

ANÁLISIS EX-POST DE FUSIONES Y ADQUISICIONES. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA SOBRE LA EVALUACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LA FUSIÓN

Apellániz Gómez, Teresa
Universidad de La Rioja
Apellániz Gómez, Paloma, Serrano Cinca, Carlos
Universidad de Zaragoza

RESUMEN

El presente trabajo analiza una de las principales líneas de investigación que se han desarrollado en las últimas décadas en relación con los aspectos que despiertan mayor interés en las fusiones de empresas. Concretamente, en esta línea se proporciona evidencia que puede resultar de utilidad para los inversores que deseen obtener ganancias de este tipo de transacciones.

Así, la línea de investigación mencionada trata de poner de manifiesto el *comportamiento seguido por los precios de las acciones* en el mercado bursátil, tanto de las empresas adquirentes como de las adquiridas, durante el período inmediatamente anterior y posterior a la fusión o al anuncio de la fusión, en su caso. En definitiva, lo se pretende valorar los resultados de las fusiones a partir de los cambios en las cotizaciones bursátiles de las compañías involucradas en dichos procesos. Asimismo, analizamos con detalle un enfoque alternativo que persigue el mismo objetivo, esto es, evaluar el resultado de las fusiones pero utilizando únicamente *información económico-financiera* de las empresas involucradas en dichos procesos.

1. INTRODUCCIÓN

La evaluación de los resultados de las operaciones de fusión constituye un área de especial interés dentro de la investigación empírica, ya que es el éxito de dichas operaciones lo que justifica, en última instancia, la realización de estos procesos de concentración empresarial. Concretamente, son dos los enfoques tradicionalmente utilizados para evaluar *a posteriori* los resultados alcanzados en las fusiones de empresas.

El *primero* de ellos se apoya en la *Hipótesis de eficiencia de mercado (HEM)* donde se asume que el precio de cualquier título constituye una buena estimación de su valor intrínseco, de ahí que el éxito o fracaso de una fusión pueda inferirse a través de su impacto en el precio de las acciones.

Este enfoque ha gozado de un desarrollo muy importante en los últimos años, puesto que si lo que se trata de medir es el resultado que las fusiones tienen para los inversores en el mercado de capitales, es lógico que sean los precios de mercado de las acciones, o bien las potenciales *rentabilidades anormales (ARs, abnormal returns)* que pueden obtener los inversores en el citado mercado, las variables objeto de análisis. Además, si se asume que el mercado es eficiente, cabe esperar que la información contable relativa a estos procesos se incorporará en las variables bursátiles cuando la misma tenga valor adicional para los inversores.

Por su parte, el *segundo* enfoque toma como punto de referencia las cifras obtenidas de la *información económico-financiera* publicada por las empresas, siendo los ratios de rentabilidad las cifras más utilizadas habitualmente, si bien en los últimos años se ha detectado una clara tendencia a emplear ratios que incluyen variables de flujos de tesorería, tales como el flujo de tesorería generado por las operaciones corrientes, dadas las limitaciones que presenta el resultado contable, y más aún cuando es posible contabilizar las fusiones con dos métodos alternativos.

Dado que lo que estos dos enfoques intentan captar de forma más o menos implícita son los flujos de caja que generarán en el futuro los procesos de fusión, cabría esperar que, utilizando la misma muestra de empresas, ambos obtuvieran resultados similares. Sin embargo, los resultados de estos dos enfoques no son, ni mucho menos, coincidentes entre sí, sino que, al contrario de lo que cabría esperar, se revelan en muchas ocasiones como contradictorios.

2. ANÁLISIS A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES: EFECTOS SOBRE LA RIQUEZA DE LOS ACCIONISTAS

Este grupo de trabajos tiene como principal objetivo examinar el impacto que provoca en las variables bursátiles y, más concretamente, en la rentabilidad de los accionistas de las empresas implicadas en estas operaciones, la decisión de involucrarse en procesos de concentración empresarial.

Partiendo de la base de la existencia de un mercado de capitales eficiente o, al menos, eficiente en su forma semifuerte, cabe esperar que el precio de los títulos que se negocie en dicho mercado refleje las expectativas que los inversores tengan sobre las ganancias futuras de la empresa, centrándose estas investigaciones en cuantificar las rentabilidades anormales que provocan los procesos de fusión.

Para ello es necesario calcular las *rentabilidades anormales acumulativas (CARs, cumulative average returns)* para el período objeto de estudio. A esta metodología, utilizada inicialmente por Fama *et al.* (1969) para estudiar la reacción del mercado de capitales a los anuncios de dividendos, se la conoce como *events study* o estudio de sucesos. Para obtener las rentabilidades anormales, deben calcularse previamente las rentabilidades que pueden considerarse normales o esperadas. Tanto el clásico modelo de mercado propuesto por Sharpe o el *modelo de valoración de activos de capital*, conocido como *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* han venido siendo utilizados habitualmente para este propósito.

Concretamente, las investigaciones que analizan los efectos de las operaciones de fusión de empresas en el mercado de capitales han abordado básicamente alguno de los siguientes aspectos (Foster, 1986, p. 480):

1. El impacto en la rentabilidad de los títulos del anuncio de una fusión o, en su caso, del anuncio de una oferta de fusión.
2. El impacto en la rentabilidad de las acciones de una operación de fusión ya concluida, pero con anterioridad a que la integración entre las compañías se haga efectiva.
3. El impacto que a largo plazo tiene una operación de fusión en la rentabilidad de los títulos de las empresas resultantes.

La diferencia fundamental entre estos tipos de estudios estriba en el período de tiempo examinado en cada uno de ellos. Así, por ejemplo, en el primer caso se trataría de centrar el análisis en los días próximos al anuncio de la fusión, en tanto que en el último podría analizarse un período de cinco años posterior a la fusión. En consecuencia, el principal factor que afecta a la reacción del mercado ante el anuncio de una fusión no es otro que el efecto que la misma tendrá a largo plazo en los flujos de caja futuros que generará la entidad resultante de la fusión.

Evidentemente, la mayoría de las investigaciones realizadas se han centrado en el período de tiempo más corto, dado que cuanto menor sea dicho período menor es la probabilidad de que acontecimientos no relacionados con la fusión afecten al precio de los títulos. Sin embargo, las investigaciones que evalúan los resultados de estos procesos utilizando información económico-financiera pueden utilizar, y de hecho lo hacen, períodos de tiempo más largos, ya que en los primeros se asume que los precios de los títulos reflejan de forma rápida y no sesgada la nueva información que se vierte al mercado.

períodos de tiempo más largos, ya que en los primeros se asume que los precios de los títulos reflejan de forma rápida y no sesgada la nueva información que se vierte al mercado.

Además, como posteriormente veremos al evaluar la reacción del mercado en períodos próximos a la fusión o al anuncio de fusión, puede ocurrir que los efectos en los períodos que preceden a la fusión o al anuncio de la misma presenten un componente de anticipación por el mercado, debido a la información que está próxima a verse en el mismo. Así, si el mercado de capitales otorga una probabilidad muy alta a una oferta de fusión antes de que se produzca el anuncio formal de la misma, es previsible que los efectos en el precio de los títulos del anuncio formal de la fusión sean casi imperceptibles.

Varias han sido y son las teorías en las que se apoyan estos trabajos de contrastación empírica. Sin ánimo de ser exhaustivos, estas teorías, que resumimos del trabajo que realizan Parkinson y Dobbins (1993, pp. 503-506) son las siguientes:

1. *Teoría neoclásica (Neo-classical Theory)*: los gerentes llevan a cabo operaciones de fusión únicamente si las mismas presentan valores actuales netos positivos en sus proyectos de inversión. De esta forma, la gerencia empresarial sólo se implicará en fusiones que conduzcan a incrementos en la riqueza de los accionistas.

2. *Teoría gerencial (Managerial Theory)*: los gerentes persiguen sólo su propio interés, el cual puede manifestarse en forma de poder, mayor remuneración o reducción del riesgo en la pérdida de su empleo, aunque este fin vaya en detrimento de los propios accionistas. Así, dicho objetivo puede lograrse a través de la maximización del tamaño de la entidad resultante y puede que la fusión sea, en muchos casos, el método más rápido de crecimiento empresarial.

Esta segunda teoría ha gozado de un importante apoyo en los últimos años, debido fundamentalmente a Roll (1986) quien ha planteado dentro de ella la *Hipótesis del orgullo arrogante de la gerencia (The Hubris Hypothesis)*, según la cual los gerentes de las compañías adquirentes, animados por sus éxitos anteriores, pueden ser arrogantes y tienden a pagar más de lo que en realidad valen las empresas objetivo para así consumir con éxito la fusión.

En este sentido, las hipótesis o teorías, que citamos a continuación, se consideran dos variantes de la mencionada teoría gerencial.

2.1. *Teoría de la gerencia mejorada (Improved Management Theory)*: sugiere que los beneficios que se obtienen en las fusiones de empresas pueden derivarse de eliminar la gerencia ineficiente de las compañías objetivo. Sin embargo, este planteamiento exige que la fusión sea previamente un éxito, como condición necesaria a la obtención de beneficios.

Por tanto, las fusiones que se realizan en el *mercado para el control corporativo o de empresas (The market for corporate control)* constituyen para la gerencia un poderoso mecanismo para que ésta gestione de forma eficiente sus empresas, lo que redundará en beneficio de los accionistas. De no hacerlo así, los gerentes serán eliminados mediante procesos de fusión y perderán su empleo¹. Por tanto, la amenaza de fusión puede constituir una razón más que suficiente para que la gerencia mejore su gestión empresarial.

2.2. *Teoría de la información asimétrica (asymmetric information theory)*: indica que si la información no está disponible de forma perfecta en el mercado, la empresa adquirente puede poseer información adicional sobre la compañía objetivo que le puede permitir conceder un valor mayor a la empresa objetivo que el suministrado por el precio de mercado de sus títulos. De forma alternativa, puede pensarse que si dicha información llega al mercado durante la fusión supondrá un incremento en el valor de las acciones de la empresa objetivo.

Como hemos señalado, son muchos los estudios empíricos que se han realizado en las dos últimas décadas para evaluar los efectos de las operaciones de fusión en los mercados de capitales. Algunos de los más importantes han sido ya revisados en los trabajos de Jensen y Ruback (1983), Halpern (1983), Dodd (1986), Roll (1986) y Krinsky *et al.* (1988), entre otros autores. Con alguna excepción que más adelante comentaremos, existe un consenso generalizado de que el mercado de capitales percibe de forma positiva la decisión de involucrarse en procesos de fusión de empresas.

Ahora bien, como la mayoría de estos estudios tratan de examinar el impacto que la fusión provoca en la rentabilidad de los accionistas de las empresas adquirentes y adquiridas, vamos a analizar de forma separada la evidencia empírica relativa a las empresas objetivo o adquiridas para a continuación estudiar los efectos en la rentabilidad de los accionistas de las empresas adquirentes. Finalmente, analizaremos los efectos conjuntos para los dos grupos de empresas participantes en la fusión y las limitaciones que presentan los trabajos que dejan el juicio sobre el éxito de estas operaciones al arbitrio del mercado de capitales.

2.1. EFECTOS EN LAS EMPRESAS OBJETIVO

Podemos citar a Estados Unidos y al Reino Unido como los dos países donde más se han contrastado empíricamente los resultados de fusiones y de otras figuras afines, tomando como referencia el impacto que estos procesos producen en las variables bursátiles. En otras palabras, estas investigaciones examinan si la posible pertenencia a una compañía de mayor dimensión mejora las expectativas de rentabilidad para los accionistas de las empresas objetivo o, si por el contrario, dicha información se materializa en unas expectativas contrarias para estos inversores.

En ambos casos, la evidencia empírica demuestra claramente que los accionistas de las empresas objetivo mejoran su riqueza, medida a través del impacto que estos procesos provocan en la rentabilidad de los accionistas en fechas próximas a la fusión o al anuncio de fusión, en su caso. Por tanto, independientemente de la muestra y de la metodología utilizadas en estos trabajos, la mayoría de ellos evidencian rentabilidades anormales significativas para los accionistas de las compañías vendedoras.

Así, Mandelker (1974) divide las empresas de una muestra de fusiones llevadas a cabo de 1941 a 1962 entre empresas adquiridas y adquirentes y toma como fecha del suceso el mes en el que se produce de forma efectiva la fusión. Los resultados muestran que las empresas objetivo obtienen rentabilidades anormales de aproximadamente un 14 por 100 durante los seis meses anteriores a la realización de la fusión. Por su parte, Langetieg (1978) mejora el trabajo de Mandelker utilizando una metodología más compleja y una muestra de control que incluye empresas no fusionadas. Para las 149 empresas vendedoras, el promedio obtenido de rentabilidades anormales asciende a casi un 11 por 100 durante los seis meses anteriores a la fusión, no existiendo evidencia de rentabilidades inesperadas antes de estos seis meses.

Por su parte, Dodd (1980) analiza 151 anuncios de fusión realizados en el mercado estadounidense, de los cuales 71 llegaron a materializarse en fusiones de empresas, encontrando que los precios de los títulos de las empresas objetivo crecieron sensiblemente durante los días anteriores al anuncio de fusión. Sin embargo, después de la fecha del anuncio, únicamente las fusiones de empresas que llegaron a realizarse muestran rentabilidades anormales positivas, mientras que las que no llegaron a llevarse a cabo, debido al fracaso en las negociaciones, presentan rentabilidades negativas. Por tanto, para las empresas objetivo los precios de los títulos continúan subiendo en los días siguientes al anuncio, hasta que la correspondiente operación finaliza y la incertidumbre sobre su realización se resuelve.

De forma similar, Asquith (1983) demuestra que el anuncio de fusión genera rentabilidades anormales positivas para los dos grupos de empresas objetivo, es decir, tanto para las que llegaron posteriormente a fusionarse como para las que no, lo que evidencia que el mercado no distingue en la fecha del anuncio entre los citados grupos.

A la vista de los resultados obtenidos en estos trabajos, podemos decir que las empresas objetivo perciben, por término medio, ganancias superiores a las alcanzadas por otras empresas que actúan en el mercado, pudiendo deberse, al menos parcialmente, a la prima o sobreprecio que obtienen por aceptar la oferta que les proponen las empresas adquirentes, lo que supondría apoyar la *hipótesis del orgullo arrogante de la gerencia*, a la que antes hemos aludido.

¹ El término de mercado para control corporativo abarca un conjunto de transacciones que van destinadas, como norma general, al cambio del equipo gerencial y, por consiguiente, de la gestión de la empresa. Para más detalles sobre esta cuestión, el lector interesado puede consultar el trabajo de Jensen y Ruback (1983).

Por otro lado, la metodología del estudio de sucesos ha recibido mucha menos atención en el Reino Unido, si bien en los últimos años se detecta un incremento importante de los trabajos que intentan contrastar los efectos que las fusiones tienen en el mercado de capitales. No obstante, los resultados anteriormente señalados para las empresas objetivo estadounidenses son similares a los alcanzados en los estudios británicos.

Por ejemplo, Franks, Broyles y Hecht (1977) analizan las rentabilidades obtenidas por los accionistas de las empresas vendedoras como consecuencia del anuncio de fusión, evidenciando que estos accionistas acumulan ganancias positivas durante los tres meses anteriores al citado anuncio. Similares resultados muestran los trabajos de Firth (1979 y 1980). Así, Firth (1979) encuentra que los accionistas de las empresas que son objetivo de fusiones obtienen rentabilidades anormales de alrededor de un 33 por 100 durante el año anterior al anuncio de fusión e incluso en el mismo mes en que se produce el anuncio. Estos resultados son corroborados posteriormente en Firth (1980) para una muestra de 486 empresas objetivo, las cuales obtienen en los seis meses anteriores a la fusión unas rentabilidades anormales promedio de casi un 37 por 100.

Franks y Harris (1989), en el estudio más completo realizado sobre las operaciones de fusión llevadas a cabo en el Reino Unido para el período 1955-1985, encuentran rentabilidades anormales positivas para los accionistas de las empresas vendedoras desde cuatro meses antes del anuncio de la fusión hasta el mes siguiente al citado anuncio. También para una muestra de fusiones en el mercado de capitales británico destaca el reciente trabajo de Limmack (1991), quien corrobora la obtención de rentabilidades anormales por los accionistas de las empresas vendedoras de un 31 por 100 en el período que va desde el anuncio de fusión hasta que la propia fusión se da por concluida.

En resumen, las investigaciones realizadas, tanto para el mercado norteamericano como para el británico, parecen sugerir que los procesos de fusión resultan beneficiosos para los accionistas de las empresas objetivo o vendedoras. Concretamente, la evidencia empírica indica que obtienen ganancias positivas cuando se produce o anuncia un proceso de fusión. Sin embargo, la magnitud de estas ganancias está relacionada con el tipo de operación, fusión o oferta de fusión, por ejemplo, mientras que la persistencia del citado impacto depende de si la operación se lleva a cabo efectivamente o, si por el contrario, ésta no llega a producirse.

2.2. EFECTOS EN LAS EMPRESAS ADQUIRENTES

Si como se deduce de las investigaciones empíricas mencionadas en el apartado anterior, los procesos de fusión resultan beneficiosos para los accionistas de las empresas objetivo, independientemente del mercado de capitales utilizado para su contrastación, para los accionistas de las empresas compradoras los resultados no resultan tan evidentes, pudiendo éstos catalogarse como mixtos.

Así, existen trabajos que muestran una importante disminución en la rentabilidad que obtienen los accionistas de las empresas que lanzan las ofertas, lo que induce a pensar que los participantes del mercado perciben las fusiones como un factor reductor de la rentabilidad de las empresas adquirentes, pero también existen otras investigaciones que evidencian rentabilidades anormales nulas o muy pequeñas para dichos accionistas. Por tanto, en lo que respecta a las empresas compradoras no existe una postura clara al respecto.

Evidentemente, como las empresas objetivo desaparecen del mercado una vez consumado el proceso de fusión, puede decirse que son las investigaciones que tratan de cuantificar el beneficio que las operaciones de fusión reportan a los accionistas de las compañías adquirentes las que realmente analizan *ex-post* los resultados de estos procesos.

Sin embargo, las dificultades metodológicas que conlleva trabajar con un período de tiempo muy largo en el marco del mercado de capitales, ha hecho que la mayoría de los estudios realizados se centren en analizar el impacto de las fusiones en fechas relativamente próximas a la realización de la fusión o al anuncio de la misma, en su caso². Todo ello hace que los resultados de estos trabajos deban ser interpretados, en nuestra opinión, con una cierta cautela.

Para el mercado de capitales estadounidense, Mandelker (1974) estudia el efecto que los procesos de fusión tienen en las variables bursátiles, encontrando que las compañías adquirentes obtienen rentabilidades anormales positivas de un 5 por 100 durante los 40 meses anteriores a la fusión, porcentaje que va disminuyendo hasta casi anularse en los 40 meses posteriores. En la misma línea, Langetieg (1978) demuestra que estas empresas presentan pérdidas significativas desde el mes anterior a la fusión, prolongándose dichas pérdidas hasta el año siguiente a la finalización de la misma.

Por su parte, Dodd (1980) examina el comportamiento de las rentabilidades anormales de las empresas adquirentes para un período de tiempo que abarca 40 días antes y después al anuncio de fusión, evidenciando la presencia de rentabilidades negativas, aunque muy pequeñas, en la fecha del citado anuncio. También Asquith (1983) encuentra que los precios de los títulos de las empresas compradoras sufren una disminución importante en la fecha del anuncio de fusión.

En este sentido, Jensen y Ruback (1983), en una revisión de las investigaciones más relevantes llevadas a cabo hasta la fecha en el mercado de capitales norteamericano, concluyen que la evidencia parece indicar que los procesos de fusión generan en su conjunto beneficios positivos, especialmente para los accionistas de las compañías vendedoras, mientras que los accionistas de las adquirentes, aunque no ganan, tampoco pierden (p. 47).

Sin embargo, los estudios sobre los procesos de fusión llevados a cabo en el Reino Unido ponen en tela de juicio la neutralidad de tales procesos para los accionistas de las empresas adquirentes, evidenciando que, con carácter general, estos accionistas siempre pierden, aunque las pérdidas sufridas sean normalmente reducidas.

Esta conclusión se desprende, por ejemplo, de los trabajos de Firth (1979 y 1980) los cuales revelan además que las ganancias obtenidas por los accionistas de las empresas objetivo se compensan, al menos en parte, con las pérdidas experimentadas por los accionistas de las adquirentes en los meses previos al anuncio de fusión. Ello nos lleva a pensar si realmente se obtienen beneficios de las fusiones o, si por el contrario, estas operaciones únicamente producen una redistribución de la riqueza entre los accionistas de las empresas participantes.

Por su parte, Frank y Harris (1989) encuentran rentabilidades anormales positivas significativas para los accionistas de las empresas compradoras durante el período que cubre desde cuatro meses antes del anuncio de fusión hasta el mes siguiente al citado anuncio. Sin embargo, al ampliar el período de estudio hasta 24 meses después de que la fusión sea efectiva, estos autores evidencian la obtención de rentabilidades negativas para los accionistas de las empresas adquirentes. De forma análoga, Limmack (1991) identifica rentabilidades positivas no significativas para dichos accionistas en el período que va desde el anuncio hasta la realización de la fusión, encontrando rentabilidades anormales negativas en el período de tiempo que va desde el mes de la oferta pública hasta los 24 meses siguientes a la fecha en la que la fusión se lleva a cabo.

En síntesis, de la evidencia empírica existente no puede deducirse que los accionistas de las empresas adquirentes salgan muy beneficiados de los procesos de fusión. Por tanto, se hace preciso analizar, en el epígrafe siguiente, el efecto global que tienen las operaciones de fusión, a fin de poder establecer si las mismas reportan beneficios al conjunto de accionistas involucrados en tales procesos.

2.3. EFECTOS CONJUNTOS EN LA RIQUEZA DE LOS ACCIONISTAS

La evidencia mostrada en epígrafes anteriores sobre el impacto de las fusiones en las variables bursátiles puede calificarse como mixta. Por un lado, los estudios realizados para el mercado norteamericano sugieren que los procesos de fusión suponen una fuente de riqueza para el conjunto de accionistas involucrados en estos procesos, si bien la mayoría de los beneficios obtenidos queda en manos de los accionistas de las empresas objetivo.

Por tanto, bajo la aceptación de la HEM, las investigaciones realizadas indican que las operaciones de fusión tienen un efecto positivo, aunque pequeño, en la riqueza del conjunto de accionistas, no existiendo la suficiente evidencia para concluir si los beneficios obtenidos son, al menos parcialmente, una redistribución de riqueza entre los accionistas de las entidades participantes.

En cuanto a los estudios realizados tomando como base el mercado de capitales británico, la evidencia empírica existente es mucho menos concluyente. No están claros los beneficios que reportan las operaciones de fusión al conjunto de accionistas, evidenciándose en la mayoría de las

² Un análisis de las dificultades encontradas en este tipo de trabajos puede verse en el reciente trabajo de Chatterjee y Meeks (1996).

investigaciones realizadas que los accionistas de las empresas compradoras experimentan una disminución en la rentabilidad de sus títulos una vez realizada la operación. Por tanto, en el ámbito británico, no parece que el mercado valore de forma tan positiva los procesos de fusión.

En el mercado de capitales español podemos destacar el reciente trabajo de García de Valencia (1994), donde se analiza el impacto que los procesos de concentración empresarial provocan en la rentabilidad de los accionistas. A la vista de las rentabilidades anormales encontradas, puede decirse que son, por término medio, los vendedores quienes obtienen la ganancia de la operación, mientras que al analizar el grupo de empresas compradoras los resultados no evidencian una postura más o menos clara. Así, al estudiar el grupo de empresas lanzadoras de OPAs se encuentra algún tipo de ganancias. Por el contrario, en el caso de fusiones por absorción, las expectativas no son nada beneficiosas una vez consumada la operación. Por último, en el caso de adquisiciones de empresas, parece ser que los compradores salen más o menos equilibrados en la operación.

Algunos investigadores han criticado la metodología utilizada en estos trabajos, argumentando que no es posible a partir de las CARs deducir el efecto conjunto que estos procesos tienen en la rentabilidad de los accionistas. Una de las razones esgrimidas suele ser el diferente tamaño entre las empresas objetivo y adquirentes. Si las empresas adquirentes son muy grandes en relación con las empresas objetivo de fusión, las CARs obtenidas en términos de porcentajes suelen ser muy pequeñas pero similares en términos absolutos. Este problema se ha resuelto en algunos estudios calculando los beneficios o pérdidas derivados del total de la operación en unidades monetarias. Es el caso de los estudios de Dodd (1980), Malatesta (1983) y Dennis y McConnell (1986).

Así, Dodd (1980) encuentra que las ganancias calculadas de esta forma afectan equitativamente, tanto al grupo de empresas vendedoras como al de compradoras. Por su parte, Malatesta (1983) evidencia que las ganancias obtenidas por el conjunto de accionistas participantes en una operación de fusión son positivas, aunque muy pequeñas, en fechas próximas a la aprobación de la misma.

Finalmente, Dennis y McConnell (1986) encuentran que los procesos de fusión resultan positivos para el conjunto de inversores interesados y no sólo para los accionistas directamente implicados en tales procesos. Concretamente, para las empresas objetivo todos los inversores obtienen beneficios positivos, a excepción de los titulares de obligaciones no convertibles, los cuales, sin embargo, tampoco pierden. Analizando las empresas adquirentes, únicamente los titulares de acciones privilegiadas obtienen ganancias significativas, si bien el resto de inversores también obtiene beneficios, aunque de menor importe. Como consecuencia de no encontrar efectos negativos en la riqueza de los inversores, estos autores concluyen que las fusiones constituyen una fuente de creación de riqueza, tanto si las operaciones de fusión se contemplan como un todo, como si se analizan individualmente los dos grupos de empresas participantes.

En suma, existe un acuerdo casi unánime en que los accionistas de las empresas objetivo obtienen beneficios de estas operaciones, como evidencia la prima que normalmente perciben por vender sus títulos. Estos estudios también muestran que, con carácter general, a los accionistas de las empresas adquirentes les resulta indiferente la fusión, mientras que el efecto conjunto para ambos grupos de accionistas es positivo.

Estos efectos positivos se atribuyen normalmente a ganancias económicas reales, como efectos sinérgicos favorables u otros similares. Sin embargo, como ya indicamos, los investigadores han tenido poco éxito al analizar los resultados obtenidos varios años después de iniciarse el correspondiente proceso de fusión. En consecuencia, como señalan Healy *et al.* (1992, p. 136), es difícil saber si las ganancias que se ponen de manifiesto en los estudios realizados pueden deberse a ineficiencias en el mercado, provocadas, por ejemplo, por la sobrevaloración en el precio de los títulos de las empresas objetivo.

Para determinar precisamente si los incrementos en el precio de las acciones se deben a ganancias económicas reales o bien a posibles ineficiencias en el mercado de capitales, algunos estudios han analizado el efecto que en las variables bursátiles tienen los procesos de fusión que finalmente no llegaron a culminarse como tales³. Sin embargo, como indican los autores anteriormente mencionados, estos estudios se han revelado también incapaces de distinguir entre ganancias económicas reales y posibles ineficiencias en el comportamiento del mercado y, mucho menos, a identificar el origen de dichas ganancias.

En resumen, el enfoque del mercado de capitales para evaluar los resultados de las fusiones presenta, siguiendo a Ballarín *et al.* (1994, p. 57), ciertas limitaciones:

1. Los mercados de capitales no son perfectamente eficientes, por lo que el juicio sobre el éxito de una fusión no puede dejarse al arbitrio exclusivo del mercado de capitales.
2. Este enfoque se centra en el corto plazo y no suele observar cuál es la situación varios años después de iniciarse el correspondiente proceso de fusión.
3. Los estudios empíricos realizados dentro de este enfoque son normalmente a nivel muy agregado, lo que no permite discriminar bien entre casos individuales.

Por las razones mencionadas, en el apartado siguiente nos ocupamos de abordar los trabajos empíricos que investigan la evaluación de los procesos de fusión de empresas a partir únicamente del análisis de la información económico-financiera de las empresas involucradas en dichos procesos ya que, en general, permiten utilizar períodos de tiempo más largos.

3. ANÁLISIS A PARTIR DE LA INFORMACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA

Los resultados de las investigaciones que hemos mencionado en epígrafes anteriores ponen de manifiesto la conveniencia de someter a un análisis detallado la información económico-financiera de las empresas participantes en operaciones de fusión, fundamentalmente por la posibilidad de utilizar períodos de tiempo más largos que en la metodología empleada en el marco del mercado de capitales.

Los resultados de los trabajos empíricos más representativos de este enfoque muestran, con carácter general, que las operaciones de fusión conllevan un ligero impacto negativo y, en el mejor de los casos, neutral, en la rentabilidad de las empresas fusionadas, lo que avala la hipótesis manejada por algunos autores de que las fusiones se llevan a cabo por otras razones, como pueden ser las contempladas dentro de la *Teoría gerencial (Managerial Theory)* y sus variantes, a las que anteriormente hemos aludido.

Así, por ejemplo, para el Reino Unido, Singh (1971) concluye que, al menos para la mitad de los casos analizados, hubo una clara disminución en la rentabilidad después de que la fusión tuviera lugar. También Meeks (1977) encuentra que la rentabilidad disminuye para la mayoría de las empresas en el año siguiente a la fusión. En un estudio posterior Kumar (1984) corrobora las conclusiones anteriores, si bien sus resultados son menos concluyentes.

En cualquier caso, la mayoría de los trabajos empíricos realizados emplean variables de rentabilidad, si bien, como ya señalamos, en los últimos años se ha detectado una clara tendencia a favor de variables de flujos de caja. En cuanto a la metodología utilizada en estas investigaciones pueden mencionarse claramente dos alternativas, aunque con el mismo objetivo. La primera, evalúa el éxito de la fusión comparando la situación de las empresas fusionadas con la de los años posteriores a la misma. La segunda, analiza el resultado de dichos procesos comparando la situación de las empresas fusionadas con respecto a una muestra de empresas no fusionadas. En los epígrafes siguientes vamos a tratar detalladamente todos estos aspectos, para finalizar con el estudio de casos individuales que, como es lógico, permite obtener mayor profundidad en el análisis.

3.1. CIFRAS DE RESULTADOS VERSUS FLUJOS DE CAJA

Los trabajos empíricos que evalúan los resultados de los procesos de fusión tomando de referencia información económico-financiera han utilizado en la mayoría de los casos variables de rentabilidad, detectándose únicamente en los últimos años el empleo de indicadores que tienen en

³ Evidentemente, la corrección a la baja en el precio de los títulos de las fusiones que finalmente no se llevan a cabo puede deberse a la pérdida de la prima que hubieran cobrado los accionistas de las empresas objetivo y que fue ya anticipada por el mercado en el momento del anuncio de la fusión.

cuenta los flujos de caja generados por la empresa. Vamos a analizar a continuación las ventajas e inconvenientes que presentan estos dos grupos de indicadores para evaluar los resultados de las fusiones y adquisiciones de empresas.

A) El análisis que toma como base *variables de rentabilidad* se ha centrado fundamentalmente en la rentabilidad económica por ser éste un indicador más relevante que la rentabilidad financiera, ya que el objetivo de este último indicador es reflejar únicamente el incremento experimentado en la riqueza de los accionistas. Por tanto, si lo que se quiere es evaluar el éxito o fracaso, en su caso, de la fusión para un conjunto amplio de usuarios, el indicador más apropiado es, sin lugar a dudas, la rentabilidad económica.

Sin embargo, es preciso tener en cuenta que la rentabilidad económica tras una operación de fusión no será comparable directamente con la obtenida con anterioridad a dicha operación para aquellas empresas que utilizan como registro contable el método de compra, puesto que, como indican Healy *et al.* (1992, p. 140), dicho método conduce a niveles más bajos de resultados en los años posteriores a la fusión. Concretamente, la utilización del método de compra tiene las siguientes consecuencias en la rentabilidad económica, que resumimos a continuación:

1. El resultado contable se ve afectado por el impacto de mayores dotaciones a amortizaciones, debido a las revalorizaciones de activos normalmente efectuadas, amortizaciones que afectan también al coste de las ventas. De igual forma, el resultado contable puede verse además afectado por el saneamiento del fondo de comercio, al reconocer el valor inmaterial generado como diferencia entre el precio de adquisición y los valores razonables de los activos y pasivos identificables de la empresa adquirida.

2. El activo total tras la operación de fusión es superior a la suma de los activos totales de las empresas involucradas en estos procesos, como consecuencia normalmente de la revalorización de activos practicada.

Para solucionar la heterogeneidad existente entre la rentabilidad económica antes y después de la fusión, caso de haber utilizado para el registro el método de compra, Sierra y Monterrey (1991, p. 955) proponen corregir la rentabilidad económica de la forma siguiente:

$$RE = \frac{BN + C(1-t) + @(1-t) + g}{AT - R}$$

siendo

RE rentabilidad económica de la combinación resultante

BN beneficio neto

C ajuste del coste de las ventas

@ amortización correspondiente a la revalorización de activos

t tipo del impuesto sobre beneficios

g amortización del fondo de comercio positivo

AT activo total de la empresa resultante

R importe de la revalorización de activos

De este modo, estos autores eliminan el efecto sobre el resultado de la amortización consecuencia de la revalorización de activos, considerando su efecto impositivo, así como la amortización del fondo de comercio positivo, cuando éste no sea gasto fiscalmente deducible, como ocurría con la legislación vigente en ese momento. Al mismo tiempo, tratan de eliminar el efecto que sobre el coste de las ventas tiene la utilización del método de compra para registrar la operación de fusión. Con respecto al activo total, éste se corrige eliminando el importe de las revalorizaciones efectuadas. Evidentemente, si la empresa en cuestión hubiera utilizado para el registro el método contable de unión de intereses, los ajustes anteriormente citados no serían aplicables.

De esta propuesta, aunque valiosa, existen, en nuestra opinión, aspectos puntuales que no compartimos, algunos de los cuales están motivados por la entrada en vigor del Capítulo VIII del Título VIII relativo al «Régimen especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores» de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades. Vamos a comentar brevemente estos aspectos:

En primer lugar, coincidimos con Mora y Pardo (1996, p. 49), en que no resulta factible considerar el posible efecto de la fusión sobre el coste de ventas, puesto que resulta muy difícil su valoración por parte de un analista externo a la empresa.

En segundo lugar, debemos recordar que, dentro del régimen de diferimiento previsto en el mencionado Capítulo VIII, la valoración fiscal a aplicar a los bienes recibidos ha de ser por los mismos valores que tenían en la sociedad transmitente antes de realizarse la operación, es decir, por sus valores contables históricos. Ello supone la conservación en las sociedades receptoras del valor de los elementos patrimoniales transmitidos, a efectos fiscales.

En consecuencia, en el caso de afloración contable de plusvalías, debido a la existencia de sociedades calificadas contablemente como adquiridas y que fiscalmente se opte por el diferimiento, la diferencia entre el valor convenido por las partes y el valor contable histórico de los elementos recibidos, multiplicada por el tipo impositivo, se habrá registrado ya como un pasivo fiscal, es decir, como un impuesto diferido, o como un impuesto anticipado, si de minusvalías se tratase.

Ello implica que tanto la amortización correspondiente a la revalorización de activos, como el saneamiento del fondo de comercio positivo, no tendrán efecto impositivo, al no estar reconocidos a efectos fiscales. El mismo razonamiento es aplicable en el caso de que el fondo de comercio sea negativo, en cuyo caso lo que se habrá registrado a la recepción del patrimonio de las sociedades adquiridas es el correspondiente activo fiscal.

En cualquier caso, el empleo de la rentabilidad económica como instrumento de análisis de los resultados de fusión no ha estado exento de críticas. Así, Belcher (1988, p. 8) señala que, si tenemos en cuenta la clásica descomposición de la rentabilidad económica entre el margen sobre ventas y la rotación de activos, podría darse el caso de empresas que presentarían una elevada rotación debido a la reestructuración de las inversiones como consecuencia de la fusión, rotación que, sin embargo, compensaría los bajos niveles del margen con los que trabaja la empresa.

Por las razones anteriores, Sierra y Monterrey (1991, p. 957) se decantan finalmente por el empleo de la variable beneficio por acción, en la medida que es la que mejor refleja el objetivo de creación de riqueza para los accionistas, que es, según su opinión, el que debe presidir la realización de los procesos de fusión. Cómo es lógico, el beneficio neto deberá ajustarse también, con los matices que anteriormente comentamos, para que pueda ser comparable con el existente antes de la operación de fusión.

En cualquier caso, la utilización de una u otra variable, rentabilidad económica o beneficio por acción, dependerá, en nuestra opinión, del propósito que se persiga con el análisis. Evidentemente, si lo que se pretende es evaluar el incremento de riqueza para los accionistas, el beneficio por acción es un indicador muy apropiado, como lo es también el precio de los títulos, si bien eso no implica que los resultados obtenidos en el marco del mercado de capitales tengan que ser coincidentes con los logrados directamente de la información económico-financiera. Si por el contrario, lo que se pretende es inferir el resultado de la fusión para un conjunto más amplio de usuarios, la rentabilidad económica puede ser, a nuestro juicio, un instrumento adecuado.

B) El análisis que emplea *indicadores basados en los flujos de tesorería* intenta mitigar el impacto que supone la elección del método contable de registro de la operación de fusión. Como ya indicamos, resulta difícil, si se ha utilizado el método de compra, poder comparar variables de rentabilidad antes y después de un proceso de fusión, lo que otorga a las variables de flujos de tesorería una especial relevancia en el propósito que ahora nos ocupa.

Al mismo tiempo, la utilización de variables de flujos de tesorería pretende eliminar el efecto que tiene la forma de financiar la operación, ya sea a través de la emisión de deuda, la entrega de acciones o en efectivo. Si, por ejemplo, una adquisición se financia con deuda, ya sea total o parcialmente, los beneficios obtenidos serán más bajos que si la misma adquisición se hubiera financiado abonando el importe de la operación mediante la entrega de acciones, puesto que el resultado que normalmente se utiliza es después de deducir los gastos financieros correspondientes.

En este sentido, Haley *et al.* (1992) argumentan que, dado que las diferencias existentes en la forma de financiar la operación no suponen diferencias reales en cuanto a la actuación económica de la empresa con posterioridad a la fusión, resulta engañoso comparar variables de rentabilidad entre empresas que han financiado de distinta forma la operación, si tales variables se han calculado después de intereses. Por esta razón, su propuesta se centra en la utilización de variables que recogan los flujos de tesorería procedentes de actividades ordinarias, para así poder prescindir del coste de financiar la operación.

Ha sido en Estados Unidos donde se han llevado a cabo los únicos trabajos que hasta el momento han utilizado variables de flujos de tesorería para evaluar los resultados de fusiones y adquisiciones y, más concretamente, indicadores de los flujos de tesorería generados por las actividades ordinarias. Este es el caso de los trabajos de Kaplan (1989), Smith (1990) y Haley *et al.* (1992).

Así, Kaplan (1989) analiza el resultado de 76 adquisiciones de empresas realizadas por la gerencia (MBOs, *management buy-outs*) durante los años 1980 a 1986, utilizando para ello tres variables de flujos de tesorería: el flujo de tesorería de actividades ordinarias, el procedente de actividades de inversión y el que incluye el total de actividades llevadas a cabo por la empresa. Sus resultados muestran que, a excepción del flujo de caja por actividades de inversión, para las otras dos variables las empresas fusionadas experimentan incrementos significativos tres años después de la adquisición gerencial. También Smith (1990) obtiene resultados similares para una muestra de 58 empresas adquiridas mediante MBOs.

Por su parte, Haley *et al.* (1992) investigan el efecto de las 50 mayores fusiones de empresas llevadas a cabo en Estados Unidos en la primera mitad de la década de los ochenta. Los resultados de este trabajo evidencian una mejora significativa en los flujos de tesorería generados después de la operación de fusión, mejora que no se logra a costa de iniciar un proceso de desinversión en la empresa.

En suma, quizás sean las variables de flujos de tesorería los instrumentos más adecuados para evaluar el resultado de fusiones y adquisiciones, puesto que no se ven afectadas por el método contable utilizado para registrar la operación. Esto las coloca, en nuestra opinión, en una situación de clara ventaja respecto a las variables de rentabilidad, las cuales deben ser objeto de los correspondientes ajustes para garantizar que la comparación que se realiza entre distintos períodos sea homogénea. Además, entendemos que la dificultad de llevar a cabo los citados ajustes por parte del analista externo, puede hacer disminuir la fiabilidad de estas variables.

No todas las opiniones son, sin embargo, coincidentes con la nuestra. Así, Sierra y Monterrey (1991, p. 957) argumentan que el flujo de caja de operaciones ordinarias implica dejar de considerar el coste de financiar la operación, al que antes hemos aludido. Obviamente, lo mismo sucedería si al calcular una variable de rentabilidad tomáramos el beneficio de explotación. Por tanto, si el coste de financiar la operación tiene suma importancia para el analista externo, está claro que las variables a utilizar, ya sean de rentabilidad o de flujos de tesorería, deben tener deducidos los gastos financieros incurridos.

De forma análoga, si lo que se pretende investigar es además el coste fiscal de la operación, de no menos trascendencia, es evidente que las variables deberán calcularse después de intereses e impuestos. Por el contrario, si no interesa ni el coste de financiar la operación, ni tampoco el impacto fiscal de la misma, los indicadores deberán referirse únicamente a las actividades ordinarias o habituales de la empresa.

Por consiguiente, entendemos que la utilización de una u otra variable dependerá del objetivo perseguido en cada caso o, como ya hemos comentado, del tipo de usuario a quien vaya dirigido el análisis. Pero además ¿quién nos dice que la evaluación sobre el resultado de algo tan complejo como es una fusión deba descansar en una única variable?. En nuestra opinión, cualquier análisis que se centre en un único indicador o en un reducido grupo de indicadores será incompleto. Siempre resultará más interesante utilizar distintos indicadores obtenidos de la información económico-financiera, pero planteando su función como complementaria en vez de como alternativa.

En cualquier caso, estimamos que más importante que la variable o conjunto de variables que se utilicen para el análisis es la metodología que se emplee para evaluar los resultados de estos procesos de concentración empresarial. En los dos epígrafes siguientes nos detenemos en la metodología que constituye precisamente la base de nuestra propuesta.

3.2. VALORES MEDIOS DEL SECTOR *VERSUS* EMPRESAS NO FUSIONADAS

Para evaluar, si en promedio, las fusiones suponen ventajas o desventajas con respecto a la situación anterior a la fusión, pueden utilizarse dos diferentes perspectivas. Por un lado, aquella que realiza un estudio de series temporales para comparar la situación de las entidades originales con la correspondiente a las empresas resultantes en los años siguientes a la fusión. Por otro, la que lleva a cabo un estudio de corte transversal enfrentando los indicadores de las empresas fusionadas con los de un grupo de entidades no fusionadas.

Vamos a explicar seguidamente en qué consiste cada una de estas dos perspectivas, basándonos en la investigación realizada en Apellániz *et al.* (1996) y donde estudiamos los resultados de las principales fusiones entre cajas de ahorro realizadas en nuestro país en 1990.

Para llevar a cabo la citada investigación, dispusimos de las cajas de ahorro que forman la totalidad del sector. La elección del año 1990 se realizó al objeto de que el resultado a finales de 1993, último año cuyos datos estuvieron disponibles al comienzo de este trabajo, reflejase con una cierta perspectiva temporal los efectos, si los hubiera, de dichos procesos. Concretamente, el período de estudio cubrió, tanto el año previo a la fusión como los tres años posteriores, donde estos procesos llevaban ya un tiempo realizados.

En cuanto a las variables utilizadas para analizar los efectos que pudieran derivarse de los procesos de fusión entre cajas de ahorro, nos decantamos por un conjunto amplio de indicadores que cubrieran aspectos tales como la rentabilidad, la gestión, el riesgo o la distribución del resultado. La limitada disponibilidad de información condicionó la utilización de algunos ratios en lugar de otros, como es el caso de aquéllos que utilizan cifras de resultados en vez de sus equivalentes basados en los flujos de tesorería.

Ahora bien, las limitaciones del resultado contable no implicaron ningún problema para nuestro trabajo, dado que en ningún momento llevamos a cabo una comparación directa entre las cifras anteriores y posteriores a la fusión. Concretamente, la evaluación de los efectos de las fusiones se realizó tomando de referencia el valor que presenta cada caja respecto a la media del sector o bien enfrentando los valores de las cajas fusionadas con el grupo de cajas no fusionadas.

A) Evaluación respecto a los valores medios del sector

Al objeto de estudiar cuáles fueron los efectos más significativos que se derivaron de los procesos de fusión, analizamos si el comportamiento de las cajas fusionadas difiere del promedio del sector durante los años que componen el período de estudio. Sin embargo, no incluimos en este análisis el año 1990, debido a que es previsible que las cifras contables se hubieran visto afectadas por las importantes transformaciones acaecidas durante el año de la fusión, provocando que las mismas no fueran comparables con las obtenidas en otros ejercicios.

Un primer inconveniente que se presenta en este análisis es que es preciso obtener los valores que presentaría una entidad teórica resultante de agregar las cajas originales en el año anterior a la fusión, es decir, en 1989. Con esta finalidad, seguimos el procedimiento utilizado por Healy *et al.* (1992) y Clark y Ofek (1994), calculando los valores de cada caja resultante de un proceso de fusión para el año anterior a que éste se produjera, mediante la agregación de los datos de las entidades originales, ponderada por el tamaño de cada una de dichas entidades en la caja resultante.

Como es evidente, la comparación entre determinados indicadores antes y después de un proceso de fusión proporciona una medida de los cambios producidos en tales indicadores y, por consiguiente, de los efectos que se derivan de dicho proceso. Sin embargo, no resulta factible realizar directamente esta comparación, dado que unaparte de las diferencias entre los indicadores antes y después de una fusión puede deberse a la variación en las condiciones económicas e incluso a la prolongación de la situación de las distintas entidades con carácter previo a la fusión. Por tanto, un segundo problema que se presenta en este enfoque es tratar de separar los efectos imputables a los procesos de fusión de aquéllos otros que durante el período de estudio han actuado sobre el conjunto de cajas de ahorro.

Para solucionar este inconveniente, ajustamos todas las variables por la media del sector siguiendo la metodología empleada por Kaplan (1989), Smith (1990), Healy *et al.* (1992) y Clark y Ofek (1994). De esta forma, las variables utilizadas en los contrastes de hipótesis se refieren a los valores que toman las cajas fusionadas con respecto a la media del conjunto de cajas de ahorro, al objeto de recoger para cada año la posición relativa de cada caja con respecto a la media del sector. Por consiguiente, al comparar los indicadores de cada entidad con los del sector se controlan los efectos derivados de la variación en las condiciones económicas que no son atribuibles directamente a los procesos de fusión.

CUADRO 1. EVALUACIÓN RESPECTO A LOS VALORES MEDIOS DEL SECTOR

VARIABLE UTILIZADA	AÑO RELATIVO A LA FUSIÓN			
	-1 ^A	+1	+2	+3
A. MARGEN FINANCIERO/ACTIVO TOTAL MEDIO				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	4,6198	4,2029	4,1071	4,6214
MEDIA SECTOR	5,0171	4,8334	4,7743	4,9682
MEDIA AJUSTADA POR EL SECTOR ^B	-0,3973 ^C	-0,6305	-0,6672	-0,3468
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,1855	0,0939 ^D	0,1378	0,4070
B. BENEFICIO ANTES IMPOTOS/ACTIVO TOTAL MEDIO				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	0,9017	1,1143	1,0557	0,9314
MEDIA SECTOR	1,2118	1,2095	1,2062	1,0649
MEDIA AJUSTADA POR EL SECTOR	-0,3101	-0,0952	-0,1505	-0,1335
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,0993 ^D	0,5240	0,2228	0,5196
C. OBRA SOCIAL/BENEFICIO NETO				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	42,7399	28,9500	29,3000	34,3143
MEDIA SECTOR	30,9735	24,6254	24,7400	27,5798
MEDIA AJUSTADA POR EL SECTOR	11,7664	4,3246	4,5600	6,7345
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,1370	0,2102	0,1235	0,0426 ^E
D. BENEFICIO NETO/Nº EMPLEADOS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	1,9345	3,3629	3,4800	3,6329
MEDIA SECTOR	1,9267	2,4880	2,5632	2,6280
MEDIA AJUSTADA POR EL SECTOR	0,0078	0,8748	0,9168	1,0048
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,9820	0,0685 ^D	0,1149	0,1246
E. COSTES DEL PERSONAL/Nº EMPLEADOS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	4,9752	6,2371	6,8643	7,3757
MEDIA SECTOR	4,2050	5,0023	5,3281	5,9184
MEDIA AJUSTADA POR EL SECTOR	0,7702	1,2348	1,5362	1,4573
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,0319 ^E	0,0257 ^E	0,0159 ^E	0,0813 ^D
F. RECURSOS MEDIOS DE CLIENTES/Nº OFICINAS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	1479,82	1607,33	2115,31	2307,26
MEDIA SECTOR	1047,10	1191,08	1367,37	1547,14
MEDIA AJUSTADA POR EL SECTOR	432,71	416,24	747,94	760,11
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,11	0,30	0,09 ^D	0,11
G. INSOLVENCIAS/INVERSIONES CREDITI. MEDIAS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	1,3861	2,5857	1,2300	1,9043
MEDIA SECTOR	1,4539	2,1464	1,3964	2,0084
MEDIA AJUSTADA POR EL SECTOR	-0,0678	0,4393	-0,1664	-0,1041
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,6748	0,5063	0,4590	0,8316

^a Para el año -1, los valores para cada caja resultante de un proceso de fusión han sido calculados mediante la agregación de las entidades originales ponderada por el tamaño relativo de estas entidades en el resultante.

^b Para cada entidad y año, las variables ajustadas por la media del sector han sido definidas como diferencia entre el valor de cada caja y los valores medios del conjunto de cajas de ahorros. Los valores medios del sector para los años -1, +1, +2 y +3 comprenden 76, 56, 53 y 51 entidades, respectivamente.

^c Los signos [+] indican niveles superiores de las entidades fusionadas con respecto a la media del conjunto de cajas de ahorro y los signos [-] niveles inferiores.

^d Significativamente diferente de cero al 0,10 (contraste bilateral).

^e Significativamente diferente de cero al 0,05 (contraste bilateral).

FUENTE: Apellániz *et al.* (1996, p. 440).

En el cuadro 1 presentamos los resultados del análisis realizado. Para cada variable y año del período de estudio, recogemos la media de las cajas fusionadas, la media del sector, así como la media de las cajas fusionadas ajustada por los valores medios del sector. Para este último caso, los signos [+] indican niveles superiores de las entidades fusionadas con respecto a la media del conjunto de cajas de ahorro y los signos [-] niveles inferiores. Asimismo, el mencionado cuadro recoge los niveles de significación de los estadísticos *t* que permiten rechazar la hipótesis nula de que no existen diferencias con respecto a la media del sector.

En resumen, los resultados obtenidos muestran que a nivel agregado apenas pueden deducirse efectos que puedan ser directamente imputables a los procesos de fusión. Los únicos efectos que merecen destacarse son la atemperación de las diferencias en rentabilidad, desfavorables a las cajas fusionadas, así como el incremento de las diferencias en el ratio que mide la productividad por empleado, favorable a las cajas fusionadas, que se acentúan, en ambos casos, conforme nos alejamos del año de la fusión. Otra alternativa para estudiar los efectos de las fusiones consiste en enfrentar los valores de las entidades fusionadas, no con los valores medios del sector, sino únicamente con el grupo de cajas no fusionadas. Este es el análisis que presentamos a continuación.

B) Evaluación respecto a las empresas no fusionadas

El análisis que hemos presentado en el apartado anterior evalúa los efectos de las fusiones entre cajas de ahorro tomando como referencia los valores medios del conjunto de entidades que componen la totalidad del sector. No obstante, dado que al calcular los valores medios del sector, las cajas fusionadas representan una parte muy importante de este colectivo, cabía esperar que pudieran obtenerse resultados más significativos enfrentando las cajas fusionadas únicamente con el grupo de entidades no fusionadas.

Por las mismas razones a las que hemos aludido anteriormente, no incluimos el año 1990 dentro del período de estudio. Por otra parte, y a diferencia del análisis precedente, aquí no es necesario agregar las entidades originales que intervienen en un proceso de fusión en el ejercicio anterior a que éste se llevó a cabo, ya que el objetivo no es estudiar los cambios producidos durante los años que componen el período de estudio. En este enfoque, sin embargo, se hace preciso eliminar aquellas entidades que con posterioridad a 1990 han participado en un proceso de fusión para evitar los sesgos que pudiera derivar su inclusión.

Con el fin de estudiar los efectos de los procesos de fusión y profundizar, por consiguiente, en los resultados obtenidos anteriormente, empleamos tests estadísticos, tanto paramétricos como no paramétricos, que nos permitieran determinar si existían diferencias en la distribución mues-

tral de las variables utilizadas entre los dos grupos de cajas, es decir, entre las cajas que habían intervenido en un proceso de fusión y las que no. Concretamente, utilizamos un test paramétrico de diferencia de medias para muestras no relacionadas y el test no paramétrico de Mann-Whitney.

Los resultados de estos contrastes quedan recogidos en el cuadro 2. En él se muestran para cada año de estudio la media de las variables utilizadas para cada grupo de cajas de ahorro, así como los niveles de significación que permiten rechazar la hipótesis de que no existen diferencias entre el grupo de cajas fusionadas y el de no fusionadas.

En síntesis, los resultados son similares a los obtenidos en el análisis que evalúa los efectos de las fusiones respecto a los valores medios del conjunto de cajas de ahorro. De ellos se desprende únicamente una aminoración de las diferencias en rentabilidad, favorables en todo el período analizado a las entidades no fusionadas, así como un incremento de las diferencias en la productividad por empleado, favorable a las cajas fusionadas, a partir de la fusión. Para el resto de indicadores donde se observan diferencias significativas entre los dos grupos de cajas, no puede deducirse que estas diferencias sean atribuibles a las fusiones, dado que las mismas ya existían previamente a que tales procesos se realizaran.

3.3. ESTUDIO DE CASOS INDIVIDUALES

Los resultados a nivel agregado que hemos comentado en el epígrafe anterior ponen de manifiesto la conveniencia de realizar un seguimiento individualizado de los diferentes procesos de fusión al objeto de obtener mayor profundidad en el análisis. Con esta finalidad, estudiamos en Apellániz *et al.* (1996) la evolución de la posición relativa de cada entidad con respecto al sector, lo que nos permitió precisar para cada indicador, qué fusiones habían resultado positivas, negativas o habían convergido a los valores de las cajas que originariamente las formaron.

Por tanto, puede considerarse que una fusión influye favorablemente en un determinado indicador de una empresa si al fusionarse ha mejorado su posición relativa respecto al sector. Para medir la posición relativa utilizamos los percentiles P_i . En primer lugar, ordenamos las cajas según el valor del citado ratio. A la caja más rentable del sector le corresponde el percentil P_{100} , la caja que se encuentre en la mitad tiene el percentil P_{50} o mediana y la menos rentable presenta el percentil P_0 . Una sencilla proporción nos permitió calcular el percentil correspondiente para cada caja.

CUADRO 2. EVALUACIÓN RESPECTO A LAS EMPRESAS NO FUSIONADAS

VARIABLE UTILIZADA	AÑO RELATIVO A LA FUSIÓN			
	-1	+1	+2	+3
A. MARGEN FINANCIERO/ACTIVO TOTAL MEDIO				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS ^A	4,6388	4,2029	4,1071	4,6214
MEDIA CAJAS NO FUSIONADAS ^B	5,0000	4,7858	4,8219	5,0050
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,1036	0,0852 ^C	0,0359 ^D	0,2211
ESTADÍSTICO MANN-WHITNEY (P-VALUE)	0,1204	0,1478	0,0563 ^C	0,3317
B. BENEFICIO ANTES IMPTOS/ACTIVO TOTAL MEDIO				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	0,9541	1,1143	1,0557	0,9314
MEDIA CAJAS NO FUSIONADAS	1,3103	1,2797	1,2869	1,1572
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,0537 ^C	0,4553	0,2456	0,3134
ESTADÍSTICO MANN-WHITNEY (P-VALUE)	0,0245 ^D	0,3656	0,2112	0,3743
C. OBRA SOCIAL/BENEFICIO NETO				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	45,3157	28,9500	29,3000	34,3143
MEDIA CAJAS NO FUSIONADAS	26,9189	23,0806	23,0286	25,0519
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,0297 ^D	0,0705 ^C	0,0531 ^C	0,0529 ^C
ESTADÍSTICO MANN-WHITNEY (P-VALUE)	0,0074 ^E	0,1774	0,0704 ^C	0,0213 ^D
D. BENEFICIO NETO/Nº EMPLEADOS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	1,9124	3,3629	3,4800	3,6329
MEDIA CAJAS NO FUSIONADAS	2,1019	2,5922	2,5781	2,6342
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,6315	0,2011	0,1331	0,1135
ESTADÍSTICO MANN-WHITNEY (P-VALUE)	0,3407	0,0902 ^C	0,0966 ^C	0,1034
E. COSTES DEL PERSONAL/Nº EMPLEADOS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	4,7447	6,2371	6,8643	7,3757
MEDIA CAJAS NO FUSIONADAS	4,0769	4,8472	5,0683	5,6275
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,0049 ^E	0,0156 ^D	0,0072 ^E	0,0460 ^D
ESTADÍSTICO MANN-WHITNEY (P-VALUE)	0,0072 ^E	0,0021 ^E	0,0011 ^E	0,0063 ^E
F. RECURSOS MEDIOS DE CLIENTES/Nº OFICINAS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	11337,89	1607,33	2115,31	2307,26
MEDIA CAJAS NO FUSIONADAS	969,02	1163,33	1269,27	1420,26
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,03 ^D	0,28	0,06 ^C	0,07 ^C
ESTADÍSTICO MANN-WHITNEY (P-VALUE)	0,14	0,13	0,01 ^D	0,03 ^D
G. INSOLVENCIAS/INVERSIONES CREDITI. MEDIAS				
MEDIA CAJAS FUSIONADAS	1,3858	2,5857	1,2300	1,9043
MEDIA CAJAS NO FUSIONADAS	1,4419	2,0319	1,3486	1,8667
ESTADÍSTICO T (P-VALUE)	0,7158	0,4158	0,6794	0,9208
ESTADÍSTICO MANN-WHITNEY (P-VALUE)	0,7887	0,7797	0,7297	0,8693

a Las cajas de ahorro fusionadas comprenden 17 entidades en el año -1 y 7 en el resto de años analizados.

b Las cajas de ahorro no fusionadas comprenden 36 entidades en todos los años del período de estudio, dado que se han eliminado aquellas entidades que han intervenido en algún proceso de fusión en los ejercicios posteriores a 1990.

c Significativo al 0,10 (contraste bilateral).

d Significativo al 0,05 (contraste bilateral).

e Significativo al 0,01 (contraste bilateral).

FUENTE: Apellániz *et al.* (1996, p. 444).

Así, consideramos varias posibles situaciones para una fusión según su evolución haya sido positiva, negativa o haya convergido a una situación intermedia entre las cajas que la formaron. Si la caja resultante de la fusión está situada en 1993 en un percentil superior (inferior) a los que ocupaban las entidades que la integraban en 1989, puede decirse que la fusión ha resultado positiva (negativa) para dicho ratio. Si el percentil que ocupa la caja en 1993 es intermedio entre los percentiles de las cajas de 1989, puede decirse que la entidad resultante ha convergido.

Para ello, nos inspiramos en el trabajo de Argenti (1976), que en un contexto diferente, la quiebra de las empresas, trató de estudiar las causas de porqué una empresa quebraba. En su trabajo estableció teóricamente que existen varios tipos de quiebra, conocidas como las trayectorias de Argenti. Evidentemente, también en este análisis debe tenerse en cuenta el diferente tamaño de las cajas que participaron en un proceso de fusión. Por esta razón, calculamos para 1989 el percentil de la caja teórica resultante de agregar las cajas que se fusionaron en 1990, ponderado por el tamaño de cada una de estas entidades en la resultante.

Para realizar un análisis más detallado de las fusiones, optamos posteriormente por aplicar una técnica univariante, concretamente la de los diagramas de caja. Para construir un diagrama de caja, en primer lugar, se ordenan los datos de la muestra y se obtienen el valor mínimo, el máximo y los percentiles P_{25} , P_{50} y P_{75} , que contienen el 25%, 50% y 75% de los datos, respectivamente.

A continuación, se dibuja un rectángulo cuyos extremos son P_{25} y P_{75} indicando la posición de la mediana, P_{50} , mediante una línea horizontal. Seguidamente se calculan unos límites admisibles inferior y superior, L_i y L_s , a partir de los cuales se identifican los valores atípicos. Posteriormente, se dibujan dos líneas verticales que van desde cada extremo del rectángulo central hasta dichos límites L_i y L_s . Finalmente, se identifican todos los datos que están fuera del intervalo (L_i, L_s) , marcándolos como atípicos.

En nuestro trabajo, calculamos los diagramas de caja para cada uno de los ratios financieros y para cada uno los cinco años que forman el período de estudio. Sobre ellos señalamos la situación de las cajas de ahorros en 1989, es decir, antes de la fusión y la evolución de la entidad resultante desde 1990 hasta 1993. En el cuadro 3 reproducimos los diagramas de caja correspondientes al ratio de rentabilidad para algunas de las fusiones más relevantes.

En síntesis, el análisis de la posición relativa de cada una de las entidades antes y después de la correspondiente fusión, nos permitió detectar casos en los que, a pesar de que las cajas habían mejorado en términos absolutos en diversos indicadores, perdían posiciones con respecto al sector. Concretamente, tras la fusión, comprobamos que algunas entidades incrementaron en términos absolutos tanto la rentabilidad como la productividad por empleado; sin embargo, al observar detalladamente la evolución de estas entidades, apreciamos que las mismas habían perdido posiciones dentro del sector del ahorro.

4. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La evaluación de los resultados de las operaciones de fusión constituye un área de especial interés dentro de la investigación empírica, ya que es el éxito de dichas operaciones lo que justifica, en última instancia, la realización de estos procesos de concentración empresarial. Concretamente, son dos los enfoques tradicionalmente utilizados por la investigación empírica para evaluar *a posteriori* los resultados alcanzados en las operaciones de fusión de empresas.

El primero de ellos se apoya en la hipótesis de eficiencia de mercado (HEM), donde se asume que el precio de cualquier título constituye una buena estimación de su valor intrínseco, de ahí que el éxito o fracaso de una fusión pueda inferirse a través de su impacto en el precio de las acciones.

Este enfoque ha gozado de un desarrollo muy importante en los últimos años, puesto que si lo que se trata de medir es el resultado que las fusiones tienen para los inversores en el mercado de capitales, es lógico que sean los precios de mercado de las acciones, o bien las potenciales rentabilidades anormales que pueden obtener los inversores en el citado mercado, las variables objeto de análisis.

De las investigaciones realizadas se deduce que existe un acuerdo casi unánime en que los accionistas de las empresas objetivo obtienen beneficios de estas operaciones, como evidencia la prima que normalmente perciben por vender sus títulos. Estos estudios también muestran que, con carácter general, a los accionistas de las empresas adquirentes les resulta indiferente la fusión, mientras que el efecto conjunto para ambos grupos de accionistas es normalmente positivo.

Estos efectos positivos se atribuyen normalmente a ganancias económicas reales, como efectos sinérgicos favorables u otros similares. Sin embargo, estos estudios se han revelado incapaces de distinguir entre ganancias económicas reales y posibles ineficiencias en el comportamiento del mercado de capitales y, mucho menos, a identificar el origen de dichas ganancias.

Asimismo, los resultados de estas investigaciones ponen de manifiesto la conveniencia de someter a un análisis detallado la información económico-financiera de las empresas participantes en operaciones de fusión, fundamentalmente por la posibilidad de utilizar períodos de tiempo más largos que los que permite la metodología del mercado de capitales.

El segundo enfoque toma como punto de referencia las cifras obtenidas de la información económico-financiera publicada por las empresas, siendo los ratios de rentabilidad las variables más utilizadas, si bien en los últimos años detectamos una clara tendencia a emplear ratios que incluyen variables de flujos de tesorería, dadas las limitaciones que presenta el resultado contable cuando es posible registrar las fusiones de empresas con dos métodos contables alternativos.

Evidentemente, el análisis que emplea indicadores basados en los flujos de tesorería intenta mitigar el impacto que supone la adopción de un método concreto para contabilizar la combinación empresarial. Como es lógico, las variables de flujos de tesorería no se ven afectadas por mayores dotaciones a amortizaciones, consecuencia de la posible revalorización de activos, ni tampoco por el saneamiento del fondo de comercio surgido al registrar contablemente la operación por el método de compra, lo que las otorga una especial relevancia a la hora de evaluar los resultados de estos procesos.

Como conclusión, quizás sean las variables de flujos de tesorería los instrumentos más adecuados para evaluar el resultado de las fusiones y adquisiciones de empresas, puesto que las mismas no se ven afectadas por el método contable utilizado para registrar la operación. Esto las coloca, en nuestra opinión, en una situación de clara ventaja respecto a las variables de rentabilidad, las cuales deben ser objeto de los correspondientes ajustes para garantizar que la comparación que se realiza entre distintos períodos sea homogénea.

En cualquier caso, entendemos que la utilización de una u otra variable dependerá del objetivo perseguido en cada caso o del tipo de usuario a quien vaya dirigido el análisis. Pero además ¿quien nos dice que la evaluación sobre el resultado de algo tan complejo como es una fusión deba descansar en una única variable?. En nuestra opinión, cualquier análisis que se centre en un único indicador o en un reducido grupo de indicadores será incompleto. Siempre resultará más interesante utilizar distintos indicadores obtenidos de la información económico-financiera pero planteando su función como complementaria, en vez de como alternativa.

Asimismo, estimamos que más importante que la variable o conjunto de variables que se utilicen para el análisis es la metodología que se emplee para evaluar los resultados de estos procesos de concentración empresarial. A este respecto, opinamos que tanto la utilización de los valores medios de sector como el empleo de los indicadores de las empresas no fusionadas pueden ser útiles para este propósito. Y todo ello sin olvidar la posibilidad de llevar a cabo estudios de casos individuales que siempre permiten obtener mayor profundidad en el análisis.

CUADRO 3. DIAGRAMAS DE CAJA DEL RATIO «BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS SOBRE ACTIVO TOTAL MEDIO»

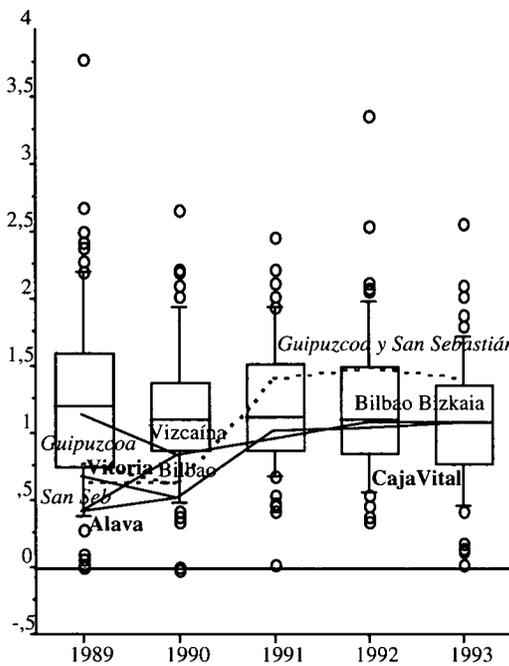


Figura 1.a

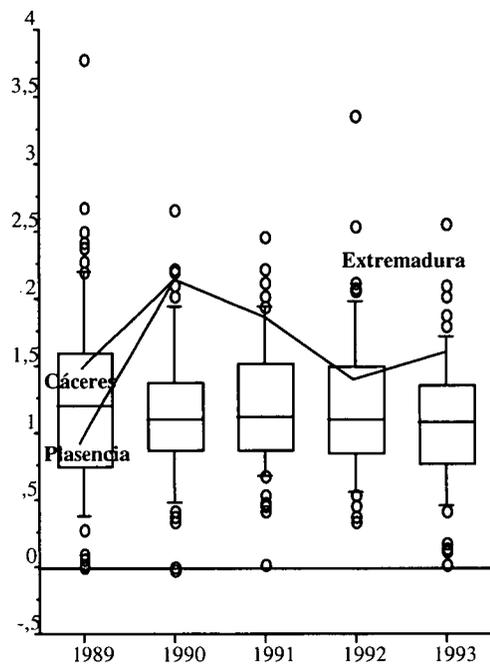


Figura 1.b

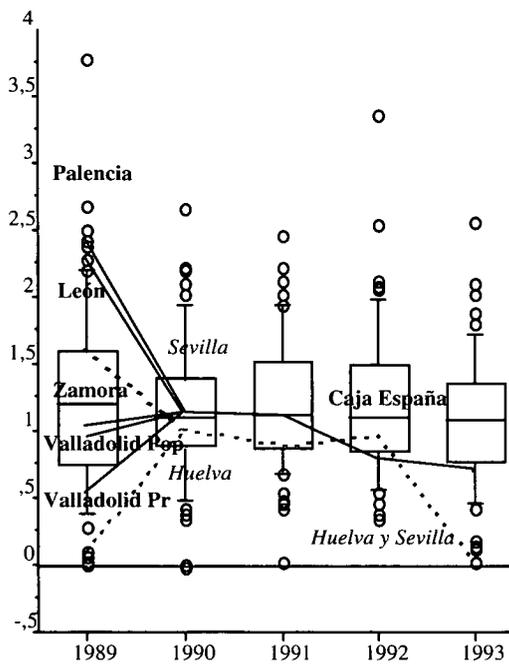


Figura 1.c

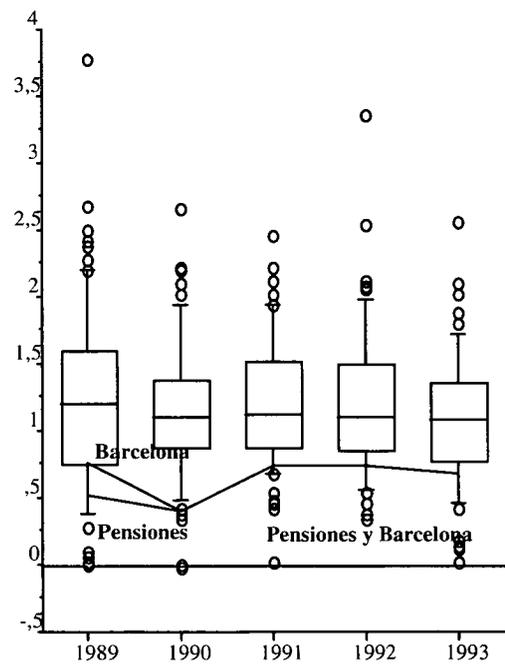


Figura 1.d

FUENTE: Apellániz et al. (1996, p. 453).

BIBLIOGRAFIA CITADA

- APELLANIZ, P., C. SERRANO, C. Y T. APELLANIZ (1996): «EVALUACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LAS FUSIONES A PARTIR DE LA INFORMACIÓN CONTABLE». *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD*, ABRIL-JUNIO, PP. 429-458.
- ARGENTI, J. (1976): *CORPORATE COLLAPSE, THE CAUSES AND SYMPTOMS*. MCGRAW-HILL, LONDON.
- ASQUITH, P. (1983): «MERGER BIDS, UNCERTAINTY, AND STOCKHOLDER RETURNS». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, SPECIAL ISSUE, PP. 51-83.
- BALLARIN, E., J. CANALS, Y P. FERNANDEZ (1994): *FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS. UN ENFOQUE INTEGRADOR*. ALIANZA EDITORIAL, MADRID.
- BELCHER, A. (1988): *A REVIEW OF TECHNIQUES USED IN MERGER: EVALUATION*. WORKING PAPER. UNIVERSITY OF KEELE. STAFFORDSHIRE (UK), DECEMBER.
- CHATTERJEE, R. Y G. MEEKS (1996): «THE FINANCIAL EFFECTS OF TAKEOVER ACCOUNTING RATES OF RETURNS AND ACCOUNTING REGULATION». *JOURNAL OF BUSINESS, FINANCE & ACCOUNTING*, JULY, PP. 851-868.

- CLARK, K. Y E. OFEK (1994): «MERGERS AS A MEANS OF RESTRUCTURING DISTRESSED FIRMS: AN EMPIRICAL INVESTIGATION». *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS*, DECEMBER, PP. 541-561.
- DENNIS, D. K. Y J. J. MCCONNELL (1986): «CORPORATE MERGERS AND SECURITY RETURNS». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, JUNE, PP. 143-187.
- DODD, P. (1980): «MERGER PROPOSALS, MANAGEMENT DISCRETION AND STOCKHOLDER WEALTH». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, JUNE, PP. 105-137.
- DODD, P. (1986): «THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL: A REVIEW OF THE EVIDENCE». *THE FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION*, SPRING, PP. 1-7.
- FAMA, E. F., L. FISHER, M. C. JENSEN Y R. ROLL (1969): «THE ADJUSTMENT OF STOCK PRICES TO NEW INFORMATION». *INTERNATIONAL ECONOMIC REVIEW*, FEBRUARY, PP. 1-21.
- FIRTH, M. (1979): «THE PROFITABILITY OF TAKEOVERS». *ECONOMIC JOURNAL*, JUNE, PP. 316-328.
- FIRTH, M. (1980): «TAKEOVERS, SHAREHOLDERS RETURNS AND THE THEORY OF THE FIRM». *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, MARCH, PP. 235-260.
- FOSTER, G. (1986): *FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS*. PRENTICE-HALL INTERNATIONAL, ENGLEWOOD CLIFFS (NEW JERSEY).
- FRANKS, J. R. Y R. S. HARRIS (1989): «SHAREHOLDER WEALTH EFFECTS OF CORPORATE TAKEOVERS: THE UK EXPERIENCE 1955-1985». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, AUGUST, PP. 225-249.
- FRANKS, J. R., J. E. BROYLES Y M. J. HECHT (1977): «AN INDUSTRY STUDY OF THE PROFITABILITY OF MERGERS IN THE UNITED KINGDOM». *JOURNAL OF FINANCE*, DECEMBER, PP. 1513-1525.
- GARCÍA DE VALENCIA, A. J. (1994): *FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS: EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA*. TESIS DOCTORAL. UNIVERSIDAD DE VALENCIA.
- HALPERN, P. (1983): «EMPIRICAL ESTIMATES OF THE AMOUNT AND DISTRIBUTION OF GAINS TO COMPANIES IN MERGERS». *JOURNAL OF FINANCE*, MAY, PP. 297-317.
- HEALY, P. M., K. G. PALEPU Y R. S. RUBACK (1992): «DOES CORPORATE PERFORMANCE IMPROVE AFTER MERGERS?». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, Nº 31, PP. 135-175.
- JENSEN, M. J. Y R. S. RUBACK (1983): «THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL: THE SCIENTIFIC EVIDENCE». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, Nº 3, PP. 5-50.
- KAPLAN, R. S. (1989): «THE EFFECTS OF MANAGEMENT BUYOUTS ON OPERATING PERFORMANCE AND VALUE». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, Nº 24, PP. 217-254.
- KRINSKY, I., W. D. ROTENBERG Y D. B. THORNTON (1988): «TAKEOVERS. A SYNTHESIS». *JOURNAL OF ACCOUNTING LITERATURE*, VOL. 7, PP. 243-279.
- KUMAR, M. S. (1984): *GROWTH, ACQUISITION AND INVESTMENT*. CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS.
- LANGTIEG, T. (1978): «AN APPLICATION OF THREE-FACTOR PERFORMANCE INDEX TO MEASURE STOCKHOLDER GAINS FROM MERGER». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, DECEMBER, PP. 365-383.
- LIMMACK, R. J. (1991): «CORPORATE MERGERS AND SHAREHOLDER WEALTH EFFECTS: 1977-1986». *ACCOUNTING AND BUSINESS RESEARCH*, SUMMER, PP. 239-251.
- MALATESTA, P. H. (1983): «THE WEALTH EFFECT OF MERGER ACTIVITY AND THE OBJECTIVE FUNCTIONS OF MERGING FIRMS». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, SPECIAL ISSUE, PP. 155-181.
- MANDELKER, G. (1974): «RISK AND RETURN: THE CASE OF MERGING FIRMS». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, DECEMBER, PP. 303-335.
- MEEKS, G. (1977): *DISAPPOINTING MARRIAGE: GAINS FROM MERGER*. CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS.
- MORA, A. Y F. PARDO (1996): «ANÁLISIS EX-POST DE FUSIONES Y ADQUISICIONES: UN CASO DE ESTUDIO DEL EFECTO DE LOS PROCEDIMIENTOS CONTABLES EN ESPAÑA». *ANÁLISIS FINANCIERO*, Nº 68, PP. 40-55.
- PARKINSON, C. Y R. DOBBINS (1993): «RETURNS TO SHAREHOLDERS IN SUCCESSFULLY DEFENDED TAKEOVER BIDS: UK EVIDENCE». *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE & ACCOUNTING*, JUNE, PP. 501-520.
- ROLL, R. (1986): «THE HUBRIS HYPOTHESIS OF CORPORATE TAKEOVERS». *JOURNAL OF BUSINESS*, VOL. 50, Nº 2, PART 1.
- SIERRA, G. Y J. MONTERREY (1991): «ANÁLISIS CONTABLE PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES». *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD*, OCTUBRE-DICIEMBRE, PP. 933-963.
- SINGH, A. (1971): *TAKE-OVERS: THEIR RELEVANCE TO THE STOCK MARKET AND THE THEORY OF THE FIRM*. CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS.
- SMITH, A. J. (1990): «CORPORATE OWNERSHIP STRUCTURE AND PERFORMANCE: THE CASE OF MANAGEMENT BUYOUTS». *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, Nº 27, PP. 143-164.