

UN ESTUDIO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

ANA ISABEL FERNÁNDEZ

SILVIA GÓMEZ-ANSÓN

Universidad de Oviedo

Este trabajo analiza la influencia del valor previo de las empresas objetivo y adquirente sobre las ganancias de las adquisiciones. Los resultados muestran la existencia de mayores ganancias cuanto menor es el valor de la empresa objetivo en el año anterior al anuncio de la adquisición. Se proponen distintas explicaciones para la correlación negativa observada. En relación al valor previo de las empresas adquirentes no se encuentra que, éste, influya significativamente en los efectos riqueza observados alrededor del día del anuncio de la adquisición.

Palabras clave: Adquisiciones, ganancias de los accionista, actuación empresarial.

(JEL G34)

1. Introducción

En las últimas décadas la literatura financiera ha tratado de determinar si las adquisiciones de empresas, a través de fusiones o de ofertas públicas de adquisición de acciones, crean valor. Estudios previos, realizados principalmente en los mercados anglosajones, ponen de manifiesto que estas operaciones dan lugar a una reacción positiva y significativa en el precio de las acciones de las empresas objetivo y a

Agradecemos los comentarios realizados sobre versiones anteriores de este trabajo, por los participantes en el "Workshop in Finance" celebrado en Segovia en Julio de 1997, en las XIII Jornadas de Economía Industrial celebradas en Madrid en Septiembre de 1997 y en el "EFMA-FMA European Conference" celebrado en Lisboa en Junio de 1998, así como la ayuda prestada por Gloria Bombín de la CNMV en la recopilación de datos. Especialmente, agradecemos las sugerencias y los comentarios del editor y de dos evaluadores anónimos. Este trabajo ha sido realizado gracias a las ayudas financieras de la Fundación Banco Herrero y de la DGYCIT, proyecto núm. PB93-1082

una reacción no significativa o negativa en el precio de las acciones de las empresas adquirentes (Jensen y Ruback, 1983; Jarrell y Poulsen, 1989). Distintos factores pueden influir en las respuestas del mercado ante el anuncio de las operaciones de adquisición. Entre ellos se cuentan aspectos como el tamaño relativo de las empresas objetivo y adquirente (Asquith, 1983), el medio de pago utilizado (Franks et al., 1988), la competencia en el mercado de control corporativo (Ruback, 1988), o la regulación (Jarrell y Bradley, 1980), junto a características diferenciales de los mecanismos de gobierno de las empresas que intervienen en la adquisición (Bhagat et al., 1990) o su valor de mercado (Lang et al., 1989; Servaes, 1991).

El análisis de la influencia de estos factores sobre las ganancias de las adquisiciones puede ayudar a clarificar sus motivaciones. Estas incluyen las tradicionales sinergias, de tipo operativo, fiscal o financiero, la adquisición con ánimo especulativo de empresas infravaloradas por el mercado (Weston et al., 1990), el propósito de sustituir a directivos de la empresa adquirida con comportamientos oportunistas (Manne, 1965), la persecución de objetivos personales de los directivos de la empresa adquirente (Marris, 1964; Mueller, 1969), o la posible sobrevaloración de los beneficios derivados de la adquisición (Roll, 1986).

Estudios previos en el mercado estadounidense han puesto de manifiesto la existencia de relaciones significativas entre el valor previo de las empresas que intervienen en la adquisición y el efecto que sobre el valor de mercado de estas empresas provoca el anuncio de la operación (Lang et al., 1989; Morck et al., 1989; Servaes, 1991). En este sentido, el objetivo de esta investigación es analizar si se muestran estas relaciones en el incipiente mercado de control corporativo español. Se relaciona, utilizando la muestra de ofertas públicas de adquisición de acciones realizadas sobre empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid durante el periodo 1988-1994, la reacción del mercado de valores en el precio de las acciones de las empresas objetivo, adquirente y unas carteras formadas por ambas empresas, en torno al anuncio de este tipo de operaciones, con su valor de mercado en el año anterior al momento del anuncio. El análisis de estos resultados nos permitirá inferir posibles motivaciones para estas adquisiciones. Las especificidades del mercado de capitales español, similares a las de otros países de Europa continental, con mecanismos de gobierno corporativo internos, aportan características diferenciales a este estudio en relación a trabajos previos centrados en los mercados anglosajones.

En efecto, nuestro país presenta una alta concentración accionarial, una baja capitalización bursátil en términos de PIB, el número de empresas que cotizan en el mercado bursátil no es elevado y, además, el mercado de control corporativo es incipiente, con pocas opas hostiles.

Los resultados obtenidos muestran la existencia de: (i) una relación negativa entre la valoración que el mercado realiza de la empresa objetivo y los efectos riqueza observados alrededor del anuncio de la adquisición; (ii) una relación no significativa entre el valor previo de la empresa adquirente y las ganancias de las adquisiciones. Se discuten posibles explicaciones para la correlación negativa observada entre el valor previo de la empresa objetivo y las ganancias de las adquisiciones. Por una parte, si consideramos el valor empresarial como un indicador de la calidad de la gestión, esta relación podría interpretarse como evidencia de que el mercado premia la adquisición de empresas que presentan una gestión ineficiente. Asimismo, en un entorno de asimetría informativa, los resultados podrían estar indicando que la adquisición, por motivos especulativos, de empresas infravaloradas por el mercado, da lugar a mayores ganancias.

El trabajo se ha estructurado en cinco secciones y un apéndice. En la Sección 2 describimos la base de datos y la metodología empleada. En la Sección 3 presentamos los resultados y en la Sección 4 discutimos posibles explicaciones para estos resultados. Finalmente, en la Sección 5 exponemos las principales conclusiones del estudio.

2. Base de datos y metodología

2.1 Composición y características de la muestra

La base de datos utilizada en nuestro estudio se compone del conjunto de anuncios de ofertas públicas de adquisición de acciones exitosas¹ presentadas sobre empresas que cotizaron en la Bolsa de Madrid durante el periodo 1988-1994. La construcción de la muestra se realiza a partir de la información contenida en el Anuario de la Bolsa de Madrid, así como la proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Se dispone de 74 anuncios de opas que corresponden a 32 empresas adquirentes. La construcción de carteras de empresas objetivo y adquirente conduce a la eliminación de varios casos, por lo que

¹Se entiende por adquisiciones exitosas aquellas en las que se consiguió adquirir alguna acción (Bradley et al, 1988).

las carteras finalmente disponibles son 27. En el apéndice se describen las causas de las reducciones en el número de anuncios.

Las empresas objetivo pertenecen, mayoritariamente, a los sectores de construcción, de inversión mobiliaria, de agricultura y alimentación, químicas y textiles, agua, electricidad y gas, bancos y siderometalúrgicas². Las características principales de esta muestra, que se recogen en los Cuadros A1 y A2 del apéndice, revelan una elevada participación previa de la empresa adquirente en la objetivo, un número reducido de opas hostiles, como corresponde a un sistema de gobierno no orientado hacia el mercado, y que, en la mayoría de los casos, el pago se efectúa en metálico, en vez de a través de un canje accionarioal.

La selección de la muestra de opas se realiza de acuerdo con los siguientes criterios:

- a) No se consideran las opas de exclusión, es decir, aquéllas cuyo objetivo es la exclusión de cotización de la empresa, de acuerdo con el RD 1197/91³.
- b) Las empresas objetivo no estaban suspendidas de cotización en Bolsa cuando se anunció la adquisición.
- c) Las empresas objetivo cotizaban, por lo menos, un año antes del anuncio de la adquisición, ya que en caso contrario, no dispondríamos de suficientes días para realizar la estimación de los parámetros del modelo de mercado.
- d) No existían anuncios de efectos contaminantes alrededor del anuncio de la adquisición, tales como reducciones, o ampliaciones de capital, u operaciones de adquisición previas.

²Se comprobó que los resultados eran similares si se excluían de la muestra las adquisiciones sobre empresas financieras, así como las correspondientes a la reestructuración del sector eléctrico y de Campsa

³El RD 1197/91 de 26 de Julio de 1991 sobre Régimen Jurídico de las ofertas públicas de adquisición de acciones, establece en su artículo 7 la modalidad de opas en caso de exclusión de la negociación, cuándo la CNMV considerara que la exclusión puede lesionar los legítimos intereses de los titulares de valores, debiendo hacerse, en este caso, la oferta vía compraventa. Dadas sus características especiales decidimos excluirlas de la muestra. Comprobamos que, en relación a los efectos riqueza asociados a la adquisición, las empresas objetivo de estas opas se comportaban de manera diferenciada. Las empresas objetivo que recibían una opa de exclusión presentaban rentabilidades anormales negativas (RAC=-2,46%), aunque no estadísticamente significativas ($Z=1,242$), al anuncio de la adquisición. Asimismo, comprobamos que el incluir estas adquisiciones no modificaba el resultado del estudio.

Se eliminaron, además, aquellos anuncios de adquisición de sociedades para las que, durante el periodo de estimación, la cotización de la empresa era altamente infrecuente ya que, en esos casos, las rentabilidades anormales presentaban valores extremos, incluso una vez corregido el efecto de la contratación infrecuente.

2.2 *Valor de la empresa*

Se analiza la influencia del valor de las empresas objetivo y adquirente antes del anuncio de la adquisición en los efectos riqueza asociados a las adquisiciones a través de regresiones lineales múltiples. Como medida del valor empresarial utilizamos la rentabilidad bursátil de la empresa, ajustada del efecto mercado y del efecto sector, definida, respectivamente, como la diferencia entre la rentabilidad bursátil de la empresa (diferencia entre el precio a final de año y al comienzo, dividida por el precio a comienzo de año), ajustada de dividendos y ampliaciones de capital, y la rentabilidad del mercado, o del sector industrial, en el año anterior al primer anuncio de adquisición⁴. La rentabilidad del mercado se define en función del Índice General de la Bolsa de Madrid y la rentabilidad del sector en función de los distintos Índices Sectoriales de la Bolsa de Madrid⁵. Como se observa en el Cuadro 1, aproximadamente la mitad de las adquisiciones se centran en empresas con rentabilidades previas superiores al mercado o al sector, mientras que las empresas adquirentes presentan rentabilidades superiores al mercado, o sector, en aproximadamente un 60% de los casos.

Otras posibles medidas del valor empresarial incluyen medidas contables, como la rentabilidad económica o financiera, o medidas de mercado, como las rentabilidades anormales acumuladas, o el ratio q de Tobin. La utilización de datos de mercado presenta, a nuestro entender, ventajas, ya que permite medir el valor económico de los flujos

⁴Distintos trabajos utilizan esta medida. Ver, por ejemplo, Morck et al (1990). Para otras medidas ver, por ejemplo, Franks y Mayer (1996).

⁵El número de anuncios para los cuáles cotiza la empresa adquirente en la Bolsa de Madrid, y para los que ha sido posible construir las carteras, difiere de la muestra inicial de opas (ver apéndice). Además, existen, tanto empresas objetivo como adquirentes pertenecientes al sector Varios que consideramos muy heterogéneo y, por tanto, no representativo del sector al que la empresa pertenece. Todo ello determina que la muestra de anuncios utilizada en las regresiones varíe, según si se considera el efecto conjunto del valor previo de las empresas objetivo y adquirente, o únicamente el efecto del valor de la objetivo, y según las medidas del valor de mercado utilizadas (rentabilidades bursátiles ajustadas del efecto mercado, o sector). En los Cuadros 3 y 4 se muestran el número de anuncios utilizados en cada caso.

de caja de la empresa. Dentro de las medidas de mercado, Barber y Lyon (1997) demuestran que la utilización de rentabilidades anormales acumuladas en un horizonte temporal largo (1 año, 2 años, 5 años) presenta sesgos y puede conducir a problemas de mala especificación, por lo que no recomiendan su utilización. Además, la medida que utilizamos permite, al descontar la rentabilidad del Índice General de la Bolsa, o la de los respectivos Índices Sectoriales, tener en cuenta el efecto del ciclo económico (efecto del mercado) y el efecto sectorial. Es de destacar, en este sentido, que en distintos trabajos (Morck et al., 1989; Martin y McConnell, 1991) se detecta la existencia de un importante efecto sectorial en las adquisiciones.

CUADRO 1
Rentabilidades ajustadas de las empresas objetivo
y adquirente en el año previo a la opa

Empresa	Referencia	Mediana	Media	Desviación típica	% positivos
Objetivo	Mercado (N=74)	0,00	0,00	0,32	50,00
	Sector (N=71)	-0,06	-0,07	0,27	42,25
Adquirente	Mercado (N=32)	0,12	0,10	0,21	65,63
	Sector (N=27)	0,03	0,03	0,19	61,29

Para comprobar los resultados repetimos las estimaciones utilizando, como indicador del valor empresarial, dos aproximaciones del ratio q de Tobin: el ratio q contable y el ratio de valoración. El ratio q contable se define como la relación entre el valor de mercado de la empresa (suma del valor de mercado de los fondos propios y valor contable de la deuda) y el valor contable de los activos a 31 de diciembre del año anterior al primer anuncio de la adquisición. El ratio de valoración se define como la relación entre el valor de mercado de los fondos propios y su valor contable en la misma fecha. Estos datos se obtuvieron de los datos de cotización suministrados por la Bolsa de Madrid y de la información semestral suministrada por las empresas que cotizan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Diferentes factores pueden ser relevantes en la determinación, tanto de la magnitud de las ganancias totales asociadas a la adquisición, como en su división entre las empresas objetivo y adquirentes. Por ello, en las regresiones que efectuamos incluimos, tanto la participación accionarial previa, como la participación adquirida, de la empresa

adquirente en la objetivo. La participación accionarial previa se define como el porcentaje de acciones poseído antes de la opa por la empresa adquirente en la objetivo. La participación adquirida se define como el porcentaje adquirido a través de la oferta.

La participación accionarial previa, es decir, la adquisición de participaciones significativas por parte de la empresa adquirente antes del anuncio de la adquisición, puede ayudar a superar el problema del polizón que se plantea ante una oferta pública de adquisición de acciones (Grossman y Hart, 1980), ya que los adquirentes, al poseer una fracción sustancial de la empresa objetivo, participarán de las ganancias de ésta cuándo se anuncie la oferta de adquisición, por lo que tendrán incentivos para pagar los costes de búsqueda de información. Además, la presencia previa de grandes accionistas, incrementa la posibilidad de adquisición y disminuye la prima a pagar en la misma (Shleifer y Vishny, 1986). Por ello, la relación esperada entre la participación accionarial previa de la empresa adquirente en la objetivo y las ganancias obtenidas por la empresa adquirente, será de signo positivo (Stulz et al., 1990). Igualmente, si la presencia de grandes accionistas en la empresa objetivo implica unas menores primas, sería de esperar una relación negativa entre la participación previa de la empresa adquirente en la objetivo y las ganancias obtenidas por la empresa objetivo.

La participación adquirida puede influir en las ganancias derivadas de la adquisición. Ello es así, ya que como resultado de la heterogeneidad de las opiniones de los accionistas acerca del resultado de la oferta y la probabilidad de recibir una opa en el futuro, la curva de oferta de acciones será una función creciente del precio (Bradley et al., 1988; Stulz et al., 1990). Como consecuencia de este mayor precio ofertado en la opa, sería de esperar que las ganancias de las empresas objetivo incrementasen con el número de acciones adquiridas, a la vez que disminuyesen las de las adquirentes. Dado que se podría argumentar que la participación adquirida es, al igual que la variable a explicar en las regresiones, el resultado de un equilibrio endógeno, repetimos las estimaciones utilizando el porcentaje de acciones que se persigue adquirir en la opa. Comprobamos que las dos variables están positivamente correlacionadas con un nivel de confianza del 99 por ciento. En este caso, los resultados obtenidos acerca de la influencia del valor de las empresas objetivo y adquirente sobre las ganancias de las adquisiciones no se veían alterados.

Al incluir en las regresiones variables representativas de otros posibles factores que pueden afectar a los efectos riqueza asociados a las adqui-

siones, como son: el tamaño relativo de las empresas implicadas en la adquisición, el carácter relacionado, o no, de la oferta, o el medio de pago utilizado en la oferta, observamos que los coeficientes obtenidos no eran significativos y no incrementaban significativamente el poder explicativo de los modelos, por lo que decidimos no incluir estas variables en los resultados que se muestran en el trabajo⁶.

2.3 Efectos riqueza

Para estimar la riqueza originada por las ofertas públicas de adquisición de acciones para las empresas objetivo, adquirentes y para las carteras de acciones de ambas empresas, analizamos el impacto del anuncio de la adquisición sobre las acciones de las mismas utilizando la metodología de estudio de acontecimientos o sucesos. Elegimos, con este objeto, la utilización de datos de rentabilidades diarias, dadas las ventajas que presenta frente a la utilización de datos de rentabilidades mensuales⁷.

El periodo de estimación elegido es de 180 días, comenzando 200 días antes del día del anuncio del suceso. La posible influencia no deseada de la falta de cotización diaria en alguno de los títulos que componen la muestra, especialmente, en el caso de las empresas objetivo y carteras de empresas objetivo y adquirente (media de 146,5 y 158,2 días, respectivamente, en el periodo de estimación de 180 días)⁸, nos llevó a tratar

⁶ Inicialmente, incluimos un conjunto amplio de posibles variables de control excluyendo, posteriormente, las menos significativas. Sí observamos que la inclusión de la variable ficticia representativa del carácter extranjero de la empresa adquirente incrementaba significativamente las ganancias de las empresas objetivo. Dado que esta variable sólo se podía incluir en las regresiones que se muestran en el Cuadro 4, para facilitar la comparación y que todas las variables incluidas en los Cuadros 3 y 4 fuesen las mismas, decidimos no incluirla. Igualmente observamos que la revisión de la oferta original incrementaba el poder explicativo de los modelos. Esta variable no se incluyó en los resultados que se muestran en los Cuadros 3 y 4, ya que para las empresas adquirentes y las carteras, únicamente se produce una revisión de la oferta original y es por imposición de la CNMV, al conocerse la intención de la empresa adquirente de vender la objetivo posteriormente a otra empresa. Por tanto, en este caso, esta variable no estaría captando el efecto de la oposición del equipo gestor, o de la competencia en el mercado de control corporativo, que tendería a disminuir las ganancias obtenidas por las empresas adquirentes, sino que reflejaría el anuncio de la venta posterior. En efecto, observamos que el coeficiente de esta variable para las empresas adquirentes era positivo.

⁷ Ver Brown y Warner (1980, 1985) para un análisis de los estudios de sucesos que utilizan, respectivamente, datos mensuales o diarios.

⁸ Ver Cuadro A.3. del apéndice. El hecho de que la contratación de la muestra de

de corregir los posibles sesgos derivados de este tipo de contratación infrecuente. En este sentido, el método de contrato a contrato, como adaptación del modelo de mercado, es apropiado para tener en cuenta problemas de contratación menor a la diaria en títulos individuales y es adecuado para una amplia variedad de frecuencias de contratación (Maynes y Rumsey, 1993)⁹. Este método estima el parámetro del modelo de mercado beta basándose en periodos variables y no fijos, dónde cada periodo se define como el intervalo entre dos cotizaciones adyacentes, calculándose la rentabilidad del índice, precisamente, en el mismo periodo, por lo que los parámetros del modelo de mercado se estiman con observaciones parejas. Ante la estructura de nuestra muestra nos pareció aconsejable pues, utilizar, en forma generalizada, el método de contrato a contrato para corregir la no cotización diaria.

El estadístico utilizado para contrastar la hipótesis nula de que la rentabilidad anormal acumulada es igual a cero está basado en los excesos de rentabilidad normalizados (Brown y Warner, 1985; Maynes y Rumsey, 1993). Estos últimos autores demuestran que, para títulos que presentan una elevada contratación no diaria, la distribución de este estadístico paramétrico se desvía de la normalidad, lo que puede llevar a errores en la contrastación de la hipótesis nula. Por el contrario, el estadístico no paramétrico de rangos propuesto por Corrado (1989) presenta una distribución similar a la normal. Para confirmar la robustez de los resultados, repetimos el análisis acerca de la significación estadística de las rentabilidades en exceso utilizando el estadístico no paramétrico de rangos, comprobando que conducía a similares conclusiones.

Como día de anuncio de la oferta de adquisición se utilizó, para las empresas objetivo y para las carteras, el día que aparece la noticia relativa a la adquisición en el diario económico *Expansión*¹⁰, mientras que para la muestra de empresas adquirentes se utilizó el día de la noticia relativa a que, la citada empresa adquirente, iba a adquirir la

anuncios para las empresas adquirentes sea elevada se debe a que son, en su gran mayoría, grandes empresas.

⁹ Diferentes estudios utilizan este método en los estudios de sucesos (Marsh, 1979, Dimson y Marsh, 1986, Marais et al., 1989). Otros métodos para corregir la contratación infrecuente diaria son el de "lumped return" y el de rentabilidad uniforme Ver Eger (1983).

¹⁰ Además, se calcularon las rentabilidades anormales alrededor de un rumor previo sobre una posible opa. Se comprobó en estos casos que las posibles ganancias, caso de haberlas para la empresa objetivo, se perdían posteriormente al no tener lugar la operación en un corto periodo de tiempo.

objetivo. Este día de anuncio se comparó con el día de la presentación, o comunicación oficial, de la oferta de adquisición. El hecho de que el día del anuncio de la opa no coincidiera, en un tanto por ciento estimable de la muestra, con el día de la presentación de la misma, nos llevó a calcular también las rentabilidades anormales en ese momento, ya que la posible incertidumbre acerca de la presentación efectiva, o no, de la oferta, o las condiciones de la misma, podrían llevar a que se produjese una reacción del mercado posterior al anuncio de la adquisición. Sin embargo, en ningún caso, las rentabilidades anormales observadas en el momento de la presentación de la oferta resultaron estadísticamente significativas. Por ello, no extendimos el periodo de la ventana del suceso hasta el día de la presentación de la oferta.

La existencia de una segunda oferta de adquisición, entendiendo por tal, el caso de que cambie la empresa adquirente, o se realice una revisión de la oferta original, debería de incidir en las ganancias/pérdidas derivadas de la adquisición. Para estas empresas, los efectos riqueza se calcularon en una ventana variable del suceso para tener en cuenta la información desvelada al mercado por el anuncio de la segunda oferta¹¹. Esta ventana variable del suceso va, para la empresa objetivo y la cartera de acciones de las empresas objetivo y adquirentes, desde cinco días antes del anuncio de la primera oferta hasta cinco días después del anuncio de la última oferta realizada y, en el caso de las empresas adquirentes, desde cinco días antes del primer anuncio realizado por dicha empresa, hasta cinco días después del anuncio de la última oferta.

Para el cálculo de las ganancias totales asociadas a la adquisición, se construyeron carteras de acciones de la empresa objetivo y adquirente, siguiendo el método de Bradley et al. (1988). Tales carteras de acciones de ambas empresas se construyeron para el total de ofertas dónde cotizaba la empresa objetivo y la empresa adquirente en la Bolsa de Madrid (ver apéndice).

3. Resultados

La existencia de efectos riqueza asociados a las adquisiciones se estima a partir de las rentabilidades anormales que se producen al anuncio

¹¹ Esto ocurrió en un total de cinco anuncios: 1 caso, en el que, posteriormente al anuncio de que la empresa adquirente va a lanzar una opa, se anuncia el lanzamiento de una opa conjunta con otra empresa adquirente, y, 4 casos de revisión de la oferta de adquisición (múltiples ofertas).

de las opas. El Cuadro 2 muestra dichos efectos riqueza en la ventana variable del suceso (-5, +5). Las rentabilidades en exceso que presentan las empresas objetivo indican que éstas obtienen beneficios derivados de las adquisiciones (RAC=15,09%), estadísticamente significativos para un nivel de confianza del 99 por ciento ($Z=10,84$). Para la muestra de empresas adquirentes las rentabilidades en exceso también son positivas, (RAC=0,75%), aunque no estadísticamente significativas, ($Z=0,91$). Estos resultados son similares a los encontrados por Fernández Blanco y García Martín (1995). En cuanto a la riqueza total generada, los resultados reflejan unas rentabilidades en exceso positivas (RAC=1,98%), estadísticamente significativas, con un nivel de confianza del 95 por ciento, ($Z=2,12$), lo que sugiere que, en promedio, las adquisiciones estudiadas fueron incrementadoras de valor.

CUADRO 2
Ganancias de las adquisiciones en la ventana variable del suceso (-5, +5)

Empresas	Rent Acumuladas (RAC, valor%)	Anorm	Z	% positivos	Días en intervalo Media	Desviación típica	Tamaño muestral
Objetivo	15,09		10,84***	81,08	11,68	2,24	74
Objetivo que forman cartera	11,22		5,65***	85,71	11,22	1,35	35
Adquirientes	0,75		0,91	59,38	13,13	8,67	32
Adquirientes que forman carteras	0,69		0,91	58,06	13,19	8,80	31
Carteras totales	1,98		2,12**	62,96	11,30	1,10	27

** Estadísticamente significativo al nivel del 95%

*** Estadísticamente significativo al nivel del 99%

A continuación analizamos la relación entre las rentabilidades en exceso y las rentabilidades bursátiles previas, ajustadas del efecto mercado y sector, de las empresas objetivo y adquirente. El Cuadro 3 muestra los resultados obtenidos. Estos sugieren que las empresas objetivo ganan más cuánto menores son sus rentabilidades previas ajustadas del efecto mercado (Panel A), o sector (Panel B), pues las pendientes son negativas y estadísticamente significativas. En relación a las rentabilidades previas de las empresas adquirentes, las pendientes, aunque no estadísticamente significativas, son positivas (Paneles A y B).

Para las empresas adquirentes, los resultados sugieren que, únicamente la consideración de las rentabilidades previas, ajustadas del efecto mercado, de la empresa objetivo puede tener algún significado (Panel A). Esta relación es negativa, indicando que la adquisición de empre-

sas con rentabilidades inferiores a la del mercado es incrementadora de valor para estas empresas.

En las ganancias de las carteras influye significativamente el valor de las rentabilidades previas de la empresa objetivo, ajustadas del efecto mercado y sector (Paneles A y B). Sin embargo, no influyen significativamente las rentabilidades previas de las empresas adquirentes.

CUADRO 3

Los efectos riqueza asociados a las adquisiciones y las rentabilidades bursátiles de la empresa objetivo y adquirente en el año anterior al anuncio de la adquisición

Panel A: Rentabilidades previas ajustadas del efecto mercado

	Empresas objetivo	Empresas adquirentes	Carteras
Constante	0,19 (1,76*)	0,05 (1,51)	0,16 (2,95***)
Rentabilidad empresa objetivo	-0,32 (2,63**)	0,07 (-1,80*)	-0,17 (-3,00***)
Rentabilidad empresa adquirente	0,27 (1,55)	-0,04 (-0,78)	-0,09 (-1,12)
Participación previa	-3,35E-04 (-0,23)	-3,4E-04 (-0,83)	-1,41E-03 (-2,03**)
Participación adquirida	-1,93E-03 (-1,02)	-5,30E-04 (-0,96)	-1,77E-03 (-2,19**)
F	2,17**	1,63	4,01***
R2 ajustado	0,12	0,07	0,32
N	36	32	27

Panel B Rentabilidades previas ajustadas del efecto sector

	Empresas objetivo	Empresas adquirentes	Carteras
Constante	0,19 (1,81*)	0,04 (1,15)	0,12 (2,47**)
Rentabilidad empresa objetivo	-0,55 (-3,52***)	-0,05 (-0,80)	-0,25 (-3,39***)
Rentabilidad empresa adquirente	0,29 (1,67)	0,04 (0,59)	0,08 (0,92)
Participación previa	-5,28E-04 (-0,34)	7,55E-06 (0,01)	-6,73E-04 (-0,98)
Participación adquirida	-2,32E-03 (-1,31)	-8,16E-04 (-1,33)	-1,87E-03 (-2,48**)
F	4,42**	0,87	4,44**
R2 ajustado	0,30	-0,02	0,37
N	33	27	24

Los estadísticos *t* de significación individual de los coeficientes se muestran entre paréntesis

*Estadísticamente significativo al nivel del 90%

**Estadísticamente significativo al nivel del 95%

***Estadísticamente significativo al nivel del 99%

En relación a las variables de control, la evidencia encontrada nos lleva a concluir que: (i) La participación previa de la empresa adquirente en la objetivo no parece que disminuya la prima pagada en la adquisición e incrementa las ganancias obtenidas por las empresas adquirentes, pues la relación de esta variable con las ganancias obtenidas por las empresas adquirentes no es significativa¹². (ii) La participación adquirida por la empresa adquirente en la objetivo no parece apoyar la hipótesis de que el número de acciones que se ofertan a venta en las opas sea una función creciente del precio ofrecido, pues la relación de esta variable con las ganancias de las empresas objetivo y adquirentes no es significativa. La evidencia sugiere, sin embargo, menores efectos riqueza totales cuánto mayor es la participación adquirida¹³.

CUADRO 4

Los efectos riqueza para las empresas objetivo y sus rentabilidades bursátiles en el año anterior al anuncio de la adquisición

	Panel A. rentabilidades previas ajustadas del efecto mercado	Panel B. rentabilidades previas ajustadas del efecto sector
Constante	0,04 (0,53)	0,04 (0,51)
Rentabilidad	-0,23 (-2,89***)	-0,18 (-2,09**)
Participación previa	2,49E-03 (2,20**)	2,92E-03 (2,51**)
Participación adquirida	5,79E-04E (0,48)	2,26E-04 (0,18)
F	5,86***	5,99***
R2 ajustado	0,17	0,18
N	74	71

Los estadísticos *t* de significación individual de los coeficientes se muestran entre paréntesis

*Estadísticamente significativo al nivel del 90%

**Estadísticamente significativo al nivel del 95%

***Estadísticamente significativo al nivel del 99%

Para confirmar la robustez de los resultados analizamos para el conjunto de la muestra de empresas objetivo (74 anuncios) la relación entre los efectos riqueza y sus rentabilidades bursátiles previas. En

¹² La relación de esta variable con las ganancias de las empresas objetivo es positiva y significativa, si se considera el total de la muestra (Cuadro 4), y no significativa si se considera sólo la muestra de empresas objetivo para las cuáles cotiza la adquirente en la Bolsa de Madrid (Cuadro 3) Intentando hallar una razón que explicase este comportamiento encontramos que, al excluir las opas realizadas por empresas extranjeras, los resultados eran similares a los obtenidos en el Cuadro 3.

¹³ Al incluir la variable participación ofrecida (porcentaje de acciones que se persigue adquirir en la opa) en lugar de participación adquirida, el coeficiente de esta variable no resultaba, en ningún caso, estadísticamente significativo.

el Cuadro 4 se observa que los coeficientes son, tanto si consideramos las rentabilidades ajustadas del efecto mercado (Panel A), como del efecto sector (Panel B), negativos y estadísticamente significativos. Los resultados obtenidos confirman, por tanto, que la adquisición de empresas con menores rentabilidades bursátiles incrementa la riqueza obtenida por las empresas objetivo al anuncio de la adquisición.

Repetimos, para la muestra de empresas no financieras, los análisis de regresión, utilizando como medida del valor de la empresa dos aproximaciones del ratio q de Tobin: el ratio q contable y el ratio de valoración. En relación al valor previo de las empresas objetivo, los resultados obtenidos, incluyendo en el análisis variables ficticias sectoriales y las variables de control, indicaban una relación negativa, estadísticamente significativa para un nivel de confianza del 95 por ciento, entre estos dos ratios y las ganancias obtenidas por las empresas objetivo, adquirentes y carteras. En relación al valor previo de las empresas adquirentes, los resultados no eran en ningún caso estadísticamente significativos.

4. Discusión

Los resultados obtenidos parecen por tanto sugerir unos mayores efectos riqueza asociados a la adquisición de empresas con un menor valor empresarial previo. Sin embargo, no parece que el valor previo de la empresa adquirente influya significativamente en las ganancias de las adquisiciones.

La relación inversa observada entre el valor de mercado de las empresas objetivo y las ganancias de las adquisiciones puede tener diversas explicaciones. Por una parte, si se considera la calidad de la gestión empresarial como un determinante importante de la valoración que el mercado realiza de la empresa, una posible interpretación sería que los mercados de capitales premian la adquisición de empresas con una gestión ineficiente. Las ganancias de las adquisiciones reflejarían, en este caso, la creación de valor que se produce por la utilización más eficiente de los recursos empresariales.

Este argumento estaría de acuerdo con la denominada motivación disciplinaria de las adquisiciones que predice que las empresas con comportamientos de tipo oportunista serán objeto preferente de adquisición, produciéndose posteriormente la sustitución de los directivos que no maximizan la riqueza accionarial (Manne, 1965). En este senti-

do, el modelo de Hirshleifer y Thakor (1994) sugiere un mayor ratio de sustitución directiva tras las adquisiciones, pues se estaría transmitiendo una señal al mercado acerca de la existencia de comportamientos discrecionales en la empresa objetivo. Distintos estudios previos en el mercado estadounidense demuestran que tras las adquisiciones aumentan los despidos de cargos directivos (Martin y McConnell, 1991) y disminuye su remuneración (Agrawal y Walkling, 1994). En esta misma línea, Denis et al. (1997) encuentran que la sustitución directiva es significativamente superior en caso de adquisición. Sin embargo, no se puede afirmar que estas adquisiciones redunden en una mayor creación de valor. Martin y McConnell (1991) no encuentran diferencias significativas en los rendimientos anormales obtenidos por los accionistas de empresas objetivo con, y sin cambios, de sus máximos ejecutivos. En la misma dirección apuntan los resultados de Franks y Mayer (1996) en el mercado británico, al mostrar como el sobreprecio ofrecido a los accionistas de empresas objetivo con cambios en el control es similar al caso en que no haya cambios, por lo que concluyen que “esta evidencia no es consistente con el papel disciplinario de las tomas de control”.

Por tanto, la evidencia empírica no es concluyente en relación a esta cuestión. Además, aún asumiendo el papel disciplinario de las opas, debemos ser cautelosos con esta posible interpretación de los resultados. En primer lugar, nuestro trabajo analiza la incidencia sobre las ganancias de las adquisiciones de las rentabilidades bursátiles y de los dos valores proxy del ratio q de Tobin, en el año anterior a la adquisición, por lo que únicamente considera el valor de la empresa en dicho periodo. Así, por ejemplo, en el caso de las rentabilidades bursátiles ajustadas del efecto mercado y sector, sólo se podría hablar de problemas de agencia sorpresa o repentinos, pues los problemas estructurales o anticipados con anterioridad al año ya estarían incorporados en el precio de las acciones. En segundo lugar, para afirmar que las ganancias observadas tienen su origen en el carácter disciplinario de las adquisiciones sería necesario estudiar, tanto si se producen sustituciones de los directivos y miembros del consejo de administración de la empresa adquirida tras la opa, y si dichas sustituciones son consecuencia de un menor valor de mercado previo, como los rendimientos anormales obtenidos por los accionistas de empresas con, y sin cambios, de control.

Es conveniente señalar que la evidencia empírica de los mercados anglosajones no es trasladable, a priori, al caso español con mecanismos

de gobierno predominantemente internos. La concentración accionarial de las empresas españolas es elevada. Así, en nuestra muestra, el porcentaje de participación, previo a la adquisición, de la empresa adquirente en la objetivo, presenta un valor medio de aproximadamente un 35% (Cuadro A1 del apéndice). Este valor medio es sensiblemente superior al que presentan estudios previos para el mercado estadounidense, alrededor de un 10% (Bradley et al., 1988; Stulz et al., 1990). La elevada concentración accionarial observada sugiere una mayor supervisión interna de las actuaciones directivas (Grossman y Hart, 1980), por lo que el recurso a mecanismos de control externo será menos necesario. Además, la incidencia de las adquisiciones hostiles es muy baja, tan solo un 4% (Cuadro A2 del apéndice). Este porcentaje es sensiblemente inferior al observado por Cottner et al. (1997) para el mercado estadounidense (47%), o por Franks y Mayer (1996) para el mercado británico (25%). Estas adquisiciones, en las que el equipo gestor declara su oposición a la oferta y que, por tanto, se realizan sin su previo consentimiento, han sido propuestas en la literatura como típicas operaciones de carácter disciplinario (Morck et al., 1988), aunque la evidencia empírica no siempre corrobora este argumento. Martin y McConnell (1991), en el mercado estadounidense, no encuentran evidencias de diferencias significativas en las ganancias derivadas de las adquisiciones entre muestras de adquisiciones hostiles y amistosas, ni tampoco que el ratio de despido directivo sea mayor en el caso de adquisiciones hostiles. Morck et al. (1988) encuentran, que, tanto las empresas objetivo de adquisiciones hostiles como las de las amistosas, presentan valores de mercado inferiores al sector. En el mercado británico Franks y Mayer (1996) no encuentran que las empresas objetivo de adquisiciones hostiles presenten peores actuaciones previas que las amistosas.

La baja competitividad del mercado de control corporativo español se refleja igualmente en el bajo porcentaje de adquisiciones que reciben múltiples ofertas (4,49%, Cuadro A2 del apéndice). Este porcentaje es también sensiblemente inferior al observado en el mercado estadounidense (28% para Cottner et al., 1997).

Otra posible explicación al comportamiento observado sería que las empresas que, por problemas de información asimétrica u otras ineficiencias valorativas del mercado, están circunstancialmente infravaloradas, son objeto preferente de una opa de carácter puramente especulativo. En tal caso, las ganancias observadas tendrían su origen

en la corrección de dicha ineficiencia valorativa, pues el anuncio de la operación conllevaría un alza en el valor de la empresa. Los problemas de infravaloración mencionados se verían, así, igualmente recogidos en las variables representativas del valor de la empresa utilizadas (rentabilidades bursátiles previas y variables proxy del ratio q de Tobin), por lo que no es posible distinguir, ni decantarnos, a priori, por ninguna de las dos interpretaciones propuestas¹⁴.

En relación a la influencia del valor previo de la empresa adquirente, nuestros resultados difieren de los encontrados por estudios previos en el mercado estadounidense que indican mayores ganancias para las empresas adquirentes con un mayor valor de mercado (Lang et al., 1989; Morck et al., 1990; Servaes, 1991). En un contexto de agencia, teniendo en cuenta las limitaciones ya comentadas en el caso anterior, sería de esperar que los peores gestores realizasen adquisiciones que persiguiesen sus propios objetivos personales, como el intento de comprar tamaño para incrementar su poder y compensaciones económicas (Marris, 1964; Mueller, 1969), el objetivo de realizar inversiones para disminuir el riesgo de la empresa y, por tanto, el de sus ingresos y empleo (Amihud y Lev, 1981), o la realización de adquisiciones con los flujos de caja excedentes de la empresa (Jensen, 1986). Por ello, si se considera el valor empresarial como indicador de la actuación directiva, sería de esperar que las empresas con un menor valor de mercado realizasen, con una mayor frecuencia, estas operaciones no incrementadoras de riqueza. Los resultados obtenidos para el caso español no corroboran este argumento, pues no se observa una relación significativa entre las ganancias de las adquisiciones y las distintas medidas del valor empresarial de la empresa adquirente.

Considerando que los efectos riqueza observados al anuncio de las opas se deben, en parte, a la información comunicada al mercado sobre el valor de las oportunidades de inversión internas de las empresas

¹⁴También podría argumentarse que el valor previo de las empresas refleja, en mayor o menor grado, la anticipación de la adquisición. Las empresas objetivo para las que se hubiese anticipado la adquisición presentarían un mayor valor de mercado antes del anuncio y, por tanto, las ganancias derivadas de la adquisición, estarían ya incorporadas en el precio. Sin embargo, comprobamos que no había efectos riqueza (rentabilidades anormales) estadísticamente significativas en el periodo del pre-anuncio. De hecho, las rentabilidades anormales empiezan a ser estadísticamente significativas en el día -5. Asimismo, comprobamos que no existía una contratación anormal elevada en el año anterior a la adquisición. Por tanto, no parece que el mercado esté reflejando, en el año previo a la adquisición, los efectos riqueza asociados a las opas.

objetivo y adquirente (Lang et al., 1989), los resultados del estudio indicarían que la señal enviada al mercado no depende del valor previo de la empresa adquirente. Ello sería esperable pues, a priori, no existe ninguna razón por la que el mercado pudiese inferir, por ejemplo, que las oportunidades de inversión internas de las empresas son mejores o peores que lo que se esperaba, según se trate de empresas con un mayor o menor valor previo.

5. Conclusiones

El análisis realizado sobre la muestra de ofertas públicas de adquisición de acciones exitosas realizadas en el mercado de capitales español durante el periodo 1988-1994 indica que estas operaciones son incrementadoras de valor, siendo las empresas objetivo las que obtienen una mayor parte de la riqueza generada. Estos resultados están de acuerdo con los obtenidos en estudios previos en Estados Unidos (Jensen y Ruback, 1983; Jarrell et al., 1988), Gran Bretaña (Franks y Harris, 1989), Francia (Eckbo y Langohr, 1989), o Alemania (Bühner, 1991). Cuando se analiza la influencia del valor de las empresas que intervienen en la adquisición sobre los incrementos en el valor de las acciones de estas empresas se observan mayores ganancias cuánto menor es el valor de mercado, en el año anterior al anuncio, de las empresas objetivo. Estos resultados se encuentran en consonancia con la evidencia empírica aportada para el mercado estadounidense por Lang et al. (1989) y Servaes (1991).

Los resultados obtenidos pueden tener diversas interpretaciones. En un contexto de agencia, las empresas donde el mercado detecte problemas de agencia en el año anterior a la adquisición serán objeto preferente de una adquisición incrementadora de valor. En un contexto de asimetría informativa, aquellas empresas infravaloradas serán objeto preferente de una adquisición de carácter especulativo que persiga ganancias derivadas de la vuelta a una valoración correcta. A priori, nos es imposible decantarnos por cualquiera de estas explicaciones. Trabajos futuros que analicen la sustitución del equipo gestor tras las adquisiciones y la influencia sobre dicha sustitución del valor previo de la empresa nos permitirán profundizar en este aspecto de la cuestión.

En relación al valor previo de las empresas adquirentes, no encontramos que éste influya significativamente en las ganancias de las adquisiciones. Estos resultados difieren de los encontrados en trabajos

previos en el mercado estadounidense (Lang et al., 1989; Morck et al., 1990; Servaes, 1991). Si esta evidencia se interpreta en un contexto de agencia, no parece que las empresas con un menor valor de mercado y, por tanto, peor gestionadas, realicen peores adquisiciones. Tampoco parece que la información desvelada al mercado acerca de las oportunidades de inversión internas de las empresas adquirentes dependa de su valor previo.

Apéndice

Construcción y características de la muestra

En relación a la construcción de la muestra, para las empresas objetivo, la muestra de anuncios está compuesta por el conjunto de opas que forman la base de datos (74 anuncios).

CUADRO A1
Características de la muestra en relación a la participación accionarial

Porcentaje de acciones (empresa adquirente en objetivo)	Media	Mediana	Desviación típica
Poseído antes de la opa	35,31	25,37	29,18
Perseguido en la opa	84,37	100,00	24,35
Ofrecido en la opa	49,06	50,05	29,01
Adquirido a través de la opa	34,99	28,09	26,85
Poseído tras la opa	70,30	75,00	24,81

La muestra consiste de 74 adquisiciones exitosas realizadas durante el periodo 1988-1994 sobre empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid. La información se obtuvo de las Memorias Anuales de la Bolsa de Madrid, la CNMV y el diario económico *Expansión*.

Para las empresas adquirentes, la muestra inicial de ofertas públicas de adquisición de acciones para las cuáles, bien la empresa adquirente, o bien su matriz, cotizaba en la Bolsa de Madrid comprende 38 anuncios. Esta muestra inicial de 38 anuncios quedó, al final, reducida a 32 anuncios, ya que:

- a) Por dos veces, sobre cinco anuncios que coincidían temporalmente, la empresa adquirente fue la misma.
- b) En un caso, aunque la empresa adquirente cotizaba, su admisión a cotización se produjo poco antes de la oferta de adquisición y, por ello, no disponíamos de suficientes días para estimar los parámetros del modelo de mercado.
- c) En uno de los casos, la empresa adquirente coincidió con ser, a la vez, empresa objetivo de otra opa, ya que se trataba de una adquisición de tipo indirecto, o sea consecuencia de una participación significativa en cumplimiento del RD 1197/91.

d) De todos los anuncios de adquisición con varios adquirentes, en dos casos cotizaban las dos empresas adquirentes pero, en otro, sólo tres de las cinco empresas adquirentes.

CUADRO A2
Características de la muestra

Característica	Número	Porcentaje
<i>Medio de Pago</i>		
Metálico	53	71,62
Canje	12	16,22
Mixta (combinación canje y metálico)	9	12,16
<i>La empresa adquirente cotiza en la Bolsa de Madrid</i>	38	51,35
<i>Adquisiciones Internacionales</i>	28	37,84
A través de filial nacional	7	9,50
<i>Adquisiciones relacionadas</i>	45	60,81
<i>Adquisiciones de carácter hostil</i>	3	4,05
<i>Adquisiciones con más de un adquirente</i>	4	4,49
<i>Adquisiciones con oferta posterior (múltiples ofertas¹⁶)</i>	4	4,49

La muestra consiste de 74 adquisiciones exitosas realizadas durante el período 1988-1994 sobre empresas que cotizan en la bolsa de Madrid. El medio de pago utilizado en la adquisición se define en función de la forma de pago elegida por la empresa adquirente. Una adquisición es considerada internacional si la empresa adquirente es una empresa extranjera. Una adquisición se define como relacionada si la empresa objetivo y adquirente comparten dos códigos SIC. Se considera una adquisición hostil cuando hay constancia en el diario económico *Expansión* de una oposición a la oferta por parte del equipo gestor de la empresa objetivo. Se considera que hay múltiples ofertas cuando cambia la empresa adquirente o se realiza una revisión de la oferta original.

En el caso de las carteras totales de empresas objetivo y adquirentes, la muestra inicial de 38 anuncios para los que cotizan ambas empresas, quedó reducida finalmente a 27 anuncios, ya que:

- 1) Por dos veces, cinco empresas objetivo fueron adquiridas por la misma empresa adquirente.
- 2) En un caso, coincidió la empresa adquirente con una empresa que a su vez, iba a ser adquirida.
- 3) En un caso, la empresa adquirente comenzó a cotizar poco antes del anuncio de la adquisición, por lo que no fue posible realizar la estimación de los parámetros del modelo de mercado.
- 4) Finalmente, en un caso, la contratación de la cartera total de acciones de la empresa objetivo y adquirente era tan altamente infrecuente que, ésta, sólo cotizó 14 días durante el periodo de estimación, por lo que dio lugar a rentabilidades en exceso extremas.

Además, hay que señalar que cuando se analiza la influencia del valor pre-

vio de las empresas adquirentes sobre las ganancias de las adquisiciones, la muestra de empresas objetivo queda reducida a 36 anuncios. La muestra de anuncios donde cotiza en Bolsa la empresa adquirente asciende a 38 anuncios y sobre esta muestra inicial se eliminaron dos anuncios ya que:

- i) En un caso, la empresa adquirente sale a cotización poco antes de la adquisición, por lo que no existen datos para calcular su valor previo.
- ii) En uno de los casos, la empresa adquirente coincidió con ser, a la vez, empresa objetivo de otra opa, ya que se trataba de una adquisición de tipo indirecto, o sea consecuencia de una participación significativa en cumplimiento del RD 1197/91.¹⁵

CUADRO A3

Estadística descriptiva de la contratación de las empresas objetivo, adquirente y carteras en el periodo de estimación (180 días)

	Días de contratación		Porcentaje de anuncios		
	Mediana	Entre 25% y 50% días	Entre 50% y 75% días	Entre 75% y 100% días	
E. objetivo (N=74)	168	13,51	14,86	71,62	
E. adquirentes (N=32)	180	0,00	0,00	100,00	
Carteras (N=27) ¹⁵	167	4,00	20,00	76,00	

Estimación de las ganancias totales asociadas a la adquisición

La metodología utilizada para el cálculo de las ganancias totales asociadas a la adquisición sigue a Bradley et al. (1988). Se construyeron carteras de acciones de la empresa objetivo y adquirente para el total de ofertas donde cotizaba la empresa objetivo y la empresa adquirente en la Bolsa de Madrid. En los casos en los que una misma empresa adquirente adquiriría varias empresas objetivo, la cartera de acciones se formó con todas las empresas objetivo y la empresa adquirente, y si había varias empresas adquirentes, la cartera se formó con la empresa objetivo y las diversas empresas adquirentes. Estas carteras de acciones de las empresas objetivo y adquirente se ponderaron por el valor de mercado de ambas empresas seis días antes del anuncio de la

¹⁵De estos cuatro anuncios, dos son revisados como consecuencia de la oposición del equipo gestor a la oferta (hostil) y uno como consecuencia de la oposición de un grupo accionista de la empresa objetivo. En este caso, aunque la empresa adquirente sigue siendo la misma, ambas empresas (oferente y competidora) llegan al acuerdo de repartirse posteriormente la participación en la empresa objetivo. El otro anuncio revisado es por imposición de la CNMV.

primera oferta¹⁶, de tal forma que:

$$R_{Tjt} = \frac{W_{oj}R_{ojt} + W_{aj}R_{ajt}}{W_{oj} + W_{aj}} \quad (A1)$$

donde:

R_{Tjt} = Rentabilidad de la cartera de acciones de la empresa objetivo y adquirente del anuncio j en el día t .

W_{oj} = Valor de mercado, seis días antes del primer anuncio, de las acciones de la empresa objetivo menos valor de las acciones de la empresa objetivo en manos de la empresa adquirente.

R_{ojt} = Rentabilidad diaria de la empresa objetivo j en el día t .

W_{aj} = Valor de mercado de las acciones de la empresa adquirente seis días antes del primer anuncio hecho por esta empresa a la empresa objetivo.

R_{ajt} = Rentabilidad diaria de la empresa adquirente j en el día t .

Referencias

- Agrawal, A. y R.A. Walkling (1994): "Executive careers and compensation surrounding takeover bids", *Journal of Finance* 49, pp. 985-1014.
- Amihud, Y. y B. Lev (1981): "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *The Bell Journal of Economics* pp. 605-617.
- Asquith, P. (1983): "Merger bids, uncertainty and stockholder returns", *Journal of Financial Economics* 11, pp.51-83.
- Barber, B.M. y L.D. Lyon (1997): "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics* 43, pp. 341-372.
- Bhagat, S., A. Shleifer y R.W. Vishny (1990): "Hostile takeovers in the 80's: The return to corporate specialization?", *Brookings Papers in Economic Activity*, pp.1-72.
- Bradley, M, A. Desai y E.M. Kim (1988): "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 21, pp. 3-40.
- Brown, S y J.B. Warner (1980): "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics* 8, pp 205-258.
- Brown, S.J. y J.B. Warner (1985): "Using daily stock returns: The case of event studies", *Journal of Financial Economics* 14, pp. 3-31.
- Bühner, R. (1991): "The success of mergers in Germany", *International Journal of Industrial Organization* 9, pp. 513-532.

¹⁶Se utilizó el día -6 ya que las rentabilidades en exceso se acumularon en la ventana del suceso (-5, +5).

- Corrado, C.J. (1989): "A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 385-395.
- Cottner, J.F., A. Shivdasani y M. Zenner (1997): "Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?", *Journal of Financial Economics* 43, pp. 195-218.
- Denis, D. J., D.K. Denis y A. Sarin (1997): "Ownership structure and top executive turnover", *Journal of Financial Economics* 45, pp. 193-221.
- Dimson, E. y P. Marsh (1986): "Event study methodologies and the size effect. The case of U.K. Press Recommendations", *Journal of Financial Economics* 17, pp. 113-142.
- Eckbo, B.E. y H. Langohr (1989): "Information disclosure, method of payment, and takeover premiums. Public and private tender offers in France", *Journal of Financial Economics* 24, pp. 363-403.
- Eger, C.E. (1983): "An empirical test of the redistribution effect in pure exchange mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, pp. 547-572.
- Fernández Blanco, M. y C.J. García Martín (1995): "El efecto de la publicación de una opa sobre la rentabilidad de las acciones", *Revista Española de Economía* 15, pp. 219-240.
- Franks, J.R., R.S. Harris y C. Mayer (1988): "Means of payment in takeovers: Results for the United Kingdom and the United States", en Auerbach, A.J. (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, Chicago.
- Franks, J.R. y R.S. Harris (1989): "Shareholder wealth effects of corporate takeovers, The U.K. experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 225-249.
- Franks, J. y C. Mayer (1996): "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics* 40, pp. 163-181.
- Grossman, S.J. y O.D. Hart (1980): "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", *The Bell Journal of Economics* 11, pp. 42-64.
- Hirshleifer, D. y A.V. Thakor (1994): "Managerial performance, boards of directors, and takeover bidding", *Journal of Corporate Finance* 1, 63-90.
- Jarrell, G.A. y M. Bradley (1980): "The economic effects of Federal and State regulations of cash tender offers", *Journal of Law and Economics* 23, pp. 371-407.
- Jarrel, G.A., J.A. Brickley y J.M. Netter (1988): "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives* 2, pp. 49-68.
- Jarrell, G.A. y A.B. Poulsen (1989): "The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades", *Financial Management* 18, pp. 12-19.
- Jensen, M.C., R.S. Ruback (1983): "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.

- Jensen, M.C. (1986): "The agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
- Lang, L., R.M. Stulz y R.A. Walkling (1989): "Managerial performance, Tobin's q and the gains from successful tender offers", *Journal of Financial Economics* 24, pp. 137-154.
- Manne, H.G. (1965): "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy* 73, pp. 110-120.
- Marais, L., K Schipper y A. Smith (1989): "Wealth effects of going private for senior securities", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 155-191.
- Marris, R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press, Glencoe, Ill.
- Marsh, P. (1979): "Equity rights issues and the efficiency of the U.K. stock market", *Journal of Finance* 34, pp. 839-862.
- Martin, K.J. y J.J. McConnell (1991): "Corporate performance, corporate takeovers and management turnover", *Journal of Finance* 26, pp. 671-687.
- Maynes, E. y J. Rumsey (1993): "Conducting event studies with thinly traded stocks", *Journal of Banking and Finance* 17, pp. 145-157.
- Morck, R., A. Shleifer y R.W. Vishny (1988): "Characteristics of hostile and friendly takeovers", en Auerbach, A. (eds.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Morck, R., A. Shleifer y R.W. Vishny (1989): "Alternative mechanism for corporate control", *The American Economic Review* 79, pp. 842-852.
- Morck, R., A. Shleifer y R.W. Vishny (1990): "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance* 45, pp. 31-48.
- Mueller, D.C. (1969): "A theory of conglomerate mergers", *Quarterly Journal for Economics* 83, pp. 643-659.
- Roll, R. (1986): "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business* 59, pp. 197-216.
- Ruback, R.S. (1988): "Do target shareholders lose in unsuccessful control contests?", en Auerbach, A. (eds.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Servaes, H. (1991): "Tobin's q and the gains from takeovers", *Journal of Finance* 66, pp. 409-419.
- Shleifer, A. y R.W. Vishny (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, pp. 461-489.
- Stulz, R.M., R.A. Walkling y M.H. Song (1990): "The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers", *Journal of Finance* 45, pp. 817-833.
- Weston, J.F., K.S. Chung y S.E. Hoag (1990), *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, New Jersey.

Abstract

This paper analyzes how target and bidder prior market valuation influence takeover gains in the Spanish corporate control market. The results of the study show a negative relation between these gains and the target market value. Different explanations for this negative relation are offered. Regarding bidders market value we do not find evidence of a significant correlation between this variable and takeover gains.

Keywords: takeovers, stockholders returns, firm performance.

Recepción del original, julio de 1997

Versión final, diciembre de 1998