



Munich Personal RePEc Archive

Stock performance and mergers and acquisitions: Evidence for Latin America (2005-2009)

Romero, Hector and Fajardo, Eddy Johanna

Universidad Industrial de Santander, Universidad Autónoma de Bucaramanga

1 July 2015

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/69695/>

MPRA Paper No. 69695, posted 24 Feb 2016 19:20 UTC

Incidencia del desempeño de la acción sobre los eventos de fusiones y adquisiciones en América Latina (2005-2009)

Hector Romero¹
Eddy Johanna Fajardo Ortiz²

RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo determinar si el desempeño de la acción incide en la frecuencia de eventos asociados a fusiones y adquisiciones en América Latina. Para ello, se identifican aquellas empresas que en los países estudiados de la región tuvieron un comportamiento consistentemente pobre (tres años) medido a través de la evolución de su acción. Posteriormente, el decil de empresas con peor desempeño por país, fue comparado con el decil con mejor desempeño, de modo de analizar si existe mayor incidencia de eventos de fusiones y adquisiciones en la muestra de empresas con pobre desempeño. Como conclusión se observa que el mayor número de eventos de fusión y adquisición de la muestra ocurrió con más frecuencia en el decil más bajo, por lo que un desempeño mediocre de la acción incide en la frecuencia de eventos asociados a fusiones y adquisiciones en la muestra estudiada para periodo el 2005-2009 en América Latina.

Palabras clave: Desempeño de la acción, Fusiones, Adquisiciones, América Latina.

Stock performance and mergers and acquisitions: Evidence for Latin America (2005-2009)

ABSTRACT

This study aims to determine whether the stock performance of a company affects the frequency of events associated with mergers and acquisitions in Latin America. In order to determine this hypothesis, companies with a consistently poor stock performance (for a period of three years) were identified for a selected number of countries in the region. Subsequently, companies with the lowest decile, in terms of stock returns were compared with the best performing decile, in order to analyze whether there is a higher incidence of events of mergers and acquisitions in the sample of firms with poor performance. The results showed that the highest number of mergers and acquisitions events occurred more frequently in the lowest decile, so a mediocre performance of the stock of the company affects the frequency of events associated with mergers and acquisitions in the sample studied for the period 2005-2009 in Latin America.

Keywords: Stocks performance, Mergers and acquisitions, Latin America.

¹ Docente ocasional temporal. Escuela de Economía y Administración. Facultad de Ciencias Humanas, Universidad Industrial de Santander (UIS). Dirección: Carrera 27 - Calle 9 Ciudad Universitaria, Facultad de Ciencias Humanas, Bucaramanga, Colombia.

² Docente cátedra. Departamento de Matemáticas y Ciencias Naturales, Universidad Autónoma de Bucaramanga (UNAB). Avenida 42 No 48 - 11 Altos de Cabecera, Bucaramanga - Santander, Colombia.

I. Introducción

En mercados desarrollados y profundos, en donde se presume que se cumple la eficiencia de los mercados, existe evidencia de que un desempeño pobre de la acción consistente en el tiempo de una compañía que cotiza en bolsa, genera ciertos eventos como: fusiones y adquisiciones hostiles, cambios en la gerencia o en la propiedad, o ventas de activos y modificación en la estructura de capital. Estas acciones van encaminadas a que la empresa pueda obtener retornos significativamente mejores después del evento de reestructuración (Bethel y Liebeskind, 1993; Mitchell, Pulvino y Stafford 2004 y Liu y Wu, 2014).

En América Latina, sin embargo, al estar la propiedad concentrada en pequeños grupos, se puede presentar el fenómeno de atrincheramiento (*entrenchment*) donde dada la alta concentración de la propiedad, la gerencia o los dueños extraen rentas internas en perjuicio de los accionistas minoritarios. Esta dinámica, común en la región, presenta el problema de agencia en donde los objetivos de los accionistas mayoritarios y minoritarios están desalineados, en contraposición de la situación clásica en donde el objetivo de ambos grupos es el de maximizar el valor de la organización y crear riqueza. De forma consistente con esta idea, Céspedes et al (2010), demuestra que las empresas con niveles de concentración elevada evitan emitir acciones, ya que no desean compartir los derechos de propiedad sobre la organización.

Además, en América Latina, la emisión de deuda o compras a través de apalancamiento financiero (conocido en la literatura inglesa como *leveraged buyout*) es poco común, lo que reduce la posibilidad de llevar a cabo procesos de fusión o adquisición de empresas. La mayoría de las transacciones suele hacerse por medio de pagos de efectivo. Un nutrido número de investigaciones han examinado el rol del método de pago para medir el desempeño futuro de los adquirentes, encontrándose diferencias significativas entre transacciones en

efectivo y en acciones (Yook, 2003; Harford, 2012; Rodrigues y Stegemoller, 2014 ofrecen un amplio número de antecedentes sobre este punto). En presencia de asimetrías de información, la elección de pago de la gerencia adquirente puede emitir una señal al mercado sobre el verdadero valor de la compañía. Los participantes del mercado suelen interpretar una adquisición o fusión financiada con acciones como negativa sobre el valor de la empresa que adquiere, mientras que las compras con efectivo suelen ser positivas, ya que estas empresas estarían desembolsando liquidez acumulada en exceso.

Otros autores como Hansen (1987) y Agrawal et al (1992) asocian el financiamiento en efectivo en la ofertas de adquisición, cuando la organización que adquiere está subvaluada en el mercado, mientras que las que se financian con acciones (típico en el caso de fusiones) suele darse cuando el adquirente está sobrevalorado. La literatura académica también ha hecho seguimiento al pago de fusiones y adquisiciones de forma mixta. El trabajo de Boone, Lie y Liu (2014), se observa que a inicios del siglo XXI el número de operaciones de fusiones y adquisiciones con pagos mixtos pasó de ser sólo un 10% a un total de 30% a nivel mundial. Por otro lado, el modelo presentado por Stulz (1988), plantea que los gerentes con posiciones de propiedad importante son reacios a diluir su poder de votación y perder el control en la toma de decisiones al emitir acciones.

La fase del ciclo económico en el cual se desenvuelven las empresas también puede influir sobre el número y volumen de las fusiones y adquisiciones. Esto es así, no sólo para las economías de la región, sino también en las economías industrializadas. Durante una fase recesiva de la actividad económica, en promedio, un amplio número de sectores de la economía no se encontrará en condiciones de poder recabar el capital necesario, a lo interno y al exterior de la empresa, para poder llevar a cabo una operación de fusión y/o adquisición. En la fase expansiva de la economía, por el contrario, las condiciones financieras de las organizaciones empresariales, así como el entorno financiero favorable, les

permitirá contar con mayores recursos para adelantar acciones de fusiones y/o adquisiciones.

El presente estudio, se abocará a la tarea de determinar si un desempeño deficiente de una acción, comparado con el resto de las empresas que conforman el mercado bursátil al que pertenece, tiene relación con eventos de fusiones y adquisiciones en la siguiente selección de países de América Latina: Argentina, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. El periodo en estudio se centra en la época en la que ocurrió la crisis económica mundial más severa desde la gran depresión de los Estados Unidos en la década de 1930, lo cual permitirá profundizar sobre el impacto las recesiones sobre los eventos de fusiones y adquisiciones en la región. Para alcanzar los objetivos propuestos, el trabajo se subdivide de la siguiente manera: En la sección II se hace una revisión a la literatura sobre los determinantes de las fusiones y adquisiciones en los países, así como los efectos de un desempeño pobre de la acción sobre las actividades de reestructuración corporativa. En la sección III, se lleva a cabo el análisis de los datos y se presentan los hallazgos del estudio. Por último se ofrecen las conclusiones.

II. Marco teórico

De acuerdo con la teoría económica, una fusión es la unión de dos compañías en una sola entidad. La adquisición, por otro lado, representa la compra de una compañía por otra (bien sea a través de la compra de los activos o de capital accionario). Las fusiones y adquisiciones son eventos comunes en la actividad corporativa moderna, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo.

2.1 Determinantes de las fusiones y adquisiciones

Existe un amplio número de razones que justifican este tipo de acciones. La visión tradicional, expuesta por Hughes (1980), plantea tres motivos principales: Motivo de beneficios, motivo especulativo y motivo gerencial.

Motivo de beneficios

La principal hipótesis para justificar una fusión o adquisición tiene que ver con el aumento de los beneficios; bien sea a través de un aumento en el tamaño de mercado de la empresa (lo que se puede traducir en mayores ventas) o en una reducción de los costos (ver ecuación 1).

$$\Pi = IT - CT \quad (1)$$

Dónde:

Π = Beneficios

IT = Ingresos totales (Precio x Cantidades producidas)

CT = Costos totales

Empresas de mayor tamaño pueden representar barreras de entrada a competidores, ya que cuentan con economías de escala que le permiten mantener costos bajos. Por otro lado, el tamaño y la diversificación pueden reducir los costos de financiamiento del capital. Del mismo modo, en épocas de recesión económicas, las fusiones podrían tener más sentido, ya que su principal objetivo sería reducir los costos y mejorar la eficiencia de la organización.

Motivo especulativo

Otra hipótesis aceptada como determinante para las fusiones y adquisiciones es el motivo especulativo. Uno de los primeros autores en mencionar este argumento fue Gort (1969) quien presenta dos razones por las que compradores y vendedores esperan un incremento en la riqueza como resultado de una fusión. Primero, el valor combinado de los activos de la empresa puede aumentar una vez dada la fusión o se puede asumir que los agentes del mercado tienen diferentes expectativas sobre el comportamiento futuro de las acciones que poseen. Estas expectativas dependen de los niveles de optimismo o pesimismo que se tengan o los métodos de valoración que se utilicen. Si las discrepancias estuviesen caracterizadas por una estimación de mayor valor o riqueza por parte de no-accionistas, mientras que los tenedores de las acciones consideran que no existe una expectativa de mayor riqueza que el valor de mercado ofrecido por las acciones, entonces es posible que ocurra una adquisición.

En la misma hipótesis especulativa, Holderness y Sheehan (1988) y Trautwein (1990), proponen una teoría conocida en la literatura como *corporate raider*, donde *raider* puede ser interpretado como aquel agente que una vez que adquiere una empresa desea obtener el mayor grado de riqueza de la misma. Un mecanismo comúnmente empleado para obtener recursos de la empresa es la práctica conocida como recompra de acciones (*greenmail*). El *raider* adquiere un bloque importante de acciones de la compañía e inmediatamente le exige a la gerencia que recompre esas acciones con una prima superior a la que ofrece el mercado; si la gerencia se rehúsa, el *raider* toma el control de la organización y despide a la gerencia. Bajo esta situación, otra alternativa de obtener riqueza de la empresa es la de establecer elevados salarios (compensaciones excesivas) con respecto a la media de la industria a la que pertenece la empresa.

No existen trabajos empíricos que soporten esta versión, ya que parecería ilógico que los accionistas estén dispuestos a permitir este tipo de medidas que atentan

contra sus rendimientos. Incluso, en aquellos casos donde se ha hecho evidente este tipo de comportamiento se ha determinado que los accionistas han mejorado su posición en términos de riqueza en el largo plazo.

Motivo gerencial

Los principales modelos que encajan dentro de esta justificación sobre las fusiones y adquisiciones son los trabajos de Baumol (1959), Marris (1964), Rhoades (1983) y por último Morck, Shleifer y Vishny (1990). La mayoría de estos modelos plantea que los gerentes tienen como objetivo incrementar los niveles de ventas o maximizar el crecimiento de la empresa y no piensan en la generación de valor de largo plazo a los accionistas; creando así el clásico problema de agencia.

Las fusiones y adquisiciones son formas expeditas de incrementar el tamaño de la organización y la gerencia podría estar dispuesta a sacrificar el valor presente de las acciones de la empresa para incrementar el valor de las ventas o las tasas de crecimiento de la misma. Por lo general, malos gerentes tratarán de adquirir varias empresas, permitiéndole un mayor número de oportunidades de encontrar un nicho en el que se puedan destacar. Si el accionista (el principal) pudiese monitorear o controlar las decisiones de inversión de los gerentes, este tipo de políticas pudiesen ser reducidas de forma considerable. Es evidente, que este motivo está altamente relacionado con los anteriores y es difícil diferenciarlo del motivo especulativo.

El creciente número de eventos de fusiones y adquisiciones entre compañías de distintos países y regiones, también hace pensar que este tipo de eventos le permite a la empresa adquiriente contar con una serie de activos específicos para un mercado que en una primera instancia puede desconocer, así como menores costos de intercambio. Otros motivos, citados en la literatura, están asociados con

la posibilidad de las empresas de dominar un mercado específico o tener acceso a un adelanto tecnológico (Ebner, 2012).

2.2 Desempeño de la acción y reestructuración corporativa

Un pobre desempeño en el rendimiento de las acciones de una empresa comparado con el rendimiento de su industria puede conllevar a una reestructuración corporativa. Entre los principales eventos de reestructuración están las adquisiciones hostiles, ventas de activos, refinanciamiento de deudas, entre otros. Scholten (2005) plantea que dos de los más importantes mecanismos para mitigar los costos de agencia que surgen de la separación entre propiedad y gerencia son las adquisiciones hostiles y las acciones de las juntas directivas.

Kruse y Denis (2000), por su parte, estudiaron la incidencia de estos eventos disciplinarios que reducen el control sobre la organización de los gerentes actuales y las empresas que experimentaron un importante descenso en su desempeño operativo durante un periodo de fuertes adquisiciones hostiles (1985 – 1992); estos autores encontraron que posteriormente al declive en el desempeño operativo, prosigue un periodo de sustanciales acciones de reestructuración corporativa y seguidamente una mejoría significativa en el desempeño operativo. Adicionalmente, Morck, Shleifer, Vishny (1990) encuentran que la probabilidad de una adquisición hostil está inversamente relacionada con el desempeño financiero de la empresa; es decir, a peor desempeño financiero, mayor probabilidad de ser objeto de una adquisición hostil.

III. Análisis de los datos y resultados

La tabla 1 muestra el número total de empresas estudiadas y su respectivo país. Estas 595 empresas fueron extraídas de la base de datos *Economática*. La distribución geográfica de los países estuvo conformada por las siguientes naciones: Argentina, Colombia, Chile, Perú, México y Venezuela para el periodo 2005-2009.

Tabla 1. Descripción de los datos

N°	País	Número de empresas	Porcentaje del total
1	Argentina	90	15%
2	Chile	172	29%
3	Colombia	39	7%
4	México	138	23%
5	Perú	126	21%
6	Venezuela	30	5%
TOTAL		595	100%

Fuente: *Economática*. Elaboración propia

La medida de retorno total de la acción es el indicador financiero a emplear para determinar el comportamiento positivo o negativo de las empresas. Covin, et al (2000) menciona varias razones por las cuales esta variable es un buen indicador del desempeño a largo plazo de las empresas. En primera instancia, debido a que este valor no puede variar de acuerdo a las diferentes reglas de presentación de la información, característica particular que sí tiene la información contable. Adicionalmente, el uso de medidas de desempeño basadas en el retorno de las acciones es consistente con el principio de maximización de beneficios de los accionistas por parte de los directivos. En última instancia, esta variable es un mecanismo explícito para controlar por niveles de riesgo, ya que los inversionistas asignarán un menor valor presente a flujos de caja más riesgosos. La serie de rendimiento de las acciones se obtuvo del sistema de información financiera Bloomberg.

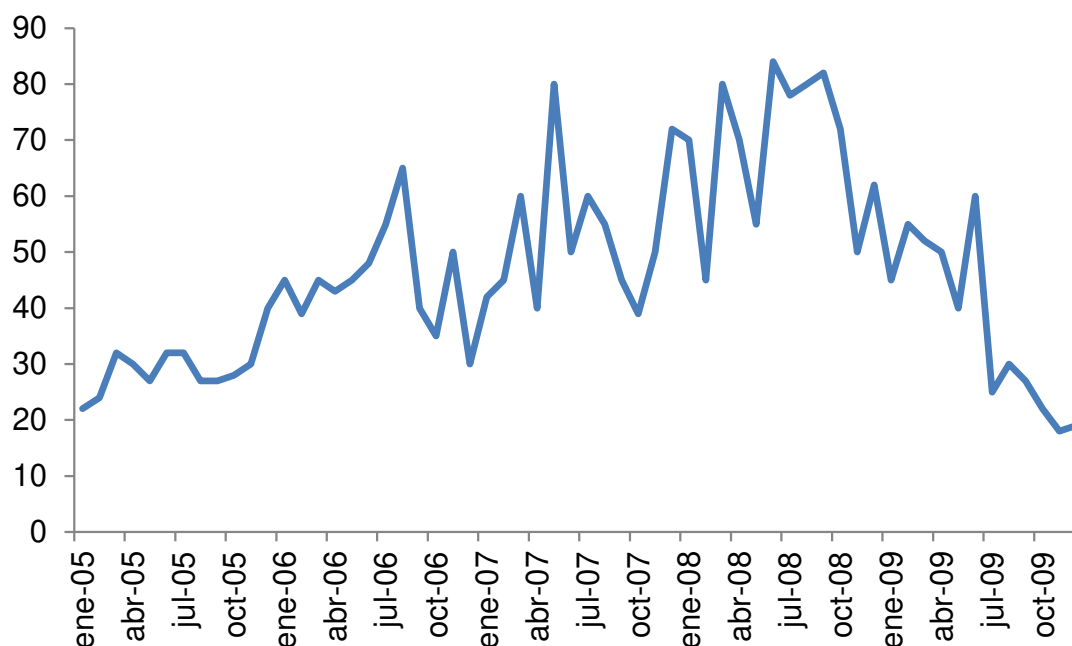
Utilizando la metodología de identificación de un desempeño pobre desarrollada por el Council of Institutional Investors (2008) en Estados Unidos, se identifican aquellas empresas que en los países cubiertos por Economatica han tenido un desempeño consistentemente pobre (tres años) al dividir por deciles³ los rendimientos totales en cada mercado bursátil. Segundo, el decil de empresas con peor desempeño por país, fue comparado con el decil con mejor desempeño por país, de modo de analizar si existe mayor incidencia de eventos de fusiones y adquisiciones en la muestra de empresas con pobre desempeño. Los eventos asociados a fusiones y adquisiciones de la empresa se obtuvieron de la base de datos de Reuters. Seguidamente, se describen y clasifican los eventos de fusiones y adquisiciones de acuerdo con su frecuencia.

3.1 Resultados

El número de fusiones y adquisiciones en América Latina había crecido de forma sostenida en el tiempo previo a la crisis financiera de 2007/2008. La liberalización de los mercados financieros, el aumento de la capitalización de mercado de las principales plazas bursátiles de la región, la estabilidad macroeconómica producto de altos precios de las materias primas, así como convenios de libre comercio, son sólo algunos de los factores que crearon un ambiente favorable para el desarrollo y consolidación de los negocios en esta parte del hemisferio americano. La reducción en la disponibilidad de crédito a bajo costo, a raíz de la crisis financiera mundial que se gestó hacia el año 2007 y la desaceleración de las principales economías, trajo consigo una contracción en el número de tratos de fusiones y adquisiciones en la región (ver gráfico 1).

³ Un decil permite dividir en diez partes iguales a un conjunto de elementos. En este caso, el rendimiento de los acciones.

Gráfico 1. Eventos de fusiones y adquisiciones en América Latina (2005-2009)



Nota: Incluye a toda la región de América Latina.
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Tan sólo en el primer semestre del año 2009, se estimó un promedio mensual de actividades de fusiones y adquisiciones por el orden de 50 acuerdos. Para el mismo periodo del año 2008, este valor se encontraba cerca de 70 operaciones. No obstante, el valor en términos monetarios seguía siendo elevado. Los sectores con mayor movimiento en el año 2008 fueron el de telecomunicaciones, energía, minería y alimentos. Otra característica a destacar en el escenario de fusiones y adquisiciones en la región, durante la crisis financiera mundial, es el relacionado con los actores que participan del mismo. Tradicionalmente, las empresas norteamericanas eran las compradoras principales, sin embargo, se comenzó a sentir la competencia no sólo de sus contrapartes europeas, sino también de diferentes países asiáticos y empresas originarias de otras naciones suramericanas.

A fin de comparar si existen mayor cantidad de eventos de fusiones y adquisiciones si la empresa tiene rendimiento mediocre, para cada uno de los años bajo estudio, se ordenaron todas las empresas de mejor a peor desempeño en el rendimiento sobre el precio de la acción, entendiéndose por rendimiento, el desempeño acumulado durante los últimos tres años. Una vez ordenadas por rendimiento todas las empresas, se calculó el número de eventos de adquisiciones para aquellas empresas en el primer decil (el 10 por ciento de las empresas con mejor rendimiento) e igualmente el mismo número de eventos de fusiones y adquisiciones para el último decil (el 10 por ciento de las empresas con peor rendimiento).

El total de los eventos de fusiones y adquisiciones para las mejores y peores empresas, medido a través del desempeño de los retornos totales, fue de 136 para el periodo en estudio (ver tabla 2). De este valor, 80 eventos estuvieron asociados con empresas de bajo rendimiento (59%), mientras que los 56 eventos restantes son de las empresas en el mejor decil de desempeño (41%). Este resultado, es consistente con la idea que las empresas con peor rendimiento suelen estar asociadas con mayor probabilidad a eventos de fusiones y adquisiciones, siendo el patrón de referencia la muestra de compañías con los mejores rendimientos.

Tabla 2. Número de eventos de fusiones y adquisiciones entre las empresas con peor y mejor desempeño en los retornos totales por país (2005-2009)

Nº	País	Eventos de F&A (Peor desempeño)	% del total	Eventos de F&A (Mejor desempeño)	% del total
1	Argentina	37	46%	14	25%
2	Chile	19	24%	15	27%
3	Colombia	4	5%	13	23%
4	México	9	11%	3	5%
5	Perú	9	11%	7	13%
6	Venezuela	2	3%	4	7%
TOTAL		80	100%	56	100%

Fuente: Reuters, Bloomberg y Economática. Elaboración propia.

En cuanto a la forma de pago, las empresas que tuvieron el mejor desempeño fueron compradas mediante transacciones en efectivo en 34 eventos de un total de 37 eventos donde se reporta la forma de financiamiento. Las otras 3 transacciones corresponden a pagos en acciones (2) o una mezcla de acciones y efectivo (1). Para el caso de las empresas que tuvieron desempeño pobre, 39 eventos de un total de 44 que reportaron la forma de financiamiento fueron transacciones financiadas con efectivo. Esto es 89% de la muestra en comparación con 92% para la muestra perteneciente al decil de desempeño superior. El resto de las transacciones fueron financiadas con acciones (4) e intercambio de activos (1).

Para la muestra perteneciente al decil superior, se reportaron (2) eventos de adquisiciones hostiles mientras que el resto de los eventos es amistoso (42), por su parte, no pudieron ser clasificados (12). Para el caso de empresas en el decil inferior, todas las transacciones fueron de tipo amistoso. Esto puede estar asociado a un menor poder de negociación de la gerencia que ha tenido un desempeño pobre a la hora de quedarse en la empresa. Al observar la dinámica de las fusiones y adquisiciones por sector industrial, cada renglón tiene unas características particulares. Las empresas compradoras pertenecientes al decil superior, en su mayoría son del sector de energía (9 eventos ó 16% de la muestra) y asociadas al sector de licores (6 eventos ó 10.7% de la muestra).

Las empresas compradoras de empresas latinoamericanas de alto desempeño adquirieron compañías pertenecientes principalmente a los sectores de energía, principalmente servicios públicos (10 eventos ó 17.8% de la muestra) y venta al detal de bienes de consumo, principalmente en el área de bebidas (9 eventos ó 16% de la muestra). Por otro lado, el decil inferior, se observa una mayor variabilidad en los sectores industriales que han sido objeto de eventos de

fusiones y adquisiciones. Asociados al sector metales y minería encontramos la mayor concentración de eventos (6 eventos o solo 7.5% de la muestra).

Cabe destacar, que la mayoría de las empresas compradoras son de la región de América Latina. Para el caso del decil asociado a empresas compradas con mal desempeño, 42 eventos de un total de 80 participan empresas latinoamericanas como adquirientes. La mayoría de las empresa compradas se encuentran en Argentina (37 eventos ó 46% de la muestra), siendo éstas empresas que tuvieron un desempeño muy pobre debido a la crisis financiera que vivió el país sureño durante el período de estudio. De hecho, 11 de los eventos en la muestra con desempeño pobre fueron transacciones asociadas al sector financiero. La mayoría de las empresas compradoras se encuentran basadas igualmente en Argentina y Chile, éste último aprovechando oportunidades de inversión principalmente en Argentina (ver tabla N° 3).

Tabla 3. País de origen de la empresa compradora. (Peor desempeño vs. Mejor desempeño)

País	Peor desempeño	Mejor desempeño
Australia	1	-
Hong Kong	1	-
<i>Asia y Oceanía</i>	2	0
Argentina	17	4
Brasil	4	4
Chile	10	9
Colombia	3	4
México	8	3
Perú	5	4
Uruguay	1	-
Venezuela	2	3
<i>América Latina</i>	50	31

Canadá	2	-
Estados Unidos	7	6
<i>América del Norte</i>	9	6
Francia	5	-
Alemania	1	-
Bélgica	-	1
Luxemburgo	1	2
Holanda	1	-
España	6	9
Dinamarca	-	1
Noruega	-	1
Suiza	1	-
Italia	-	1
Reino Unido	4	4
<i>Europa</i>	19	19
<i>TOTAL</i>	80	56

Fuente: Reuters, Bloomberg y Economatica. Elaboración propia.

IV. Comentarios finales

En el presente trabajo se estudió si el desempeño de la acción incide en la frecuencia de eventos asociados a fusiones y adquisiciones. A fin de determinar si existen mayor cantidad de eventos de fusiones y adquisiciones si la empresa tiene un rendimiento deficiente, en cada uno de los años bajo estudio, se ordenaron todas las empresas de mejor a peor desempeño en el rendimiento sobre el precio de la acción.

En función de los objetivos planteados se determinó que el mayor número de eventos de fusión y adquisición de la muestra ocurrió con más frecuencia en el decil más bajo, por lo que un desempeño mediocre de la acción incide en la frecuencia de eventos asociados a fusiones y adquisiciones. Más del 50% de las

empresas compradoras están ubicadas en América Latina, tanto para el decil inferior como en el decil superior. La mayoría de las empresas compradoras están ubicadas geográficamente en Argentina, Chile y México. El segundo grupo de empresas compradoras más importantes proviene de Europa (España y Francia). En los eventos en que se posee información, la forma de pago más común ha sido el efectivo, seguido por la emisión de acciones. En muy pocos casos se utilizó una mezcla de ambos métodos.

Referencias bibliográficas

Agrawal, et al (1992) *The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly*. The Journal of Finance. Vol. 47, No. 4 (Sep), pp. 1605-1621

Baumol (1959) *Business behaviour, value and growth*. Macmillan, New York.

Bethel y Liebeskind (1993) *The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring*. Strategic Management Journal, 1993, Vol. 14, pp.15-31

Bloomberg, *sistema de información financiera*. Consultado el 20-01-2010.

Boone, Lie y Liu (2014) *Time trends and determinants of the method of payment in M&As*. Journal of Corporate Finance. Vol. 27. pp. 296–304.

Céspedes et al (2010) *Ownership and capital structure in Latin America*. Journal of Business Research. Vol. 63, Issue 3, pp. 248-254

Council of Institutional Investors (2008) *Annual Report*. Consultado en la World Wide Web: http://www.cii.org/about/annual_report.

Covin et al (2000) *CEO Founder Status and Firm Financial Performance*: Strategic Management Journal. Vol. 21, N° 12 (Diciembre), pp. 1215-1224.

Ebner (2012). *Essays on the economics of mergers & acquisitions*. Ph.D. thesis, University of Passau.

Economática, *sistema de información financiera*. Consultado el 10-01-2010.

Golbe y White (1988) *Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy: An Aggregate and Historical Overview*. En Auerbach, J. (editor) Mergers and Acquisition. The University of Chicago Press.

- Gort (1969) *An Economic Disturbance Theory of Mergers*. The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 83 (4), pp. 624-42
- Hansen (1987) *A theory of the medium of exchange in mergers and acquisitions*. Journal of Business. Vol. 60, pp. 75-96.
- Harford (2012) *Corporate Cash Management, Excess Cash, and Acquisitions*. Garland Studied on the Financial Sector of the Economy. Routledge. New York.
- Holderness y Sheehan (1988): *The role of majority shareholders in publicly held corporations*. Journal of Financial Economics. Vol. (20), pp. 317-346
- Hughes. et al (1980) *Hypotheses about mergers*. En Mueller, D. (editor) The Determinants and Effects of Mergers. Cambridge, Mass.
- Kruse y Denis (2000) *Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines*. Journal of Financial Economics. Vol. (55), pp. 391-424
- Liu y Wu (2014) Merger arbitrage short selling and price pressure. Journal of Corporate Finance. Vol. 27. pp. 36–54.
- Marris (1964). *The economic theory of managerial capitalism*. London: Macmillan.
- Mitchell, Pulvino y Stafford (2004) *Price Pressure around Mergers*. The Journal of Finance, Vol. 59, No. 1, pp. 31-63
- Morck, Shleifer y Vishny (1990) *Do Managerial Incentives Drive Bad Acquisitions?* The Journal of Finance. Vol. XLV, No. 1, pp. 31-50.
- Reuters, *sistema de información financiera*. Consultado el 10-11-2009.
- Rhoades (1983) *Power, Empire Building, and Mergers*. Lexington Books: Lexington.
- Rodrigues y Stegemoller (2014) *What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions*. Journal of Corporate Finance. Vol. 29, pp. 111–121.
- Scholten (2005) *Investment Decisions and Managerial Discipline: Evidence from the Takeover Market*. Financial Management. Vol. (34) N° 2, pp. 35-61.
- Stulz (1988). *Managerial control of voting rights*. Journal of Financial Economics. Vol. 20, pp. 25 -54.

Trautwein (1990) *Merger motives and merger prescriptions*. Strategic Management Journal. Vol.11, pp.283-95.

Yook (2003) *Larger return to cash acquisitions: Signaling effect or leverage effect?* Journal of Business. Vol. 76. N° 3.