓN, M. y ESPITIA-ESCUER, M. A. (2004), «Intangible resources as a key factor in the internationalization of Spanish firms», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 53 (4), págs. 477-494.
- DELIOS, A. y BEAMISH, P. W. (1999), «Geographic scope, product diversification, and the corporate performance of Japanese firms», *Strategic Management Journal*, 20, págs. 711-727.
- DELONG, G. L. (2001), «Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers», *Journal of Financial Economics*, 59, págs. 221-252.
- DOUKAS, J. y TRAVLOS, N. G. (1988), «The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions», *The Journal of Finance*, 43 (5), págs. 1161-1175.
- DOZ, Y. L. (1996), «The evolution of cooperation in strategic alliances: Initial conditions or learning processes?», *Strategic Management Journal*, 17, págs. 55-83.
- DUTTON, J. M. y THOMAS, A. (1984), «Treating progress functions as a managerial opportunity», *Academy of Management Review*, 9, págs. 235-247.
- DYER, J. H. y SINGH, H. (1998), «The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage», *Academy of Management Review*, 23, págs. 660-679.
- 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*, 35 (1), págs. 1-25.
- FULLER, K.; NETTER, J. M. y STEGEMOLLER, M. (2002), «What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions», *Journal of Finance*, 57, págs. 1763-1794.
- 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*, 11 (4), págs. 111-134.
- GARCÍA-CANAL, E. y VALDÉS, A. (2000), «Influencia de las Condiciones Iniciales en el Rendimiento de las Empresas Conjuntas: Teoría y Evidencias», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, nº 5, enero-abril, págs. 25-49
- GARCÍA-PONT, C. (1999), «Desarrollando estrategias competitivas», *ICADE*, 48, págs. 99-117.
- HAGEDOORN, J. y SADOWSKI, B. (1999), «The transition from strategic technology alliances to mergers and acquisitions: An exploratory study», *Journal of Management Studies*, 36 (1), págs. 87-107.
- HALEBLIAN, J. y FINKELSTEIN, S. (1999), «The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective», *Administrative Science Quarterly*, 44 (1), págs. 29-56.
- HAMEL, G. (1991), «Competition for competence and interpartner learning within international strategic alliances», *Strategic Management Journal*, 12, págs. 83-103.
- HASPELAGH, P. y JEMISON, D. (1991), *Managing acquisitions*. Free Press, New York.
- HENISZ, W. J. (2000), «The Institutional Environment for Economic Growth», *Economics and Politics*, 12 (1), págs. 1-31
- HENISZ, W. J. y ZELNER, B. A. (2001), «The institutional environment for telecommunications investment», *Journal of Economics & Management Strategy*, 10, págs. 123-147.
- HENNART, J. F. (1988), «A transaction cost theory of equity Joint Ventures», *Strategic Management Journal*, 9, págs. 361-374.
- HENNART, J. F. y PARK, S. (1993), «Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States» *Management Science*, 39, págs. 1054-1070.
- 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*, 18, págs. 1-12.
- HOFSTEDE, G. (2001), *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Ed. Sage Publications, Beverly Hills.
- JARRELL, G. A. y POULSEN, A. B. (1989), «The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades», *Financial Management*, otoño, págs. 12-19.
- JEMISON, D. B. y SITKIN, S. B. (1986), «Corporate Acquisitions: A Process Perspective», *Academy of Management Review*, 11, págs. 145-163.
- KALE, P.; DYER, J. H. y SINGH, H. (2002), «Alliance capability, stock market response, and long-term alliance success: The role of the alliance function», *Strategic Management Journal*, 23 (8), págs. 747-767.
- KALE, P. y SINGH, H. (1999), «Alliance capability & success: A knowledge-based approach», trabajo presentado en el Annual Meeting of the Academy of Management, Chicago.
- KALE, P.; SINGH, H. y PERLMUTTER, H. (2000), «Learning and protection of proprietary assets in strategic alliances: Building relational capital», *Strategic Management Journal*, 21, págs. 217-237.
- KIM, K. y PARK, J. H. (2002), «The determinants of value creation for partner firms in the global alliance context», *Management International Review*, 42 (4), págs. 361-384.

- KOGUT, B. y SINGH, H. (1988), «The effect of national culture on the choice of entry mode», *Journal of International Business Studies*, 19, págs. 411-432.
- KOH, J. y VENKATRAMAN, N. (1991), «Joint venture formations and stock market reactions: an assessment in the information technology sector», *Academy of Management Journal*, 34 (4), págs. 869-892.
- LEE, I. y WYATT, S. B. (1990), «The Effect of International Joint Ventures on Shareholder Wealth», *The Financial Review*, 25 (4), págs. 641-649.
- LEVITT, B. y MARCH, J. (1988), «Organizational learning», *American Review of Sociology*, 14, págs. 319-340.
- LOW, A. L. (2001), «A study of two-step spinoffs», Working paper, The Leonard N. Stern School of Business, New York.
- MADHOK, A. y TALLMAN, S. B. (1998), «Resources, transactions and rents: Managing value through interfirm collaborative relationships», *Organization Science*, 9, págs. 326-339.
- MARCH, J. G. (1991), «Exploration and exploitation in organizational learning», *Organization Science*, 2, págs. 71-87.
- MCCONNELL, J. J. y NANTEL, J. (1985), «Common stock returns and corporate combinations: the case of joint ventures», *The Journal of Finance*, 40, págs. 519-536.
- MCWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (1997), «Event studies in management research: Theoretical and empirical issues», *Academy of Management Journal*, 40 (3), págs. 626-657.
- 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*. Ed. Cívitas, Madrid.
- MERCHANT, H. y SCHENDEL, D. (2000), «How do international Joint Ventures create shareholder value?», *Strategic Management Journal*, 21, págs. 723-737.
- MITCHELL, W. y SHAVER, J. M. (2003), «Who buys what? How integration capability affects acquisition incidence and target choice», *Strategic Organization*, 1 (2), págs. 171-202.
- MORA-VALENTÍN, E.; MONTORO-SÁNCHEZ, A. y GUERRAS-MARTÍN, L. A. (2004), «Determining factors in the success of R&D cooperative agreements between firms and research organizations», *Research Policy*, 33 (1), págs. 17-40.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1990), «Do managerial objectives drive bad acquisitions?», *The Journal of Finance*, 45, págs. 31-48.
- MORCK, R. y YEUNG, B. (1992), «Internalization: An event study test», *Journal of International Economics*, 33, págs. 41-56.
- PARKHE, A. (1991), «Interfirm diversity, organizational learning, and longevity in global strategic alliances», *Journal of International Business Studies*, 22 (4), págs. 579-601.
- PETERAF, M. A. (1993), «The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view», *Strategic Management Journal*, 14, págs. 179-191.
- PORTER, M. y FULLER, M. (1986), «Coalitions and global strategy», en M. Porter (Ed.), *Competition in global industries*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- REUER, J. J. y KOZA, M. P. (2000), «Asymmetric information and joint venture performance: Theory and evidence for domestic and international joint ventures», *Strategic Management Journal*, 21, págs. 81-88.
- RIALP, J. (1999), «Experiencia de las Empresas Españolas con los Acuerdos de Cooperación», *ICADE*, 48, págs. 149-165.
- RIALP, J. y SALAS, V. (2002), «La colaboración empresarial desde la Teoría de los Derechos de Propiedad», *Investigaciones Económicas*, XXVI (1), págs. 113-144.
- RING, P. S. y VAN DE VEN, A. (1994), «Developmental processes of cooperative interorganizational relationships», *Academy of Management Review*, 19, págs. 90-118.

Experiencia previa y reacción del mercado de capitales ante la formación...

- SETH, A. (1990), «Sources of value creation in acquisitions: An empirical investigation», *Strategic Management Journal*, 11 (6), págs. 431-446.
- SHARPE, S. (1964), «Capital asset pricing: A theory of market equilibrium under conditions of risk», *The Journal of Finance*, 19, págs. 425-442.
- SHELTON, L. M. (1988), «Strategic business fits and corporate acquisitions: Empirical evidence», *Strategic Management Journal*, 9, págs. 279-287.
- 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*, 13 (6), págs. 714-733.
- VERY, P.; LUBATKIN, M.; CALORI, R. y VEIGA, J. (1997), «Relative standing and the performance of recently acquired European firms», *Strategic Management Journal*, 18, págs. 593-614.
- VIDAL, M. (2000), «Las alianzas estratégicas globales para la internacionalización. . Su contribución a la creación de valor en la empresa», *Economía Industrial*, 333, págs. 49-56.
- VIDAL, M. y GARCÍA-CANAL, E. (2003), «Complementarity and leverage as drivers of the stock market reaction to global alliance formation», *Long Range Planning*, 36 (6), págs. 565-578.
- VILLALONGA, B. y MCGAHAN, A. (2005), «Choice among acquisitions, alliances and divestitures», *Strategic Management Journal*, 26 (13), págs. 1183-1208.
- WALKER, M. M. (2000), «Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth», *Financial Management*, primavera, págs. 53-66.
- WESTNEY, D. E. (1988), «Domestic and foreign learning curves in managing international cooperative strategies», en F. Contractor y P. Lorange (Eds.), *Cooperative strategies in international business*. Ed. Lexington Books, Lexington.
- YELLE, L. E. (1979), «The learning curve: Historical review and comprehensive survey», *Decision Sciences*, 10, págs. 302-328.
- ZOLLO, M. y SINGH, H. (2004), «Deliberate learning in corporate acquisitions: Post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers», *Strategic Management Journal*, 25, págs. 1233-1256.
- ZOLLO, M. y WINTER S. G. (2002), «Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities», *Organization Science*, 13 (3), págs. 339-351.