

# ¿GENERAN LAS ADQUISICIONES RENDIMIENTOS A LARGO PLAZO PARA LAS EMPRESAS ADQUIRIENTES?

Miguel Ángel Latorre Guillem, Universidad Católica de Valencia “San Vicente Mártir”  
Begoña Herrero Piqueras, Universidad de Valencia  
José Emilio Farinós Viñas, Universidad de Valencia

## RESUMEN

*En este estudio ampliamos la evidencia empírica previa del impacto que el anuncio de adquisición tiene sobre la cotización de la empresa adquiriente. Si el mercado bursátil es eficiente, entonces el anuncio de adquisición será incorporado de forma inmediata en el precio (cotización) tanto de la empresa adquirida como de la adquiriente, reflejando si la operación aporta valor o destruye valor. No obstante, la evidencia obtenida en otros mercados muestra la existencia de rendimientos anormales significativos que se extienden durante amplios periodos de tiempo tras este tipo de operaciones. Dado que tanto la estimación como el contraste de los rendimientos anormales a largo plazo sufren de cierta controversia, analizamos el comportamiento a largo plazo tras el anuncio de adquisición de una muestra de empresas cotizadas en el Mercado Continuo español empleando diferentes metodologías con el objeto de asegurar la robustez de los resultados. La evidencia obtenida muestra la creación de valor para las empresas adquirientes en la forma de pago en efectivo, en adquisiciones transfronterizas con actividades no relacionadas, la adquisición de empresas cotizadas y del mismo sector de actividad. Sin embargo, no se muestra evidencia al considerar el tamaño relativo y el efecto negativo del grado de endeudamiento no afecta al comportamiento a largo plazo.*

**PALABRAS CLAVE:** Adquisiciones, Empresas Objetivo Cotizadas y No Cotizadas, Rendimientos Anormales a Largo Plazo, Creación de Valor, Mercado Español

## DO ACQUISITIONS GENERATE LONG-TERM RETURNS FOR ACQUIRER COMPANIES?

### ABSTRACT

*In this study we extend the previous empirical evidence on the impact that an announcement of acquisition has on the quotes of acquirers traded in the Spanish stock market. If the stock market is efficient, the announcement of an acquisition would be immediately incorporated in the price (quote) both of the target firm and the acquirer, reflecting if the operation generates or destroy value. However, evidence from other markets shows the existence of significant abnormal returns that extend over long periods of time after this sort of events. As the estimation and testing of long-run abnormal returns is under certain controversy we analyse the long-term after performance of a sample of Spanish listed acquirers employing a variety of methods in order to assure the robustness of our results. We find that acquirers gain long-term positive abnormal returns when the acquisition is paid with cash, it is a crossborder acquisition of an unrelated industry target firm, when the target is an unlisted firm and of a related industry. Nevertheless, we do not find significant long-run abnormal performance when we take into account the relative size of the target firm and the leverage.*

JEL: G14, G34, L33

**KEYWORDS:** Acquisitions, Listed and Unlisted Targets, Long-Term Abnormal Returns, Value Creation, Spanish Market

## INTRODUCCIÓN

A lo largo de la actividad que se desarrolla durante la vida de una empresa, muchos son los hechos que están presentes y que repercuten en el valor de la misma. Así, la adquisición de una empresa por otra es una de las operaciones más relevantes consideradas en el ámbito empresarial. Este hecho, unido a la importante actividad mundial en el mercado de control de empresas, ha dado lugar a un gran número de estudios en los que se analizan diversos aspectos de las empresas sometidas a este tipo de acontecimientos. De esta manera, puede afirmarse que el desarrollo de la economía española en los últimos años está íntimamente relacionado con los procesos de adquisición empresarial, los cuales se han multiplicado con el transcurso del tiempo, estando, indefectiblemente ligado a la dinamización y apertura al exterior tanto de la sociedad como de la economía española.

Uno de los aspectos más estudiados ha sido si dichos acontecimientos afectan al valor de las empresas involucradas. El resultado más habitual encontrado en la literatura por lo que se refiere a las empresas adquiridas es el de la existencia de una ganancia anormal y significativa para sus accionistas. Sin embargo, por lo que respecta a las empresas adquirientes, el número de trabajos realizados es menor, siendo las conclusiones no tan claras ni coincidentes como en el caso de las empresas adquiridas.

En este estudio ampliamos la evidencia empírica existente en la literatura con el análisis del impacto que sobre la cotización de las empresas que negocian en el mercado bursátil español tiene el anuncio de adquisición sobre el precio de la acción de la empresa adquiriente. Si el mercado bursátil es eficiente, entonces el anuncio de adquisición será incorporado de forma inmediata en el precio (cotización) tanto de la empresa adquirida como de la adquiriente, reflejando si la operación aporta valor o destruye valor. No obstante, la evidencia obtenida en otros mercados muestra la existencia de rendimientos anormales significativos que se extienden en amplios periodos de tiempo, tras este tipo de operaciones, lo que supone analizar la posible existencia de este comportamiento a largo plazo.

El objetivo principal de este trabajo estudia, desde una perspectiva amplia, el comportamiento anormal en el largo plazo. Este estudio permitirá plantear nuevas hipótesis relativas a la valoración de las compras de empresas españolas cotizadas y no cotizadas, ampliando los resultados empíricos obtenidos con anterioridad por otros autores. Así, el interés por examinar la información que procede del anuncio de adquisición empresarial viene suscitado por la necesidad de contrastar si la información relevante que llega al mercado se refleja en el precio de las acciones de la empresa adquiriente como consecuencia de la revisión de las expectativas de los inversores sobre la evolución futura de la empresa. Por lo que, este trabajo es el primero que estudia la rentabilidad anormal a largo plazo de las empresas que cotizan en el mercado bursátil español.

El resto de la investigación está organizada como sigue. En la sección de revisión literaria se presenta una exposición de los trabajos que abarcan el estudio del comportamiento a largo plazo, se analizan los factores que afectan a la creación de valor en los rendimientos anormales a largo plazo y la evidencia internacional. A continuación, se formulan las hipótesis a contrastar, describimos la muestra y exponemos la metodología empleada. Posteriormente presentamos los resultados obtenidos en el contraste de las hipótesis estudiadas. Finalmente, las conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación son presentadas.

## REVISIÓN LITERARIA

La existencia de rendimientos anormales a largo plazo se enfrenta a la hipótesis de la eficiencia del mercado. La inconsistencia con la hipótesis de la eficiencia del mercado contempla que las adquisiciones corporativas estén sobreestimadas si se mide simplemente sobre el periodo previo a la adquisición. Otros autores explican los rendimientos anormales por la infrarreacción o sobrerreacción en el momento del anuncio, debido a que en el anuncio el precio no se ajusta completamente. Así, existen diversos trabajos que tratan la infrarreacción y sobrerreacción en los precios, entre los que destacamos, respecto a la infrarreacción los de Ball y Brown (1968), Bernard y Thomas (1990), Lakonishok y Vermaelen (1990), Cursatis *et al.* (1993) y Desai y Jain (1997) entre otros y, respecto a la sobrerreacción los de Jensen y Ruback (1983), Ikenberry *et al.* (1995), Michaely *et al.* (1995) y Mitchell y Stafford (2000) entre otros.

La significación de los rendimientos anormales a largo plazo son resultado, por un lado, del comportamiento lento de los rendimientos y de la constitución de las expectativas de los inversores al actuar de forma irracional y, por otro lado, de la problemática que se deriva de la mala especificación del modelo de estimación de los rendimientos, agravándose a medida que la amplitud del horizonte de estudio se extiende. Respecto a esta última causa, es importante destacar que muchas de las anomalías detectadas en los rendimientos anormales a largo plazo tienden a desaparecer con razonables cambios en la técnica o forma en que son medidos [(Fama (1998)].

El estudio de la existencia de rendimientos anormales a largo plazo abarca amplios periodos de tiempo después de la adquisición, siendo de interés en la literatura financiera por las implicaciones que suscita. Como hemos comentado, podemos observar la existencia de evidencias en el mercado internacional, con un gran número de aproximaciones a este hecho que trata de entender los resultados a largo plazo generados a partir del suceso. De esta manera, la motivación de este trabajo parte de la evidencia obtenida en la estimación de los rendimientos anormales significativos encontrados en las adquisiciones realizadas en otros mercados tales como el mercado de Estados Unidos y Reino Unido y que no ha sido objeto de estudio en nuestro mercado. De ahí la importancia de este trabajo, por ser el primero que estudia la existencia de los rendimientos anormales a largo plazo en el mercado de adquisiciones empresariales español.

No obstante, en la literatura previa se ha observado que existe variación en los rendimientos anormales en función de las características de la empresa compradora y de la empresa adquirida. Algunas características que afectan de forma relevante los rendimientos obtenidos en la estimación de los rendimientos anormales a largo plazo y que consideramos en este trabajo son: el tipo de adquisición (fusión y OPAs), la forma de pago (acciones, efectivo y mixto), el estatus de la empresa adquirida (cotizada, no cotizada), el grado de relación de la industria, la valoración previa de la empresa adquiriente: empresa crecimiento y empresa valor, el tamaño relativo, el gobierno corporativo de la empresa adquirida, la información asimétrica y las adquisiciones con múltiples ofertas.

Los principales trabajos que la literatura contempla sobre la generación de valor detectan un rendimiento positivo en el momento del anuncio por las expectativas futuras generadas en el corto plazo y mientras que en los trabajos sobre rendimientos anormales en el largo plazo los resultados no son concluyentes pues se observan rendimientos anormales tanto positivos como negativos.

Los trabajos que tratan los rendimientos anormales a largo plazo se enmarcan en procesos de adquisición empresarial que han sido documentados en la práctica totalidad de los mercados de capitales del mundo. La evidencia que presentan estos trabajos se enfrenta con la visión clásica de la incorporación rápida y completa de la información por parte de los mercados.

Un mercado es eficiente si de forma inmediata se incorpora en un corto periodo de tiempo el efecto del impacto de la adquisición de una empresa sobre el precio de la acción de la empresa adquiriente. No obstante, la evidencia previa muestra que los precios se ajustan lentamente ante la llegada de nueva información al mercado, planteándose la cuestión de que los mercados no son eficientes.

Algunos autores en sus trabajos plantean que el mercado aprende o debe de llegar a ser más eficiente con el paso del tiempo, debido a que las tomas de control en los últimos años tienden a producir resultados anormales negativos y significativos para los accionistas de las empresas adquirientes. Gregory (1997) encuentra en su trabajo realizado en el mercado del Reino Unido que las adquisiciones empresariales generan rendimientos anormales negativos.

El fenómeno de los rendimientos anormales a largo plazo ha sido catalogado como una anomalía ya que no parece que las evidencias obtenidas sugieran que se debiera abandonar la hipótesis de la eficiencia del mercado. Por su parte, Fama (1998) manifiesta que las anomalías en los resultados son frágiles y tienden a desaparecer con cambios razonables en la forma en que son medidas. Básicamente este planteamiento tiene lugar en los trabajos centrados en el largo plazo donde apenas existe la hipótesis alternativa esto es, la ineficiencia del mercado. También hay que considerar la propia naturaleza del concepto de eficiencia de mercado y su capacidad para ser contrastada. Fama (1970) expone que la eficiencia del mercado debe ser contrastada junto con un modelo generador de rendimientos esperados normales. Como es sabido, todos los modelos, por definición, son descripciones incompletas de la realidad, lo cual implica que los contrastes de la eficiencia de mercado van a estar siempre contaminados por el problema de la mala especificación del modelo, por lo que el rechazo de la hipótesis nula (eficiencia del mercado) puede implicar tanto que los mercados no son eficientes como que el modelo es incorrecto. Fama (1998) manifiesta en su trabajo, por un lado, que un mercado eficiente genera categorías de sucesos que individualmente sugieren que en el precio se produce una sobre-reacción a la información. Por otro lado, las anomalías de los resultados anormales a largo plazo son sensibles a la metodología utilizada. Estas anomalías tienden a ser marginales o desaparecer cuando se exponen a diferentes modelos de expectativas de resultados o cuando se aproximan a diferentes estadísticos que son utilizados para medirlos. Agrawal *et al.* (1999) muestran que muchos trabajos que emplean diferentes metodologías, diferentes muestras y periodos en el mercado de Estados Unidos y del Reino Unido, presentan resultados similares. También resalta que el problema contemplado de la mala especificación del modelo es menos serio a medida que la amplitud del horizonte estudiado se reduce, pudiéndose producir rendimientos anormales estadísticamente significativos.

Los resultados obtenidos por otros autores, muestran que la elección de un determinado modelo, puede tener un importante impacto en la estimación de los rendimientos anormales [Dimson (1979), Dimson y Marsh (1986), Agrawal *et al.* (1992), Kennedy y Limmack (1996) y Fama y French (1996)].

Otro aspecto a considerar es el horizonte temporal sobre el cual se realiza la estimación de los rendimientos anormales a largo plazo, lo que permitirá tener una amplia visión de la existencia o no de eficiencia del mercado, al observarse una sobre-reacción a la incorporación de la información.

Según Debondt y Thaler (1985) la sobre-reacción a la información del pasado es una predicción general de la teoría de la decisión del comportamiento de Kahneman y Tversky (1982). Estos autores, observan, que como consecuencia de la sobre-reacción del inversor, las empresas con ganancias en el pasado, obtendrán futuras pérdidas y viceversa, en periodos de estudio que abarca entre los 3 y los 5 años.

De esta forma, el mercado sistemáticamente sobreestima o subestima la eficiencia de las ganancias de las adquisiciones. Por lo que, los rendimientos a largo plazo en las postadquisiciones empresariales serían inconsistentes con un mercado eficiente.

En diferentes trabajos que estudian los rendimientos anormales a largo plazo podemos comprobar la existencia de divergencias en los resultados obtenidos. Así, Langetieg (1978), Bradley y Jarrell (1988) y Franks *et al.* (1991) encuentran rendimientos no significativos, en un periodo de tres años después de la última oferta. Por otro lado, Dodd y Ruback (1977), Kummer y Hoffmeister (1978), Dodd (1980), Asquith (1983), Jensen y Ruback (1983), Bradley *et al.* (1988) y Loderer y Martin (1992), Gregory (1997), Agrawal *et al.* (1999) y Andrade *et al.* (2001) obtienen para las empresas adquirentes rendimientos anormales negativos en fusiones. Kallunki *et al.* (2009) señalan la obtención de rendimientos anormales positivos a largo plazo para las empresas tecnológicas que adquieren otras empresas que también pertenecen al sector tecnológico. Fama y French (1997) argumentan que si las empresas tienen un perfil con bajo nivel de riesgo o son más rentables tras el suceso, entonces se espera que los inversores (racionales) se sorprendan a medida que estas incertidumbres se resuelvan, generándose rendimientos anormales positivos.

Respecto a la evidencia internacional de rendimientos anormales a largo plazo en las empresas adquirentes.

El estudio de los rendimientos anormales a largo plazo se centra en trabajos realizados en dos grandes mercados: el mercado del Reino Unido y el de Estados Unidos. Respecto al mercado del Reino Unido destacamos los trabajos de Limmack (1991), Higson y Elliot, (1993), Aw y Chatterjee (2000), Gregory (1997), Gregory y Matatko (2005), Black *et al.* (2001), Conn *et al.* (2003) y Sudarsanam *et al.* (2003) y en el mercado de Estados Unidos los trabajos de Bradley y Jarrell (1988), Franks *et al.* (1991), Agrawal *et al.* (1992), Matsusaka (1993), Hubbard y Palia (1999), Gregory y McCorriston (2002) y Moeller *et al.* (2003). También, encontramos trabajos realizados en otras áreas geográficas, tales como en el mercado de Canadá [Andre *et al.* (2004) y Dutta, y Jog (2007)], Japón [Kruse *et al.* (2002)] y China [Hu (2009)]. Respecto al mercado español no hemos encontrado la existencia de evidencia previa que trate los rendimientos anormales a largo plazo posteriores a la fecha del suceso de las adquisiciones empresariales.

A este respecto, en el mercado del Reino Unido tanto Gregory (1997) como Gregory y Matatko (2005) son muy claros en las consideraciones de su trabajo respecto al análisis realizado de los rendimientos anormales a largo plazo. Es un mercado donde la rentabilidad obtenida por las empresas adquirentes es negativa, significativa y robusta de acuerdo con el modelo de valoración empleado. Concretamente para un periodo de 24 meses obtienen rendimientos anormales estadísticamente significativos entre un -11.8% y -18% en función de la metodología empleada. Estos resultados están en consonancia con los obtenidos en el mismo mercado por Limmack (1991) y Higson y Elliot (1993).

En esta línea de trabajos desarrollados en el mercado del Reino Unido, Black *et al.* (2001) señalan que en la adquisición transfronteriza de empresas cotizadas se obtienen rendimientos anormales negativos (-22.2%) y significativos al 99% en un periodo de 60 meses posteriores al anuncio de adquisición empresarial. También, Aw y Chatterjee (2000) muestran una rentabilidad anormal acumulada negativa (-24.4%) y significativa al 99% en una ventana de 24 meses y Conn *et al.* (2003), en el caso empresas cotizadas en un periodo de tres años posteriores al anuncio, muestran rendimientos anormales nulos en el anuncio y rendimientos anormales negativos (-32%) y significativos en los tres años posteriores a la adquisición. Respecto a la adquisición de empresas no cotizadas, se observan, rendimientos anormales positivos y significativos alrededor del anuncio y nulos en el largo plazo. En esta línea, Sudarsanam *et al.* (2003) en su estudio realizado en un periodo de tres años posteriores al anuncio de adquisición empresarial documentan la evidencia de una significativa destrucción de valor en las adquisiciones empresariales que han tenido lugar en este mercado. Estos autores señalan que es de suma importancia considerar los efectos del tamaño, siendo esta una de las debilidades de los estudios de las tomas de control en el Reino Unido tal como se manifiesta en el trabajo de rendimientos anormales a largo plazo de Gregory (1997).

En el mercado de Estados Unidos contemplamos la obtención de rendimientos anormales de diferente signo. De esta forma, Bradley y Jarrell (1988) y Franks *et al.* (1991) presentan en sus respectivos trabajos realizados para una ventana de 36 meses rendimientos anormales no estadísticamente significativos. Agrawal *et al.* (1992) concluyen en sus estudios sobre rendimientos anormales a largo plazo que las empresas adquirientes experimentan rendimientos anormales negativos y significativos en un periodo de tres años. Por otro lado, Matsusaka (1993) y Hubbard y Palia (1999) encuentran resultados anormales positivos en la diversificación de empresas. Gregory y McCorrison (2002) señalan que en las adquisiciones transfronterizas de empresas cotizadas y no cotizadas obtienen rendimientos anormales a largo plazo negativos (-9,3%) y no significativos en un periodo de 60 meses. Por último, Moeller *et al.* (2003) muestran en su trabajo realizado para un periodo de 36 meses la obtención de rendimientos anormales no significativos.

Según Andre *et al.* (2004) y Dutta (2007) la rentabilidad anormal a largo plazo de las adquisiciones que han tenido lugar en el mercado de Canadá, ha sido no significativa. Para finalizar, en el mercado de Japón, Kruse *et al.* (2002) muestran que la rentabilidad anormal a largo plazo es no significativa y, en el mercado de China, Hu (2009) encuentra que los resultados obtenidos no muestran la obtención de rendimientos anormales positivos y significativos hasta el tercer año.

## METODOLOGÍA

La primera cuestión a determinar es «qué es el largo plazo», esto es, cuál debería ser el horizonte temporal objeto de análisis. Si bien el deseo de hacer comparables los resultados de la investigación con los obtenidos previamente en la literatura simplifica en muchas ocasiones la decisión a tomar, no es menos cierto que esta decisión es completamente arbitraria. Tal vez por ello, es usual que el investigador analice varios horizontes de diferente amplitud con el objeto de investigar hasta cuándo se extiende tras el suceso el comportamiento anormal. Horizontes habituales en los trabajos a largo plazo son los de 12, 36 e incluso 60 meses tras el suceso. En nuestro trabajo utilizaremos un horizonte temporal que abarca ventanas de 12, 24 y 36 meses, desde septiembre del 1991 a diciembre del 2006.

En referencia a la metodología empleada, las cuestiones metodológicas fundamentales a tener en consideración en los estudios de sucesos a largo plazo son, por un lado, la correcta estimación del rendimiento anormal y por otro lado, la medición y el contraste de los rendimientos anormales a largo plazo. Dado que, los resultados dependen de la metodología empleada se utilizan diferentes métodos para asegurar la robustez de los resultados obtenidos. Las aproximaciones empleadas en este trabajo por lo que se refiere a la estimación de los rendimientos a largo plazo son: en fecha de suceso [mediante la composición (multiplicación) de los rendimientos mensuales sobre el horizonte objeto de análisis y la acumulación de los rendimientos mensuales] y del método de las carteras de fecha de calendario.

De esta manera, empleamos en este trabajo, tal y como hacen la mayor parte de los trabajos iniciales, la adición de los rendimientos anormales mensuales, metodología que en la literatura financiera se denomina como *rendimientos anormales acumulados* (CAR). Aunque el contraste del comportamiento anormal a largo plazo mediante CAR puede verse potencialmente afectado por los mismos tres sesgos identificados por Barber y Lyon (1997), Lyon *et al.* (1999) reconocen que los elaborados métodos desarrollados para los rendimientos anormales compuestos aplicados a los CAR no producen inferencias más correctas que el estadístico *t* convencional. Ello es debido a que los CAR presentan una menor asimetría que la composición de rendimientos mensuales para la obtención de rendimientos a largo plazo, siempre y cuando las carteras de referencia se hayan construido evitando los sesgos inducidos ya comentados. De esta forma, Lyon *et al.* (1999) calculan el CAR de la empresa *i* de la muestra en el horizonte de  $\tau$  meses como se recoge en la expresión [1].

$$CAR_{i\tau} = \sum_{t=s}^{s+\tau} \left[ R_{it} - \frac{1}{n_t^s} \sum_{j=1}^{n_t^s} R_{jt} \right], \quad (1)$$

donde  $R_{jt}$  es el rendimiento mensual para las  $j=1, \dots, n_t^s$  empresas que componen la cartera de control de la empresa  $i$  de la muestra, y que se negocian tanto en  $s$  como en  $t$ . La hipótesis a contrastar sería, por tanto:

$$H_0: \overline{CAR}_\tau = 0, \quad \text{versus} \quad H_1: \overline{CAR}_\tau \neq 0.$$

Alternativamente, si las carteras de control han sido purgadas de empresas afectadas por el suceso y consideramos como despreciable el sesgo debido al reajuste de las carteras, entonces el rendimiento anormal acumulado en el horizonte  $\tau$  correspondiente a la muestra ( $CAR_\tau$ ) puede calcularse acumulando el rendimiento anormal medio en sección cruzada en cada mes  $t$  tras el suceso ( $\overline{AR}_t$ ), tal y como se muestra en [2].

$$CAR_\tau = \sum_{t=1}^{\tau} \overline{AR}_t, \quad (2)$$

donde el rendimiento anormal medio en sección cruzada ( $\overline{AR}_t$ ) se calcula como se muestra en la expresión [3].

$$\overline{AR}_t = \sum_{i=1}^N w_i \cdot AR_{it}. \quad (3)$$

En la expresión [3],  $AR_{it}$  es el rendimiento anormal de la empresa muestral  $i$  en el mes  $t$  posterior al suceso, calculado como la diferencia entre el rendimiento de la empresa muestral y el rendimiento esperado correspondiente a una determinada referencia, y  $w_i$  es el peso asignado a la empresa  $i$ . Si la ponderación se establece en función del valor de mercado, es aplicable aquí también la corrección propuesta por Mitchell y Stafford (2000) para el método de los rendimientos compuestos.

La hipótesis de interés es determinar si el rendimiento anormal acumulado hasta el periodo analizado es significativamente distinto de cero:

$$H_0: CAR_\tau = 0, \quad \text{versus} \quad H_1: CAR_\tau \neq 0.$$

Aunque los rendimientos acumulados presentan una menor asimetría, se ven afectados, al igual que los BHAR, por el problema de la dependencia en sección cruzada. Espenlaub *et al.* (2000) proponen el empleo del estadístico recogido en [4] que es a su vez una variante del procedimiento que Brown y Warner (1980) denominan como *Crude Dependence Adjustment test*, con el cual es posible corregir el problema de correlación en sección cruzada.

$$t = \frac{CAR_\tau}{\sqrt{\left( \tau \cdot \left( \sum_{t=1}^{\tau} \left( \overline{AR}_t - \frac{1}{\tau} \sum_{t=1}^{\tau} \overline{AR}_t \right)^2 \right) / (\tau - 1) \right)}}. \quad (4)$$

## Muestra

La base de datos que vamos a utilizar esta depurada en función de las características que se requieren para la realización de un estudio a largo plazo. Sin embargo, se mantiene el anuncio aunque en los días alrededor del suceso tenga lugar otro evento que pudiera afectar a la cotización de la acción. Además, el inicio del horizonte de estudio será a partir del mes siguiente a la fecha de realización del suceso. La muestra resultante de este proceso de depuración quedaría constituida por 154 anuncios de empresas adquirentes. A partir de este proceso y con los anuncios seleccionados, se aplicaría el siguiente filtro para la estimación de los rendimientos anormales a largo plazo. Así, siguiendo a Lyon *et al.* (1999) se eliminan los anuncios de una misma empresa que se solapan en un intervalo de 36 meses. En total trabajaremos con 55 anuncios públicos de adquisiciones realizadas en el periodo que abarca desde Septiembre de 1991 a Diciembre de 2006 en el mercado español.

La muestra presenta el número de anuncios clasificados en función de si la empresa adquirida cotiza o no cotiza en un proceso de adquisición empresarial, según la forma de pago utilizada (acciones, efectivo y combinada), la existencia de negocios relacionados y no relacionados y por lo tanto si pertenecen o no al mismo sector de la actividad empresarial según la clasificación del (CNAE), participación previa de la empresa adquirida antes de la adquisición (inferior al 50% ) y después de la adquisición ( si supera el 50%), adquisiciones nacionales y transfronterizas, riesgo país ( industrializados y emergentes), endeudamiento (pasivo total / activo total), y tamaño de la empresa adquirida sobre la empresa adquirente (activo total de la empresa adquirida / activo total de la empresa adquirente en el año anterior de la adquisición).

## **RESULTADOS**

En este apartado presentamos los resultados correspondientes a los contrastes de las hipótesis planteadas en el análisis del comportamiento a largo plazo de las empresas que han llevado a cabo una adquisición empresarial. Para este fin, presentamos los resultados de acuerdo con el contraste de la hipótesis de trabajo planteadas según la metodología de los rendimientos anormales acumulados (CAR).

*Hipótesis 1: Tras la adquisición la empresa adquirente experimenta rendimientos anormales negativos a largo plazo*

La evidencia obtenida mediante el método de los rendimientos anormales acumulados, es consistente. Así, encontramos inicialmente después del suceso un buen comportamiento de los rendimientos anormales medios que al ampliar el horizonte de estudio muestran en el control ECTBTM un peor comportamiento a partir del mes 24. Por lo que del análisis de los rendimientos medios obtenidos, se desprende, que posiblemente la corrección en los precios si bien se inicia en los tres controles en los meses iniciales y se manifiesta de forma esporádica, se intensifica en los últimos meses del horizonte temporal. Estos resultados presentan las máximas rentabilidades acumuladas en el control IGBM (23.19% en el mes 24) al 99%, en el control ECT (19.80% en el mes 24) al 95% y en el control ECTBTM (17.06% en el mes 12) y no significativo.

Tabla 1: Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) en 12, 24 y 36 Meses Posteriores al Anuncio de Adquisición Empresarial Para la Muestra Completa

MES	IGBM	CAR ECT	ECTBTM
12	14.35**	8.56	17.06
24	23.19***	19.80**	11.81
36	16.87*	13.22	-11.11

Las referencias empleadas en la Tabla 1 son el índice IGBM, el índice general de la bolsa de Madrid, el ECT, una empresa de control en función del tamaño y ECTBTM una empresa de control en función del tamaño y del cociente VC/VM. En la primera columna aparecen el número de meses transcurridos desde el suceso. Las siguientes tres columnas recogen rendimiento anormal acumulado hasta el mes correspondiente. Para la determinación de la significatividad estadística del rendimiento anormal medio se ha empleado el estadístico t convencional, mientras que en el caso del rendimiento anormal acumulado se ha utilizado la variante que Espenlaub et al. (2000) proponen del Crude Dependence Adjustment test de Brown y Warner (1980) –expresión [4]–, con el que controlamos por correlación en sección cruzada. Todos los rendimientos están expresados en porcentaje. \*\*\*, \*\*, \* Significativo para un nivel de confianza del 99%, 95% y 90%

Hipótesis 2: la magnitud del rendimiento anormal no depende del tamaño relativo entre la empresa compradora y la adquirida

Para realizar el contraste de la hipótesis 2 analizamos si el tamaño relativo entre la empresa compradora y la adquirida tiene relación o influye sobre el rendimiento anormal acumulado de la empresa adquiriente. Para ello, se ha estimado en sección cruzada en el modelo de la expresión [5]:

$$CAR_i = \alpha + \beta TR_i + \varepsilon_i \tag{5}$$

donde  $CAR_i$  es el rendimiento anormal acumulado del caso  $i$  en los intervalos en los periodos 12, 24 y 36 meses y la variable independiente TR es el tamaño relativo de la empresa adquiriente calculado como el cociente entre el activo de la empresa adquirida y el activo de la empresa adquiriente en el cierre del ejercicio anterior al anuncio. Los resultados presentados en la Tabla 2, 3 y 4 para los controles IGBM, ECT y ECTBTM muestran respectivamente los coeficientes estimados en sección cruzada de la expresión [6.3]. La significación estadística se ha corregido mediante la metodología propuesta por Newey-West (1987). En las Tablas 2, 3 y 4 se observa que, respecto al CAR, se obtienen rendimientos anormales acumulados negativos en todas las ventanas analizadas (12, 24 y 36 meses) y obteniéndose rendimientos negativos y estadísticamente significativos únicamente en el periodo de 12 meses en los controles del índice IGBM y ECTBTM al 95% y 90% respectivamente. Por lo tanto, los resultados en el contraste de la hipótesis 2 muestran que el tamaño relativo es inversamente proporcional a los CARs. Una disminución del tamaño relativo tendrá una relación positiva en la obtención de rendimientos anormales acumulados y, por el contrario, un aumento del tamaño relativo tendrá un efecto negativo.

Tabla 2: Efecto del Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) Para el Control IGBM en Una Ventana de Doce, Veinticuatro y Treinta y Seis Meses Posteriores al Anuncio de Adquisición Según el Tamaño Relativo Entre la Empresa Adquirida y Adquiriente

	12 MESES	24 MESES	36 MESES
Constante	0.11779** (0.0492)	0.14509 (0.1280)	0.07863 (0.4853)
Tamaño Relativo	-0.21054** (0.0449)	-0.19459 (0.2404)	-0.08517 (0.6653)
R <sup>2</sup> -ajustado	0.090045	0.015228	0.023328

En la Tabla 2 se presentan los coeficientes obtenidos al estimar el modelo de regresión recogido en la expresión [6.3]  $CAR_i = \alpha + \beta TAMAÑO_i + \varepsilon_i$ , siendo CAR la rentabilidad anormal acumulada para el periodo (12,24,36 meses) y TAMAÑO es el tamaño relativo de la empresa adquiriente en el periodo que abarca la muestra (38 anuncios) desde septiembre del 1991 a diciembre del 2006. La significación estadística se ha corregido por heterocedasticidad mediante la metodología propuesta por Newey-West. Entre paréntesis se muestra el p-value y en negrita los resultados estadísticamente significativos. \*\*\*, \*\*, \* Significativo para un nivel de confianza del 95% y 90%

Tabla 3: Efecto del Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) Para el Control ECT (Tamaño) en Una Ventana de Doce, Veinticuatro y Treinta y Seis Meses Posteriores al Anuncio de Adquisición Según el Tamaño Relativo Entre la Empresa Adquirida y Adquiriente

	12 MESES	24 MESES	36 MESES
<b>Constante</b>	0.03055 (0.6894)	0.02309 (0.8354)	0.01265 (0.9215)
<b>Tamaño Relativo</b>	-0.20619 (0.1291)	-0.07678 (0.6933)	-0.06220 (0.7821)
<b>R<sup>2</sup>-ajustado</b>	0.040567	0.023800	0.027309

En la Tabla 3 se presentan los coeficientes obtenidos al estimar el modelo de regresión recogido en la expresión [6.3]  $CAR_i = \alpha + \beta TAMAÑO_i + \varepsilon_i$ , siendo CAR la rentabilidad anormal acumulada para el periodo (12,24,36 meses) y TAMAÑO es el tamaño relativo de la empresa adquiriente en el periodo que abarca la muestra (38 anuncios) desde septiembre del 1991 a diciembre del 2006. La significación estadística se ha corregido por heterocedasticidad mediante la metodología propuesta por Newey-West. Entre paréntesis se muestra el p-value y en negrita los resultados estadísticamente significativos. \*\*\* Significativo para un nivel de confianza del 95% y 90%

Tabla 4: Efecto del Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) Para el Control ECTBM (TAMAÑO y VC/VM) en Una Ventana de Doce, Veinticuatro y Treinta y Seis Meses Posteriores al Anuncio de Adquisición Según el Tamaño Relativo Entre la Empresa Adquirida y Adquiriente

	12 MESES	24 MESES	36 MESES
<b>Constante</b>	0.01510** (0.0430)	0.01566 (0.8733)	-0.13926 (0.56)
<b>Tamaño Relativo</b>	-0.25112* (0.0539)	-0.07364 (0.6688)	-0.14071 (0.6227)
<b>R<sup>2</sup>-ajustado</b>	0.080932	0.022715	0.022125

En la Tabla 4 se presentan los coeficientes obtenidos al estimar el modelo de regresión recogido en la expresión [6.3]  $CAR_i = \alpha + \beta TAMAÑO_i + \varepsilon_i$ , siendo CAR la rentabilidad anormal acumulada para el periodo (12,24,36 meses) y TAMAÑO es el tamaño relativo de la empresa adquiriente en el periodo que abarca la muestra (38 anuncios) desde septiembre del 1991 a diciembre del 2006. La significación estadística se ha corregido por heterocedasticidad mediante la metodología propuesta por Newey-West. Entre paréntesis se muestra el p-value y en negrita los resultados estadísticamente significativos. \*\* Significativo para un nivel de confianza del 95% y 90%

*Hipótesis 3: el rendimiento anormal generado en el largo plazo es mayor cuando se utiliza la forma de pago en efectivo*

El análisis se realiza mediante el método de los rendimientos anormales acumulados, presentados en la Tabla 5 los resultados obtenidos respecto al rendimiento anormal medio en sección cruzada muestran para la forma de pago en efectivo la obtención de rendimientos anormales positivos y significativos para los tres controles y, posteriormente en algún mes adicional hacia la mitad y el final del horizonte temporal analizado. Respecto a la forma de pago en acciones y mixto prevalecen los rendimientos anormales negativos y no significativos en los tres controles. Por lo que, la forma de pago en efectivo es la que genera mayor creación de valor. Esto representa, como hemos señalado con anterioridad, que se transmite una correcta señal al mercado de que las acciones de la empresa adquiriente no están sobrevaloradas.

*Hipótesis 4: Las adquisiciones transfronterizas generan rendimientos a largo plazo positivos en actividades no relacionadas*

A la vista de los resultados obtenidos en la Tabla 6 podemos afirmar que se observa un mejor comportamiento a largo plazo de forma más inmediata y prolongada hasta el final de la ventana de estudio en las adquisiciones nacionales. Respecto de las adquisiciones transfronterizas se aprecia un mejor comportamiento de forma más intensa a partir de la mitad del horizonte de estudio. De esta forma, los inversores verán una rentabilidad al coste de capital de su inversión de forma más inmediata en las adquisiciones nacionales.

Tabla 5: Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) en los 12, 24 y 36 Meses Posteriores al Anuncio en Función de la Forma de Pago (Efectivo, Acciones y Mixto)

MES	EFECTIVO			ACCIONES			MIXTO		
	IGBM	CAR ECT	ECTBTM	IGBM	CAR ECT	ECTBTM	IGBM	CAR ECT	ECTBTM
12	8.57***	7.00***	9.7***	15.80*	3.11	8.85	-14.16**	-4.04**	-12.86***
24	1.73***	16.79***	12.8***	7.00	-5.34	-33.46***	-37.78***	-62.91**	-18.18
36	15.93***	13.07***	0.7	-6.24	-18.07***	-61.81***	-44.85***	-7.72	-39.06***

La Tabla 5 presenta los anuncios de adquisición empresarial realizados en el SIBE desde septiembre de 1991 a diciembre de 2006, habiendo sido excluidos aquellos en los que una misma empresa hubiera realizado otro anuncio en los 36 meses posteriores. La muestra consta de 55 anuncios de los que en efectivo (42), en acciones (7) y mixtos (4). Todos los rendimientos están expresados en porcentaje. Para la definición de las variables y la descripción de la estimación, véase la Tabla 1. \*\*\*, \*\*, \* Significativo para un nivel de confianza del 99%, 95% y 90%

Tabla 6: Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) en los 12, 24 y 36 Meses Posteriores al Anuncio en Función del Tipo de Adquisición (Nacional o Internacional)

MES	NACIONAL			INTERNACIONAL		
	IGBM	CAR ECT	ECTBTM	IGBM	CAR ECT	ECTBTM
12	19.50***	-3.21	17.73***	-0.16	3.28*	1.61
24	15.59***	-4.01*	4.16*	8.52***	3.99*	3.72
36	6.39	-16.67***	-10.02*	7.37***	13.49***	-11.81***

La Tabla 6 presenta la muestra que está formada por todos los anuncios de adquisición empresarial realizados en el SIBE desde septiembre de 1991 a diciembre de 2006, habiendo sido excluidos aquellos en los que una misma empresa hubiera realizado otro anuncio en los 36 meses posteriores. La muestra consta de 55 anuncios de los que son adquisiciones nacionales (22) y transfronterizas (33) entre la empresa adquirida y adquirente. Todos los rendimientos están expresados en porcentaje. Para la definición de las variables y la descripción de la estimación, véase la Tabla 1. \*\*\*, \*\*, \* Significativo para un nivel de confianza del 99%, 95% y 90%

Cuando se analiza, en la Tabla 7, las adquisiciones de países industrializados y emergentes, se observa, que los rendimientos anormales acumulados obtenidos son positivos y significativos prácticamente en los horizontes temporales analizados en las tres referencias analizadas. La evidencia obtenida mediante los CAR manifiesta que los inversores experimentan en los resultados obtenidos un mejor comportamiento a largo plazo de forma posterior en adquisiciones transfronterizas que en adquisiciones nacionales, que puede ser debido a los costes que se tienen que asumir en una adquisición internacional. Respecto al mejor comportamiento de las adquisiciones en países emergentes, la evidencia indica que es superior por sus elevadas expectativas de crecimiento futuro.

Tabla 7: Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) en los Treinta y Seis Meses Posteriores al Anuncio en Función del Riesgo País (Industrializado y Emergente)

MES	INDUSTRIALIZADOS			EMERGENTES		
	IGBM	CAR ECT	ECTBTM	IGBM	CAR ECT	ECTBTM
12	6.78***	1.64	4.83***	13.17***	10.18***	27.03***
24	7.82***	0.37	1.15***	32.09***	11.19***	20.03***
36	3.79**	0.52	-10.09***	25.70***	-2.49	-16.97**

La Tabla 7 presenta los anuncios de adquisición empresarial realizados en el SIBE desde septiembre de 1991 a diciembre de 2006, habiendo sido excluidos aquellos en los que una misma empresa hubiera realizado otro anuncio en los 36 meses posteriores. La muestra consta de 55 anuncios de los que son adquisiciones en países industrializados (47) y emergentes (8) entre la empresa adquirida y adquirente. Todos los rendimientos están expresados en porcentaje. Para la definición de las variables y la descripción de la estimación, véase la Tabla 1. \*\*\*, \*\*, \* Significativo para un nivel de confianza del 99%, 95% y 90%

*Hipótesis 5: La adquisición de empresas que cotizan en un mercado bursátil tiene un mejor comportamiento a largo plazo que la adquisición de empresas que no cotizan*

Los resultados obtenidos presentan que el rendimiento anormal acumulado obtenido en la Tabla 8 muestra que en el caso de adquisición de empresas cotizadas en la referencia IGBM se obtienen en todo el horizonte de estudio rendimientos anormales positivos y significativos y siendo el mes 36 (22.92%) al

99% el momento en que se obtienen el rendimiento anormal acumulado mayor. Respecto a los controles ECT y ECTBTM se generan en los primeros meses CAR positivos y significativos y a partir del mes 24 y 36 se convierten en rendimientos anormales acumulados negativos y significativos. En el caso de la referencia ECT vuelven a generar rendimientos positivos y significativos a partir del mes 36. En la referencia ECTBTM se alternan rendimientos positivos y negativos y en muy pocos casos significativos.

A diferencia de los resultados obtenidos para las empresas cotizadas, los rendimientos anormales acumulados en la adquisición de empresas no cotizadas en las referencias IGBM y ECT muestran a partir del mes 12 y hasta prácticamente el último mes la obtención de rendimientos anormales acumulados positivos y significativos al 99%. Respecto al control ECTBTM en los primeros meses se obtienen rentabilidades positivas y significativas prácticamente en toda la ventana hasta el mes 36 que son negativos y significativos. Por lo que, en las empresas no cotizadas los rendimientos acumulados obtenidos son mayores respecto a los de las empresas cotizadas, si bien en estas últimas se producen con antelación. Mientras en las empresas cotizadas la referencia IGBM es la que muestra un mejor comportamiento en las empresas no cotizadas la referencia ECT es la que muestra un mejor comportamiento).

Tabla 8: Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) en los Treinta y Seis Meses Posteriores al Anuncio en Función de la Cotización o No de la Empresa Adquirida

MES	COTIZA			NO COTIZA		
	IGBM	ECT	ECTBTM	IGBM	ECT	ECTBTM
12	8.68***	3.33	1.42	8.28***	8.17***	13.25***
24	20.01***	-7.07**	1.26	8.71***	14.26***	9.17***
36	22.92***	10.30***	-7.20***	2.03	5.62***	-7.58**

La Tabla 8 presenta la muestra está formada por todos los anuncios de adquisición empresarial realizados en el SIBE desde septiembre de 1991 a diciembre de 2006, habiendo sido excluidos aquellos en los que una misma empresa hubiera realizado otro anuncio en los 36 meses posteriores. La muestra consta de 55 anuncios de los que para empresas adquiridas que cotizan son (16) y en el caso de empresas adquiridas que no cotizan (37). Todos los rendimientos están expresados en porcentaje. Para la definición de las variables y la descripción de la estimación, véase la Tabla 1. \*\*\*, \*\*, \* Significativo para un nivel de confianza del 99%, 95% y 90%

*Hipótesis 6: La adquisición de empresas del mismo sector de actividad presenta un mejor comportamiento a largo plazo que la adquisición de empresas no relacionadas*

La Tabla 9 señala el rendimiento anormal su acumulado ( $CAR_t$ ) para cada uno de los 36 meses tras la adquisición de empresas adquiridas y diferenciamos entre relación o no relación entre los negocios de la empresa adquirida y adquirente. En el caso de adquisición de empresas relacionadas en la referencia IGBM se obtiene en todo el horizonte de estudio rendimientos anormales positivos y significativos y se obtiene en el mes 12 (13.44%) al 99% el rendimiento anormal acumulado mayor. Así, en la referencia ECT destaca en el mes 12 (11.82%) al 99%. En la referencia ECTBTM, se obtienen rendimientos positivos y significativos destacando el mes 12 (18.47%) al 99%. No obteniéndose en esta referencia rendimientos significativos en el 36. A diferencia de los resultados obtenidos para las empresas relacionadas, en las referencia IGBM muestra la obtención de CAR positivos y significativos en casi todos los meses de la ventana, y la referencia ECT muestra a partir del mes 24 y hasta el último mes la obtención de rendimientos acumulados positivos y significativos. Respecto al control ECTBTM en los primeros meses se obtienen rentabilidades positivas y significativas y a partir del mes 28 los rendimientos acumulados obtenidos son negativos y significativos.

Tabla 9: Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) en los 36 Meses Posteriores al Anuncio en Función del Grado de Relación o No Entre la Empresa Adquirida y Adquiriente

MES	RELACION			NO RELACION		
	IGBM	CAR ECT	ECTBTM	IGBM	CAR ECT	ECTBTM
12	13.44***	11.82***	18.47***	5.14***	1.78	3.39*
24	9.86***	-12.03***	10.34***	12.01***	12.87***	1.01
36	3.78**	-17.15***	-2.42	8.41***	12.10***	-14.97***

En la Tabla 9 la muestra está formada por todos los anuncios de adquisición empresarial realizados en el SIBE desde septiembre de 1991 a diciembre de 2006, habiendo sido excluidos aquellos en los que una misma empresa hubiera realizado otro anuncio en los 36 meses posteriores. La muestra consta de 55 anuncios de los que hay relación (17) y no existe relación (38) entre la empresa adquirida y adquiriente. Todos los rendimientos están de la esta forma expresados en porcentaje. Para la definición de las variables y la descripción de la estimación, seguimos en este trabajo las indicaciones establecidas en la Tabla 1 de este apartado. \*\* \*\* \* Significativo para un nivel de confianza del 99%, 95% y 90%

Hipótesis 7: El grado de endeudamiento de la empresa adquiriente afecta negativamente al comportamiento a largo plazo

Por lo que concierne al grado de endeudamiento, para realizar el análisis entre la empresa compradora y la adquirida se evidencia si tiene relación o influye sobre el rendimiento anormal de la empresa adquiriente mediante la estimación en sección cruzada del modelo de la expresión [6]:

$$CAR_i = \alpha + \beta END_i + \varepsilon_i \tag{6}$$

donde  $CAR_i$  es el rendimiento anormal del caso  $i$  en las ventanas en los periodos 12, 24 y 36 meses y la variable independiente  $END$  es el grado de endeudamiento de la empresa adquiriente calculado como el cociente entre el pasivo total y activo total de la empresa adquiriente en el cierre del ejercicio anterior al anuncio. Los resultados presentados en la Tabla 10 para el control IGBM muestran los coeficientes estimados en sección cruzada de la expresión [6]. La significación estadística se ha corregido mediante la metodología propuesta por Newey-West (1987). Las rentabilidades obtenidas son rentabilidades negativas y ausentes de significación en las tres ventanas 12, 24 y 36 meses para los tres controles IGBM, ECT y ECTBTM. Por lo tanto, los resultados obtenidos en el análisis de los rendimientos acumulados a largo plazo no muestran que el endeudamiento afecte negativamente al comportamiento a largo plazo. En este trabajo presentamos únicamente los resultados de la Tabla 10 para el control IGBM por ser similares los obtenidos para los controles ECT y ECTBTM.

Tabla 10: Efecto Del Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) Para el Control IGBM en Una Ventana de Doce, Veinticuatro y Treinta y Seis Meses Posteriores al Anuncio de Adquisición Según el Grado de Endeudamiento de la Empresa Adquiriente

	12 MESES	24 MESES	36 MESES
<b>Constante</b>	0.08822 (0.8949)	0.19471 (0.1699)	0.24469 (0.1199)
<b>Endeudamiento</b>	-0.02458 (0.8949)	-0.17897 (0.4941)	-0.38542 (0.1858)
<b>R<sup>2</sup>-ajustado</b>	0.018489	0.008031	0.014040

En la Tabla 10 se presentan los coeficientes obtenidos al estimar el modelo de regresión recogido en la expresión [6.4]  $CAR_i = \alpha + \beta END_i + \varepsilon_i$ , siendo  $AR$  la rentabilidad anormal compuesta para el periodo (12,24,36 meses) y  $END$  es el grado de endeudamiento de la empresa adquiriente (pasivo total/activo total en el año anterior al anuncio) con una muestra (47 anuncios) desde septiembre del 1991 a diciembre del 2006. La significación estadística se ha corregido por heterocedasticidad mediante la metodología propuesta por Newey-West. Entre paréntesis se muestra el p-value y en negrita los resultados estadísticamente significativos.

A continuación presentamos en la Tabla 11 un cuadro resumen de los resultados obtenidos en el contraste de las hipótesis presentadas en este trabajo.

Tabla 11: Cuadro Resumen del Contraste de las Hipótesis a Largo Plazo y la Evidencia Obtenida

Hipótesis Largo plazo	Evidencia
<b>Hipótesis 1:</b> Tras la adquisición la empresa adquiriente experimenta rendimientos anormales negativos a largo plazo	Se rechaza ( no existe comportamiento anormal significativo a largo plazo)
<b>Hipótesis 2:</b> La magnitud del rendimiento anormal no depende del tamaño relativo entre la empresa compradora y adquirida	Evidencia no concluyente
<b>Hipótesis 3:</b> El rendimiento anormal generado en el largo plazo es mayor cuando se utiliza la forma de pago en efectivo	Se acepta
<b>Hipótesis 4:</b> Las adquisiciones transfronterizas generan rendimientos a largo plazo positivos en actividades no relacionadas	Se acepta
<b>Hipótesis 5:</b> Las adquisiciones de empresas que cotizan en un mercado bursátil tiene un mejor comportamiento a largo plazo que la adquisición de empresas que no cotizan	Se rechaza ( las empresas que no cotizan presentan un rendimiento anormal positivo significativo)
<b>Hipótesis 6:</b> La adquisición de empresas del mismo sector de actividad presenta un mejor comportamiento a largo plazo que la adquisición de empresas no relacionadas	Se acepta
<b>Hipótesis 7:</b> El grado de endeudamiento de la empresa adquiriente afecta negativamente al comportamiento a largo plazo	Se rechaza

*Las hipótesis contrastadas en este trabajo presentan resultados que manifiestan la creación de valor para las empresas adquirientes en el largo plazo. Así, no se muestra evidencia concluyente respecto a la creación de valor respecto al tamaño relativo. Además, se acepta la evidencia respecto a la forma de pago en efectivo, las adquisiciones transfronterizas en actividades no relacionadas, la adquisición de empresas cotizadas y del mismo sector de actividad. Por último se rechaza la hipótesis del efecto negativo del grado de endeudamiento en el comportamiento a largo plazo.*

## CONCLUSIONES

De esta forma, y a partir del anuncio del proceso de adquisición empresarial y, a la vista de los resultados obtenidos por la estimación de los rendimientos, se evidencia en este estudio, que en el análisis a largo plazo realizado, se produce la generación de rendimientos anormales positivos y significativos para los accionistas de la empresa adquiriente en el mercado bursátil español (infrarreacción). Por lo que, la metodología utilizada muestra la obtención de rendimientos a largo plazo positivos y significativos siendo este comportamiento fuerte en el método de los rendimientos acumulados. Los resultados obtenidos son similares a los estudios desarrollados en el mercado de Estados Unidos [Franks et al. (1991) y Raghavendra y Vermaelen (1998)]. Con todo esto, este hecho resulta relevante por ser el primero trabajo que estudia la rentabilidad anormal a largo plazo de las empresas que cotizan en el mercado bursátil español.

### Limitaciones

De acuerdo con la metodología empleada, y a pesar del mejor y más amplio conocimiento que de los CAR se tiene, el sentimiento generalizado en la literatura, en palabras de Ikenberry et al. (1995, p. 188), es que “los resultados obtenidos empleando los CAR deberían ser tomados como meramente descriptivos, ya que no representan una estrategia de inversión realista”, en contraposición con los rendimientos anormales compuestos. Esta postura también es defendida por Barber y Lyon (1997) y Lyon et al. (1999). En concreto, y como ya hemos mencionado, el apoyo de Barber y Lyon (1997) al empleo de los rendimientos anormales compuestos en la detección de rendimientos anormales a largo plazo, frente al uso de los CAR, se deriva del análisis que realizan de la relación entre los rendimientos anormales compuestos y los CAR, en el que obtienen que los CAR son un estimador sesgado de los rendimientos anormales compuestos. Aunque los métodos basados en fecha de calendario o las últimas innovaciones en los rendimientos anormales compuestos (BHAR) parecen mejores aproximaciones en la estimación y contraste de los rendimientos a largo plazo, no es posible en este momento determinar cuál es la mejor metodología para afrontar este tipo de investigación. Además, no debe olvidarse la relevancia del problema de la correcta especificación de las fuentes de riesgo sistemático (problema éste, por otra parte, inherente a los estudios de sucesos), el cual impide afirmar categóricamente la existencia de sobrevaloraciones o infravaloraciones cuando se analizan posibles anomalías o ineficiencias en los mercados financieros. Además, la investigación realizada deja abierta toda una serie de cuestiones que aseguran futuros esfuerzos en este campo, tales como el comportamiento operativo de las empresas

compradoras tras la adquisición y el flujo de esta información al mercado; la existencia de oleadas de adquisición en relación con el sentimiento del mercado y/o la existencia de financiación abundante y barata; entre otras.

## BIBLIOGRAFÍA

Agrawal, A.; J. Jaffe y G. Mandelker (1992), "The Post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly", *Journal of Finance* vol. 47 (4), pp. 1605-1621.

Agrawal, A., y Jaffe, J. F. (1999), "The post-merger performance puzzle" Working Paper at SSRN 199671.

Andrade, G.; M. Mitchell y E. Stafford (2001), "New evidence and perspectives on mergers", *Journal of Economic Perspectives*, vol.15 (2), pp.103-120.

André, P.; M. Kooli y J.F. L'Her (2004), "The long-run performance of mergers and acquisitions: evidence from the Canadian stock market", *Financial Management* vol. 33 (4), pp. 27-43.

Asquith, P. (1983), "Merger bids, uncertainty, and stockholders returns", *Journal of Financial Economics* vol. 11(1), pp. 51-83.

Asquith, P.; R. Bruner y D.W. Mullins (1983), "The gains to bidding firms from mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 11 (1) , pp. 121-140.

Aw, M. y R. Chatterjee (2000), "The performance of U.K. firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets", Judge Institute of Management Studies, Working Paper, Cambridge University.

Ball, R., y P. Brown (1968), "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research* , pp.159-178.

Barber, B.M. y J.D. Lyon (1997), "Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, vol. 43(3), pp.341-372.

Bernard, V. y J. Thomas (1990), "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 13 (4), 305.

Black, Ervin L.; T. A. Carnes y T. Jandik (2001), "The long-run success of cross-border acquisitions", Working paper, University of Arkansas.

Bradley, M. y G. Jarrell (1988), "Comment. In: Coffee, J., Lowenstein, L., Rose-Ackerman, S. (Eds), *Knight, Raiders y Targets*", Oxford University Press, Oxford, UK. pp. 252-259.

Brown, S.J. y J.B. Warner (1980), "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 8 (3), pp. 205-258.

Conn, R., A. ; Cosh, P. Guest y A. Hughes (2003), "The impact on U.K. acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions", ESRC Centre for Business Research, Working paper: 276, University of Cambridge

Cusatis, P.; J. Miles y J. Woolridge (1993), “Restructuring through spinoffs”, *Journal of Financial Economics*, vol. 33 (3), pp. 293-311.

Dimson, E. (1979) “Risk measurement when shares are subject to infrequent trading”, *Journal of Financial Economics*, vol. 7 (2), pp. 197-226.

Dimson, E. y P. Marsh (1986), “Event study methodologies and the size effect”, *Journal of Financial Economics*, vol. 17 (1), pp. 113-142.

Debond W. y R. Thaler (1985), “Does the stock market overreact?”, *Journal of Finance*, vol. 40 (3), pp. 793-808.

Desai, H. y P. Jain (1997), “Long–run common stock returns following splits and reversal splits”, *Journal of Business*, vol. 70 (3), pp. 409-433.

Dodd, P. (1980), “Mergers proposals, management discretion, and stockholder wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol. 8 (2), pp. 105-138.

Dodd, P. y R. Ruback (1977), “Tender offers and stockholders returns: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol. 5(3), pp. 351-373.

Dutta, S. y V. Jog (2007), “The long term performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 33 (8), pp. 1400-1412

Espenlaub, S.; A. Gregory e I. Tonks (2000), “Re–assessing the long-term underperformance of UK initial public offerings”, *European Financial Management* , vol. 6(3), pp. 319-342.

Fama, E.F. (1970), “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”, *The Journal of Finance*, vol. 25, (2), pp. 383-417.

Fama, E.F. (1998), “Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 49 (3), pp. 283-306.

Fama, E.F. y K.R. French (1996), “Multifactor explanations of asset pricing anomalies”, *Journal of Finance* , vol. 50, pp. 131-155.

Fama, E.F. y K.R. French (1997), “Industry costs of equity”, *Journal of Financial Economics*, vol. 43, pp. 153-193.

Franks, J., R. Harris. y S. Titman (1991), “The post–merger share–price performance of acquiring firms”, *Journal of Finance*, vol. 29, pp. 81-96.

Gregory, A. (1997), “An examination of the long rung performance of UK acquiring firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, pp. 971-1002

Gregory, A. y S. McCorriston (2002), “Foreign acquisitions by UK limited companies: long-run performance in the US, continental Europe and the rest of the word”, Working Paper (*Financial Markets Research Centre*, University of Exeter).

- Gregory, A. y J. Matatko (2005), "Long-run abnormal returns to acquiring firms: the form of payment hypothesis, bidder hostility and timing behavior", *Journal of Business Finance and Accounting*, pp.777-814.
- Higson, C, y J. Elliot (1993), "The returns: to takeovers-The UK evidence", IFA working paper (London Business Scholl).
- Hu, Y. (2009), "The Long term performance of acquiring firms: Evidence from Chinese stock markets", working paper, University Maastricht.
- Hubbard, R. y D. Palia (1999), "A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view", *Journal of Finance*, vol.54, pp. 1131-1152.
- Ikenberry, D.; J. Lakonishok y T. Vermaelen (1995), "Market underreaction to open market share repurchase", *Journal of Financial Economics*, vol.39, pp.181-208.
- Jensen, M.C. y S.R. Ruback (1983), "The market for corporate control. The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, (2), pp. 5-50
- Kahneman, D. y A. Tversky (1982), "Intuitive predictions: biases and corrective procedures", Reprinted in Kahneman, Slovic, and Tversky, *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press, Cambridge, England.
- Kallunki, J.; E. Pyykkö y T. Laamanen (2009), "Stock market valuation, profitability and R&D Spending of the firm: The effect of technology mergers and acquisitions", *Journal of Business & Accounting*, vol. 36(7-8), pp. 838-862.
- Kennedy, V.A. y R.J. Limmack (1996), "Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 23, (2), (March), pp. 267-285.
- Kummer, D. y R. Hoffmeister (1978), "Valuation consequences of cash tender offers", *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp. 505-516.
- Kruse, T.; H. Park, K.Park y K. Suzuki (2002), "The value of corporate diversification: Evidence from post-merger performance in Japan", AFA2003 Washington, Dc Meetings.
- Lakonishok, J. y T. Vermaelen (1990), "Anomalous price behavior around repurchase tender offers", *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 455-477.
- Langtieg, T.C., (1978), "An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger", *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp. 365-383.
- Limmack, R.J. (1991), "Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977-1986", *Accounting and Business Research*, vol.21, pp. 239-252.
- Loderer, C. y K. Martin (1992), "Postacquisitions performance of acquiring firms", *Financial Management* vol. 19, pp. 69-79.
- Lyon, J.D., Barber, B.M. y C. Tsai (1999), "Improved methods for tests of long-run abnormal stocks returns", *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 165-201.

Matsusaka, J. G. (1993), "Takeovers motives during the conglomerate merger wave", *RAND Journal of Economics*, vol. 24, pp. 357-379.

Michaely, R.; R. Thaler y K. Womack (1995), "Price reactions to dividend initiations and omissions", *Journal of Finance*, vol. 38, pp. 1597-1606.

Mitchel, M.L. y E. Stafford (2000), "Managerial decisions and long-term stock price performance", *Journal of Business*, vol. 73, pp. 287-329

Moeller, Sara B., F.P. Schlingemann y R. M. Stulz (2003), "Do Shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?", Working paper: 9523, National Bureau of Economic Research.

Newey, K. y K. West (1987), "As simple, positive semi-definitive, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix", *Econometrica* 55 vol. (3), pp. 703-708.

Raghavendra Rau, P. y T. Vermaelen (1998), "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics* vol. 49 (2), pp. 223-253.

Sudarsanam, S. y Mahate, A. (2003), "Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK evidence," *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30 (1-2), pp. 299-342.

## BIOGRAFÍA

Miguel Ángel Latorre Guillem es Doctor en Finanzas Corporativas por la Universidad Católica de Valencia "San Vicente Mártir. Director y Profesor del Departamento de Contabilidad, Finanzas y Control de Gestión de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Ha desarrollado su investigación, en calidad de Investigador Principal (IP) en el Grupo de investigación Finanzas y Seguros, autor de varios artículos de alto impacto revisado por pares. Se puede contactar con el autor en el Campus Marqués de Campo, Calle Corona, nº 34, 46003 Valencia, España. E-mail: [mangel.latorre@ucv.es](mailto:mangel.latorre@ucv.es)

Begoña Herrero es Doctora en Economía por la Universidad de Valencia y Profesora Contratada Doctora en el Departamento de Finanzas Empresariales de la Universidad de Valencia. Ha desarrollado su investigación en temas relacionados con la eficiencia de precios y la llegada de nueva información a los mercados financieros. Ha escrito varios artículos en revistas científicas de alto impacto con proceso de revisión por pares. Las consultas a Begoña Herrero pueden dirigirse a Departamento de Finanzas Empresariales, Av. dels Tarongers s/n, 46022 Valencia, España. E-mail: [begona.herrero@uv.es](mailto:begona.herrero@uv.es)

José Emilio Farinós Viñas es Profesor Titular de Universidad en el Departamento de Finanzas Empresariales de la Universidad de Valencia (España). Ha impartido docencia de Finanzas de Empresa tanto en grado como postgrado, así como en diplomas de especialización y másteres. Su investigación se centra en las salidas a bolsa y las adquisiciones empresariales, temas sobre los que ha dirigido varias tesis doctorales y ha publicado numerosos artículos tanto en revistas nacionales como internacionales. Colabora como evaluador de prestigiosas revistas nacionales e internacionales. Comunicación con el autor: Dpto. de Finanzas Empresariales, Av. dels Tarongers s/n, 46022 Valencia, España. E-mail: [jose.e.farinos@uv.es](mailto:jose.e.farinos@uv.es)