

**¿EFECTIVO O ACCIONES?**

**LA OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL - UNA APROXIMACION  
DIFERENTE PARA ANALIZAR LA BONDAD DE LOS MEDIOS DE PAGO EN  
ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN EL LARGO PLAZO**

**Jesús Javier Reglero Sánchez**

Doctorando de Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas, ICADE  
Profesor Asociado Departamento de Gestión Financiera, Facultad de Ciencias  
Económicas y Empresariales, ICADE

**Área Temática:**

Valoración y Finanzas

*(adquisiciones, medio de pago, caja, acciones, creación de valor)*

**Research Workshop:**

3. Información financiera y modelos de valoración

---

## **¿EFECTIVO O ACCIONES?**

### **LA OPERACIÓN TRANSFORMACIONAL - UNA APROXIMACION DIFERENTE PARA ANALIZAR LA BONDAD DE LOS MEDIOS DE PAGO EN ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN EL LARGO PLAZO**

Las adquisiciones son decisiones que ejecutan los directivos con el objetivo de crear valor y una de las decisiones es seleccionar el medio de pago: ¿es mejor usar efectivo o acciones? Este artículo trata sobre una metodología que permita mejorar el enfoque para determinar si un medio de pago es mejor. Se propone la creación de una muestra en España, donde no se ha realizado ningún estudio anterior, y de un nuevo tipo de operaciones, denominadas Operaciones Transformacionales, que serán aquellas que faciliten un análisis en el largo plazo de la bondad del medio de pago para el adquirente.

---

## Contenido

1.	Resumen .....	4
2.	Las fusiones y adquisiciones y los medios de pago en el contexto empresarial .....	5
I.	Fusiones y adquisiciones .....	5
II.	Medios de pago .....	6
3.	Revisión de la literatura.....	8
I.	Revisión de literatura .....	8
II.	Nuestra opinión sobre la literatura .....	14
4.	La Operación Transformacional.....	15
I.	Definición de Operación Transformacional.....	15
II.	La muestra de las Operaciones Transformacionales de España .....	18
	BIBLIOGRAFIA.....	20

---

## 1. Resumen

Las fusiones y adquisiciones son decisiones empresariales que ejecutan regularmente los equipos directivos con el objetivo de crear valor y una de las principales decisiones que se tienen que determinar es el medio de pago más adecuado para su implementación: ¿es mejor usar efectivo o acciones para pagar a los accionistas de la empresa objetivo? Este artículo trata de profundizar sobre una metodología que nos permita en base a la revisión de la literatura realizada, mejorar el enfoque para determinar si un medio de pago es mejor que otro y en qué circunstancias en el largo plazo. Se propone la creación de una muestra en España, donde no se ha realizado ningún estudio anterior, y de un nuevo tipo de operaciones, denominadas Operaciones Transformacionales, que serán aquellas que faciliten un análisis en el largo plazo de la bondad de estas para el adquirente.

Para ello, este artículo trata de definir con detalle el término Operación Transformacional, la metodología que se debe seguir para construir una muestra de este tipo de operaciones, la muestra de Operaciones Transformacionales en España y las hipótesis obtenidas de la revisión de la literatura que serían objeto de contraste.

*Palabras clave: fusiones y adquisiciones, Operación Transformacional, España, creación de valor, largo plazo*

### Abstract

Mergers and acquisitions are business decisions that are regularly executed by the management teams in order to create value and one of the main decisions that must be determined is the most appropriate method of payment: is it better to use cash or shares to pay to the shareholders of the target company? This article tries to deepen a methodology that allows us, based on the literature review, improve the approach to determine if one method of payment is better than another and in what circumstances in the long term. It is proposed to create a sample in Spain, where no previous study has been carried out, and a new type of deal, called Transformational Deal, which will be those that facilitate a long-term analysis of the goodness of these for the acquirer.

Therefore, this article intends to define in detail the term Transformational Deal, the methodology that should be followed to build a sample of this type of transactions, the sample for Spain and the hypothesis obtained in the review of the literature that would be object of contrast.

*Key words: mergers and acquisitions, Transforming Deal, Spain, value creation, long term*

---

## 2. Las fusiones y adquisiciones y los medios de pago en el contexto empresarial

### I. Fusiones y adquisiciones

Las fusiones y adquisiciones son decisiones empresariales que toman los equipos directivos de las organizaciones que gestionan las empresas. Dependiendo de las características de cada una de ellas, algunas son aprobadas simplemente por los ejecutivos de las empresas, otras necesitan su autorización por parte de los órganos superiores como el consejo de administración y por último, las que implican cambios más sustanciales en la empresa como necesidades de ampliar capital o transformar el negocio, requieren de una aprobación máxima por parte de los accionistas de la empresa quienes, al final y al cabo, son los dueños de la misma y decisores últimos de sus actos. Normalmente, estas operaciones corporativas persiguen varios objetivos últimos entre los que destacan crecer y crear valor. Lo que es indudable es que se han convertido en un fenómeno global y que aumenta año tras año de manera exponencial en Europa y América (Calipha, Tarba y Brock, 2010). Oberg y Holtstrom (2006) nos llegan a decir que incluso pueden ser contagiosas y que se pueden mostrar evidencias históricas que estos procesos suelen causar actitudes de dependencia en competidores, clientes y proveedores que persigan impulsar procesos similares cuando están inmersos en sectores en procesos de concentración.

Existen no pocos estudios que analizan la evolución de las fusiones y adquisiciones a lo largo de la historia, las cuales se han ido desarrollando a través de distintas fases o momentos en las que estos procesos han sido más comunes. Las olas se generan espontáneamente, pero con denominadores comunes. Harford (2005) habla que los cambios económicos, regulatorios y tecnológicos son catalizadores de los momentos de la historia con más actividad corporativa entre empresas, además de la disponibilidad de liquidez en el mercado, es decir, las políticas monetarias de los bancos centrales en cuanto los tipos de interés y otras políticas monetarias que impacten en la masa monetaria en circulación.

Actualmente y en términos de volúmenes intercambiados en estos movimientos corporativos estamos en un momento histórico donde en el año 2017 se marcó un máximo absoluto. Las razones por las que esto haya ocurrido pueden encontrarse en que el estado de globalización y apertura económica de distintos territorios haya sido máximo, principalmente derivado de los principales países asiáticos. Asimismo, en los últimos años el entorno socio-económico ha sido positivo, después de las crisis financieras mundiales en 2008 y en Europa 2011: en el año 2018, todos los países desarrollados muestran tasas de crecimiento del producto interior bruto positivas, niveles de inflación próximos a los objetivos perseguidos por las principales instituciones y tasas de desempleo descendentes y próximas a mínimos. Por último, estamos viviendo una época

---

donde los tipos de interés de las principales economías han estado más bajos durante más tiempo y los bancos centrales han impulsado con sus medidas la existencia de liquidez ilimitada en los mercados de capitales. Esto ha facilitado el acceso a financiación tanto por parte de las entidades financieras como por parte de los mercados de capitales y ha servido para financiar numerosas operaciones corporativas y adquisiciones que en otras circunstancias hubiera sido muy complicada de ejecutar.

Dentro de la temática sobre fusiones y adquisiciones, se distinguen varios temas sobre los que la Academia se esfuerza en investigar y crear conocimiento. Entre ellos destaca la literatura reciente sobre los retornos obtenidos en estos procesos para las empresas que participan en ellos (Bruner (2004), Masulis et al (2007)), la creación o destrucción de valor en las fusiones o adquisiciones (Campa, Hernando (2004), Cartwright, Schoenberg(2006)), las sinergias que se generan cuando se integran varias empresas y deciden emprender un nuevo proyecto juntas (Larsson, Finkelstein (1999)), primas de control que son necesarias para convencer a los accionistas de que acepten los cambios de control (Díaz et al (2009)), motivos y justificaciones que implican que estas se realicen (Calipha et al (2010), Mukherjee et al (2004)) o por último, los medios de pago que las empresas usan para adquirir las acciones de las empresas objetivo (Asquith et al (1990), Travlos (1987)).

La fase de ejecución de las operaciones que se quieren cerrar es crítica y los estudios e investigaciones de Brunner en este campo muestran evidencias profundizando en un máximo nivel de detalle sobre si las operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones crean o no valor para los inversores de las empresas que participan en estos procesos. En “Does M&A pay? A survey of evidence for the decision maker”, (Brunner, 2002) y en “Where M&A pays and where it strays: a survey from the research?” (Brunner 2004), el autor analiza las dinámicas de estas operaciones corporativas concluyendo que, en términos globales, desarrollar estrategias de fusiones y adquisiciones genera valor de manera agregada pero que es necesario diferenciar entre el valor añadido para los accionistas de las empresas adquirentes o para los accionistas de las empresas adquiridas. Brunner enumera en sus artículos una serie de recomendaciones para que las operaciones sean positivas y tengan una probabilidad superior de generar valor para los accionistas que las realizan entre las que destacan los medios de pago

## **II. Medios de pago**

Los medios de pago son una de las decisiones que se tienen que tomar y escoger a la hora de ejecutar una operación corporativa. Pagar con efectivo o emitiendo acciones de la entidad adquirente tienen una serie de implicaciones que merecen el interés del campo investigador de la academia. Las consecuencias en ambos casos son completamente divergentes y aunque se mantenga el fin último que es ofrecer una contrapartida a los accionistas de la entidad objetivo en aras a que acepten intercambiarlas para poder

---

implementar exitosamente la transacción, pero los efectos posteriores y el impacto en la operación de usar uno u otro son completamente distintos.

---

### 3. Revisión de la literatura

#### I. Revisión de literatura

Los medios de pago en el contexto de las operaciones de fusiones y adquisiciones están analizados por la literatura desde distintos puntos de vista y ángulos. Para hacer una revisión del estado de arte sobre este tema, se han revisado artículos relacionados encontrándose varios patrones comunes en ellos, para profundizar en ellos de manera más ordenada. La ilustración 2 muestra un esquema de la temática que se ha utilizado para realizar dicha revisión de la literatura

#### Ilustración 1.- Esquema de la revisión de la literatura

1	¿ Cuándo se empiezan a investigar los medios de pago en las operaciones de adquisiciones?
2	¿ Cómo es el approach inicial hacia el estudio de los medios de pago en las fusiones y adquisiciones?
3	Los equipos directivos, la asimetría de información y los medios de pago
4	Aproximaciones empíricas a los estudios de los medios de pago
5	Aproximaciones geográficas a los estudios de medios de pago
6	Aproximaciones sectoriales a los estudios de medios de pago

Fuente: Elaboración propia

#### *Inicios de la investigación de medios de pago*

Las fusiones y adquisiciones son procesos corporativos relativamente nuevos en relación con otros ámbitos de las finanzas como el endeudamiento empresarial o el coste de capital, por poner dos ejemplos que llevan mucho más tiempo en presencia de investigadores de todo el mundo y cubriendo numerosos artículos de investigación. Si, además centramos el estudio en los medios de pago dentro de las fusiones y adquisiciones, uno de los estudios más significativos es el de [Harris y Raviv \(1988\)](#) quienes buscan catalizadores de selección de los distintos medios de pago y su impacto en el precio de la acción y señalan la escasez de trabajo teórico que había podido revisar para realizar su trabajo. Existen estudios más genéricos sobre cuándo y bajo qué condiciones una



---

operación corporativa puede o no ocurrir [Grossman y Hart \(1980a, b\)](#), [Baron \(1983\)](#), [Shleifer y Vishny \(1986\)](#) y [Bebchuk \(1985\)](#) menciona indirectamente aspectos relacionados con el medio de pago. [Khanna \(1985\)](#) y [Fishman \(1984\)](#) examinan el proceso de oferta y la evolución del precio de la acción en dichos procesos mientras que [Stulz \(1988\)](#) sí que llega un paso más cercano para relacionar los medios de pago con el accionariado de una empresa controlado por el equipo gestor y la creación de valor para los accionistas. Con anterioridad a estas fechas, solamente se encuentran estudios más generales como los de [Maane \(1965\)](#) en relación a fusiones y control societario o [Mullany R \(1965\)](#) sobre defensas en los procesos de ofertas.

El medio de pago tiene una influencia e impacto muy notable en la creación de valor en una determinada operación corporativa ([Alexandridis, Petmezasm y Travlos, 2010](#)). [Chang \(1998\)](#) analiza el impacto en los retornos para una adquirente que compra una empresa según su medio de pago y además incluye si la empresa es cotizada o no cotizada.

Por tanto, podemos concluir que es a partir de finales de los años 80 cuando se empieza a investigar este ámbito de las finanzas. [Mager y Meyer-Fackler \(2017\)](#) resalta el interés de la comunidad académica por la investigación en el campo de fusiones y adquisiciones desde el año 1980 y que dicho interés ha estado especialmente enfocado en países anglosajones como Estados Unidos o Reino Unido señalando que incluso, hasta el año 2017, no existía prácticamente investigación sobre los procesos corporativos en un país como Alemania, siendo una de las mayores potencias económica y financiera mundial.

#### *Estudios generales*

Dentro de las aproximaciones más comunes en el estudio de los medios de pago en las operaciones corporativas, uno de los más frecuentes consiste en el análisis de un grupo de operaciones de fusiones y adquisiciones en un determinado rango temporal y, posteriormente, buscar patrones de comportamiento común según los medios de pago hayan sido unos y otros. [Facio y Masulis \(2005\)](#) profundizan sobre una amplia muestra de más de 3.500 transacciones en Europa durante los años 1997 y 2000 y comparan las ventajas e inconvenientes que muestran las consideraciones de gobierno corporativo o el aumento del endeudamiento según el medio de pago sea acciones o caja respectivamente llegando a la conclusión que existe evidencia que el medio de pago está condicionado por las características de la empresa objetivo y las características de la operación. En los últimos años, algunos investigadores como [Mager y Meyer \(2017\)](#) en su artículo “Mergers and Acquisitions in Germany 1981-2010” detallan que, así como la comunidad financiera ha aportado conocimiento en el ámbito de fusiones y adquisiciones desde los años 80, gran parte de los estudios empíricos se centra en el corto plazo una vez se ha realizado el anuncio mientras que pocos estudios analizan la evolución a largo plazo.

Existen otros artículos que prefieren centrarse en las consecuencias que pueden traer el uso de un medio de pago u otro y si estas consecuencias pueden afectar de manera

---

sustancial a la elección de las misma desde un punto de vista holístico, es decir, no solamente en la creación de valor para los accionistas sino también desde el punto de vista de la posición de los gestores o la situación financiera de la empresa de la sociedad resultante. Otros autores se han centrado en analizar si existen determinantes diversos para seleccionar un método o el otro (Ismail, Krause, 2011) o Martynova, Renneboog (2009) que busca determinantes como coste de capital o costes de agencia como dos factores clave para seleccionar uno u otro.

### *El equipo gestor*

Los primeros artículos en relación con los métodos de pago en los años 80 se basan en la influencia de los gestores como decisores principales del método que usan en las operaciones corporativas, reflejando evidencias significativas en que cuando un accionista tiene control sobre una empresa, no es común el medio de pago de acciones puesto que éste implicaría una dilución del accionariado. Estas predicciones fueron el espíritu de los estudios y modelos de Harris y Raviv (1988) y Stulz (1988) donde muestran que los gestores con posiciones accionariales sustanciales no ven atractiva la emisión de acciones para usarlas como medio de pago para no perder la posición de control en la sociedad. Amihud, Lev y Travlos (1990) nos explican sobre la interferencia que existe entre la participación accionarial de los gestores en una empresa, los accionistas de control y el medio de pago que se usa para realizar una adquisición. Otros investigadores que han profundizado en este ámbito son también Martin (1996) y Ghosh y Ruland (1998) que concluyen que cuando los gestores mantienen participaciones accionariales en las empresas oferentes, el medio de pago preferido son las acciones para evitar la dilución y pérdida de control. Amihud, Lev y Travlos (1990) y Ghosh y Ruland (1998) se enfocaron en hacer sus estudios sobre empresas cotizadas mientras que Martin (1996) analiza 846 operaciones combinando empresas cotizadas y privadas. Ghosh y Ruland (1998) detallan como el medio de pago está íntimamente relacionado con el deseo de los gestores de la empresa de mantener el poder en la gestión, la capacidad de influencia incluso de mantener los puestos de trabajo después de realizar la operación.

Un aspecto similar a la relación entre los medios de pago utilizados y los gestores es todo lo relacionado con la asimetría de la información en las empresas. La comunidad académica también ha abordado la financiación y medios de pago proponiendo teorías basadas en la existencia de información asimétrica entre los oferentes y las empresas objetivo, así como los riesgos de recibir ofertas competidoras y, por tanto, perder la posibilidad de consumir la transacción que se perseguía (Hansen, 1987), Stulz (1988) y Fishman (1989). Stulz (1988) enfoca su investigación en las consideraciones sobre el control de la gestión societaria y señala que los deseos de mantener el control son un catalizador muy relevante sobre la decisión de determinar el medio de pago a utilizar, pero también refleja que aquellos gestores con menos aversión al riesgo suelen preferir

---

incluir pagos en acciones antes que en caja y, por tanto, evitar aumentos de endeudamiento empresarial.

### *Aproximaciones empíricas*

En lo que respecta a los análisis cuantitativos y empíricos de los medios de pago más utilizados, estos se centran principalmente en la reacción del precio de la acción. Estos estudios, no obstante, no consideran de manera relevante todos aquellos aspectos que pueden determinar el uso de un medio de pago u otro. [Travlos \(1987\)](#) nos muestra uno de los artículos de investigación más representativos y citados y nos explica cómo el medio de pago puede afectar al precio de la acción de la empresa adquirente. Este estudio explora en profundidad el rol de los medios de pago y la explicación de la evolución en el precio de la acción entre aquellas operaciones cuyo método fue acciones o caja y concluyendo que hay evidencias de efectos más negativos en el precio de la acción de los adquirentes cuando el medio de pago que usa son las acciones en comparación con la caja. Otros estudios que también coinciden con estas conclusiones son [Wansley, Lane y Yang \(1987\)](#), [Amihud, Lev y Travlos \(1990\)](#), [Servaes \(1991\)](#) y [Brown y Ryngaert \(1991\)](#). Una de las explicaciones dominantes de este comportamiento son los efectos negativos que se producen en el precio de la acción, los cuales son similares a los de una venta de acciones en el mercado.

El impacto en el precio de la acción dentro de la sociedad adquirente es un factor que podríamos decir determinante para valorar si la transacción ha sido positiva o negativa para los accionistas y, por tanto, valorar si ésta ha creado o destruido valor para los accionistas. Algunos estudios como los de [Andrade, Mitchell y Stafford \(2001\)](#) soportados en los estudios anteriores de [Jensen y Ruback \(1983\)](#), [Jarrell, Brickley y Netter \(1988\)](#) se enfocan en los impactos de la operación el mismo día del anuncio de las mismas, asumiendo que los mercados absorberán la información sobre la operación que se trata. Estos estudios se centraban en analizar 4.000 operaciones entre 1973 y 1998. [Faccio y Stolin \(2006\)](#) analizan el impacto de adquirir empresas cotizadas o no cotizadas durante los años 1996 y 2001 el día del anuncio de la operación. [Goergen y Renneboog \(2004\)](#) analizan una muestra de operaciones dentro de Europa para ver los efectos en el corto plazo en la creación de valor tanto para el adquirente como para la empresa adquirida y buscando si existen diferencias en país, valoraciones, sector o el medio de pago.

En este sentido, la mayor parte de los estudios empíricos buscan analizar cuál es el impacto de la transacción en los días después del anuncio de la operación mientras que existen muy pocos que analizan el impacto a largo plazo en los adquirentes desde un punto de vista del adquirente, impacto en el precio de la acción, características de la operación, así como los aspectos regulatorios. Algunos estudios que se han encontrado que se aproximan a medir el impacto de una operación corporativa en el largo plazo son

---

los siguientes [Andrade, Mitchell, & Stafford \(2001\)](#), [Loughran y Vjih \(1997\)](#) [Dutta y Log \(2009\)](#), [Mager y Meyer \(2017\)](#)

Para analizar el impacto en el largo plazo existen una serie de preocupaciones conceptuales descritas en detalle por [Barber y Lyon \(1997\)](#), [Kothari y Warner \(1997\)](#), [Fama, \(1998\)](#), [Mitchell y Stafford, \(2000\)](#) y [Brav \(2000\)](#) que forman la base del artículo anteriormente citado de [Andrade, Mitchell, & Stafford, \(2001\)](#)

Estos artículos cuestionan todos los aspectos del largo plazo, principalmente centrados en cómo se puede demostrar a significación estadísticas de los resultados obtenidos después de tanto tiempo en el contexto de la eficiencia de los mercados de valores y del modelo de equilibrio de mercado ([Fama, 1970](#)). Este problema no es importante para estudios a corto plazo donde los rendimientos esperados de tres días son prácticamente cero independientemente de qué modelo de rendimientos esperados se utiliza. Sin embargo, si nos prologamos en el tiempo, los retornos esperados se vuelven cada vez más importantes a medida que se prolonga el período de espera, convirtiéndose en crucial para horizontes de varios años. Retornos esperados de tres años pueden oscilar fácilmente entre el 30 y el 65 por ciento, según el modelo utilizado; lo que es muy difícil determinarse si un rendimiento anormal del 15 por ciento es estadísticamente significativo y cuál ha sido la consecuencia del mismo.

#### *La estructura de capital*

Otros autores lo muestran indirectamente cuando reflejan que el apalancamiento de una empresa puede afectar en el medio de pago que se usa ([Alshwer, Sibilkov, Zaiats, 2011](#)). Otro de los aspectos más significativos que se investigan es sobre la calidad crediticia de la entidad resultante, obtenido mediante un rating, y el medio de pago usado en la adquisición ([Karampatsas, Petmezas y Travlos, 2014](#)).

#### *Geografía*

Estados Unidos representa el mayor mercado de fusiones y adquisiciones del mundo con amplia diferencia respecto cualquier otro país con quien se quiera comparar y es por ello por lo que la gran parte de los estudios sobre medios de pago en fusiones y adquisiciones están centrados en lo que ocurre en este mercado. Es solamente desde la constitución de la Unión Europea y la zona euro, cuando considerando Europa como otra superestructura comparable Estados Unidos, ésta representa un lugar donde también hay un número muy sustancial de operaciones corporativas, compartiendo una divisa común. No obstante lo anterior, es destacable resaltar que existen numerosas diferencias en una comparación directa entre Estados Unidos y Europa debido a la existencia de un número de competencias muy significativas que todavía no son comunes entre los distintos países de Europa y que están íntimamente relacionadas con el establecimiento de un medio de pago y otro como son a modo meramente ilustrativo la existencia de leyes de mercado de valores y de regulación de ofertas públicas de adquisición diferentes según los países, la

---

existencia de sistemas bancarios y regulación de los mercados de capitales diferentes, la existencia de controles a la concentración empresarial por países, la existencia de no pocos sectores donde es necesaria la aprobación por parte de reguladores nacionales de transacciones que provengan de compradores extranjeros, siendo extranjeros incluso países de la propia Unión Europea. En aras a valorar el tamaño de los mercados y comparar el número de operaciones corporativas que ocurren en cada uno de ellos, la siguiente tabla muestra una comparación por número de operaciones y por volumen de aquellas que ocurren en EEUU, en Europa y en otros países del mundo durante la primera mitad del 2018 y comparando con la primera mitad de 2017. En ella se aprecia que, para la primera mitad de 2018, de un volumen total de transacciones de USD 2,5 trillion, 1 trillion son operaciones que tienen un origen en Estados Unidos mientras que toda Europa representa USD 0,8 trillion siendo Reino Unido el país que más contribuye dentro de este porcentaje. Esta es una tendencia y denominador común son solamente para operaciones anunciadas en 2018 sino también para 2017 y para operaciones completadas.

Las operaciones que ocurren en Estados Unidos tienen una serie de características que las diferencian en relación con las que ocurren en Europa, ([Faccio y Masulis \(2004\)](#)), entre las que destacan los inconvenientes del estudio de las operaciones americanas por la existencia de rigidez en diversos factores institucionales como son las de tener variedad de accionarios, reglas de gobierno corporativo, leyes corporativas, regulación de los mercados y condiciones de mercado. Es por ello por lo que los autores prefieren escoger una muestra de transacciones en Europa. En lo que se refiere al accionariado de las sociedades, [Faccio y Lang \(2002\)](#) exponen una muestra de 5.232 compañías cotizadas en trece países de Europa y un 63% de ellos tienen un accionista que controla directa o indirectamente al menos un 20% del capital. Esto contrasta con un artículo de [Gadhoul; Lang y Young \(2003\)](#) que examina 3.607 empresas en Estados Unidos y documenta que solamente un 28% de las mismas tienen un accionista que controla más del 20% o más de sus derechos de voto.

Otros estudios donde se escogen muestras según países más específicos son, [Dutta, Saadi y Zhu \(2013\)](#) que concentran la selección en operaciones en Canadá mientras que [Faccio y Masulis \(2005\)](#) se centran en operaciones con origen en Europa. Reino Unido es otra región donde se concentran numerosas operaciones corporativas y merecen análisis e investigaciones ([Sudarsanam, Mahate, 2003](#)) o un país pequeño como Holanda donde se concentran numerosas empresas no solamente domésticas sino internacionales y donde [Swieringa y Schauten \(2007\)](#) los medios de pago y qué relacionan características puede tener la operación para que influyan en estos. [Mager y Meyer \(2017\)](#) tomaron una muestra amplia desde el año 1981 hasta 2000 de operaciones corporativas ocurridas en Alemania señalando que, hasta dicha fecha, el mercado alemán había sido completamente ignorado en este objeto de investigación, según el autor por dos razones principalmente, aun siendo Alemania la tercera o cuarta economía global: (i) la ausencia de operaciones corporativas

---

en el mercado hasta los últimos años y por (ii) la complejidad para el acceso a información sustancial para llevar a cabo la investigación.

### *Sectores*

Los medios de pago también se analizan a nivel sectorial o geográfico en aras a obtener patrones de comportamiento y evidencias más contundentes. En sectores donde se ofrecen operaciones de fusiones y adquisiciones abundantes como el inmobiliario, [Campbell, Ghosh y Sirmans \(2001\)](#) buscan conclusiones sobre relaciones entre los medios de pago y la tipología accionarial de las empresas objetivo, en cuando si las empresas están cotizadas o no cotizadas. En otro sector donde abundan operaciones corporativas, como el sector bancario, [Cornett, De \(1991\)](#) profundiza en los medios de pago en las operaciones de consolidación entre entidades financieras.

## **II. Nuestra opinión sobre la literatura**

Los artículos revisados para hacer esta revisión de la literatura se han centrado en aquellos que tenían como base principal los medios de pago en las operaciones de fusiones y adquisiciones y posteriormente, se han ido analizando las principales fuentes y otros artículos relacionados que de esos autores han seguido para inspirarse. En este contexto, pensamos que existen una serie de desafíos a los que se enfrenta la academia a la hora de generar conocimiento entre los que se encuentran los largos estudios temporales tan largos que se usan para construir las muestras, los estudios centrados en el corto plazo y las dificultades para analizar las operaciones en el largo plazo, la amplitud de las muestras sin discriminar los integrantes vs método del caso

---

## 4. La Operación Transformacional

### I. Definición de Operación Transformacional

En base a la literatura revisada y a los principales desafíos detectados para analizar la bondad de los medios de pago en operaciones de fusiones y adquisiciones, propongo la creación de un nuevo constructo que llamaré “la Operación Transformacional” Las metodologías para seleccionar muestras y para realizar el análisis de la bondad de un medio de pago u otro no se adaptan completamente a los objetivos que se buscan. El objetivo es establecer una metodología para analizar si para el adquirente en una operación de adquisición, si es más recomendable el uso de efectivo o acciones y queremos basar nuestras evidencias en no solamente lo que ocurre al pasar un poco tiempo después del anuncio de la operación sino ampliar e irnos al plazo de un año o superior. No son pocas las situaciones en las que hemos visto que el mercado acoge favorablemente una determinada operación corporativa para el adquirente y que al pasar un tiempo, los resultados son totalmente diferentes. Para ello y una vez hemos analizado en profundidad distintos artículos sobre fusiones y adquisiciones, los criterios que siguen para hacer la selección de las muestras y la metodología que utilizan para analizar los impactos de las operaciones, pensamos que una selección de la muestra siguiendo una serie de criterios más estrictos nos ayudará mejor a obtener unos resultados más fiables y que puedan crear conocimiento para la Academia.

Por tanto, pensamos que para hacer nuestro estudio solamente tendremos que centrarnos en un tipo de operación muy especial que es lo que hemos definido como Operación Transformacional. Estas, y solamente estas, nos permitirán estudiar de manera rigurosa sobre cuál es el efecto que ha podido tener el medio de pago en la creación de valor para los accionistas de la adquirente en el medio plazo, que hemos determinado en nuestro estudio como un año después del anuncio de la operación.

En aras a definir lo que es una Operación Transformacional, está vendrá definida como una operación corporativa de adquisición en la que durante el periodo de tiempo que transcurre desde que se anuncia la misma hasta que se cumple un año después de dicho anuncio, el adquirente no hace acto más relevante interna o externamente en la compañía que (i) digerir la operación que haya realizado y (ii) invertir la totalidad del tiempo así como los recursos que se empeñan en continuar con el negocio orgánico. La importancia de enfocar nuestro análisis con Operaciones Transformacionales radica en que estamos buscando conocer si el uso de un medio de pago determinado en una serie de circunstancias implica obtener una mayor probabilidad de generar valor superior que el otro, es decir, si usar caja o acciones es más recomendable y cuando. Gran parte de los métodos que utilizemos serán la evolución de la rentabilidad de la empresa, la evolución del precio de la acción, los dividendos o los múltiplos de cotización y en todas las situaciones tendremos que hacer el análisis antes y después de la operación y el impacto.

---

El principal problema radica en que como hemos visto en la revisión de la literatura, los estudios se centran en analizar lo que le ocurre a la empresa en el corto plazo argumentando que, en el largo plazo, puedan existir efectos múltiples en una organización además de la operación en sí que impidan conocer el detalle de cada uno de los causantes y los efectos que estos han tenido. Por tanto, el objetivo que buscamos es que aislemos todo lo que podamos el efecto de otras posibles acciones que tengan un impacto en estos valores y que en base a ello podamos profundizar en cómo está la empresa un año después de la operación cuando el único impacto que haya tenido haya sido la propia operación corporativa que ha realizado. Por tanto, para definir una Operación Transformacional esta tiene que cumplir una serie de requisitos principalmente que se detalla a continuación:

1. El adquirente tiene que ser una empresa cotizada
2. La operación tiene que ser de tamaño relativo relevante entre comprador y vendedor para que la misma pueda tener un impacto sustancial en los negocios, estrategia y gestión y esto se pueda ver reflejado
3. La empresa durante el año posterior al anuncio de la operación tiene un enfoque únicamente en:
  - a. Cerrar la operación anunciada si está anunciada o está pendiente de condiciones hasta su cierre como aprobaciones regulatorias en caso de sectores especiales como bancos, energía o telecomunicaciones o aprobaciones por parte de servicios de competencia
  - b. Integrar la empresa que ha adquirido realizando todas las labores de reestructuración internas que sean necesarias para que se realicen, a nivel operativo, financieros funcionales o de estructura interna
  - c. No realiza más operaciones relevantes durante el año posterior que puedan tener un impacto en el valor de la compañía que no estén relacionadas con la operación inicial, ya sean compras, ventas de activos, fusiones, escisiones, cambios en el modelo de negocio
  - d. Sin cambios en la gestión, ni en su equipo directivo ni en sus accionistas que puedan afectar al adquirente

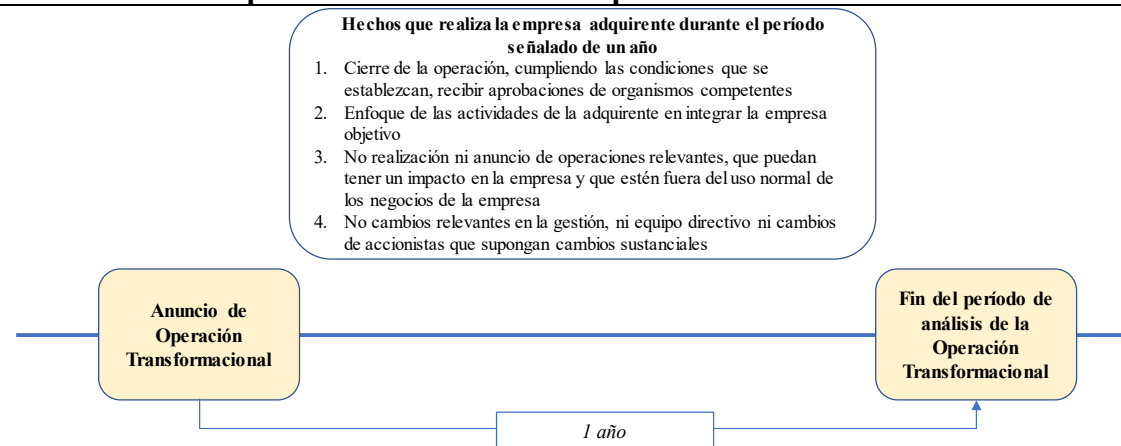
La siguiente ilustración 3, muestra un esquema simplificado de la definición de una Operación Transformacional.



---

## Ilustración 2: Esquema ilustrativo de una Operación Transformacional

---



Fuente: Elaboración propia

La construcción de muestras de Operaciones Transformacionales por regiones, geografías o periodos temporales permitirá a la Academia establecer mejores evidencias sobre las bondades de la operación en el medio plazo. En nuestro objeto de investigación, que es la bondad de los medios de pago en una operación corporativo, esto nos permitirá tener un punto de partida fundamental para establecer las operaciones que seleccionaremos, en las que todas ellas serán Operaciones Transformacionales. Pensamos que hacer un estudio aglutinando operaciones que cumplan requisitos de pertenecer a un determinado sector, a una geografía, que tengan un tamaño determinado o que hayan ocurrido en un periodo de tiempo definido no es adecuado puesto que dichas operaciones tienen solamente esas características comunes mientras que pueden existir diferencias muy sustanciales en las mismas que hagan que los resultados que obtengamos tengan menos relevancia. A título de ejemplo meramente ilustrativo, vamos a realizar el estudio de una operación que usó efectivo (A) y otra que usó acciones (B) para hacer sendas adquisiciones, ambas ocurrieron el mismo día, en el mismo país y son del mismo sector y en un caso la operación la podemos definir como transformacional (A) y el segundo caso (B) no podemos definirla así (imaginemos que después de esa operación, B cambio el equipo directivo, realizó otra adquisición, vendió un negocio estratégico y sufrió un ataque de un fondo activista). Cuando queremos comparar A y B un año después, si no discriminamos las operaciones, los resultados de una y otro estarán muy sesgados por todo lo que le ha pasado a B durante ese año que nada tenían que ver con la operación. Esto nos imposibilita una comparación entre si el medio de pago que uso A es mejor o peor que el que uso B.

Para la construcción de la muestra de Operaciones Transformacionales, tendremos que proceder con la búsqueda de operaciones que cumplan los criterios anteriormente explicados y planteamos una metodología objetiva y rigurosa para discriminar aquellas operaciones que cumplen o no dichos criterios, puesto que tenemos que conocer todo lo que ha ocurrido en la empresa durante el año posterior al anuncio de la operación para poder confirmar si la operación es transformacional o no lo es.

---

Para ello, nuestra investigación se basará en empresas donde el adquirente sea una empresa cotizada y todas las empresas cotizadas tienen la obligación de publicar frente a los organismos reguladores de las bolsas de valores donde cotizan, todos los hechos relevantes que ocurren en las mismas. La principal razón de esto es otorgar a los inversores máxima transparencia así como para evitar posibles usos de información confidencial. Los hechos relevantes que se tienen que publicar en las empresas son todas aquellas noticias o acontecimientos que le ocurran a la empresa que puedan tener un efecto en el precio de la acción o ser importantes para estas. Conociendo los hechos relevantes de una sociedad tendremos la certeza de conocer todas las actividades importantes que han acontecido en la empresa en un período determinado. A título ilustrativo, los hechos relevantes deben incluir la publicación de los resultados trimestrales, operaciones corporativas, consecución o cancelación de contratos, cambios en los principales directivos y en el consejo de administración, compra o venta de acciones por parte de inversores que representen más de un 3% del capital y en resumen, cualquier otro acontecimiento que pueda afectar de manera mayor o menor manera al precio de la acción y que por tanto, deban conocer todos los accionistas de la empresa a la vez. Toda esta información es pública y está disponible por lo que para confirmar si una operación es transformacional o no, procedemos a analizar los hechos relevantes publicados por el adquirente durante el año después del anuncio de la operación y si no hay hechos que incumplan las condiciones de la ilustración tres, diremos que la Operación es Transformacional y la mantendremos en la muestra. Si por el contrario, detectamos algún hecho relevante que haya podido tener un impacto en el precio de la acción por algo que no esté relacionado con la Operación, entonces, la sacaremos de la muestra.

## **II. La muestra de las Operaciones Transformacionales de España**

La tabla siguiente que se muestra a continuación contiene el listado de operaciones transformacionales que se pretende analizar siguiendo una serie de criterios para tener una buena homogeneización de los mismos:

**Tabla 1.- Muestra de operaciones transformacionales sujetas al estudio**

#	Año	Sector	Comprador	Origen Comprador	Objetivo	Origen Objetivo
1	2018	Papel	DS Smith	Reino Unido	Europac	España
2	2018	Infraestructuras	Atlantia	Italia	Abertis	España
3	2018	Hotel	Minor Hotels	Tailandia	NH Hoteles	España
4	2018	IT	Amadeus	España	TravelClick	EE.UU.
5	2017	Energía	Gamesa	España	Siemens Wind Power	Alemania
6	2017	Salud	Fresenius	Alemania	Quironsalud	España
7	2017	Energía	Neoenergia	España	Elektra	Brasil
8	2017	Energía	EDP	Portugal	EDP Renovaveis	España
9	2017	Infraestructuras	Abertis	España	HIT	Francia
10	2017	Banca	Caixabank	España	BPI	Portugal
11	2017	IT	Indra	España	Tecnocom	España
12	2016	Infraestructuras	Abertis	España	AA Holding	Francia
13	2016	Energía	Enel	Italia	Enel Green Power	España
14	2016	Infraestructuras	Ferrovial	España	Broadspectrum	Australia
15	2015	Aerolíneas	IAG	España	Aer Lingus	Irlanda
16	2015	Banca	BBVA	España	Garanti	Turquía
17	2015	Telecomunicaciones	Orange	Francia	Jazztel	España
18	2015	Telecomunicaciones	Euskaltel	España	R Cable	España
19	2015	Energía	Repsol	España	Talismann	Canadá
20	2015	Inmobiliario	Merlin	España	Testa	España
21	2015	Banca	Sabadell	España	TSB	Reino Unido
22	2014	Energía	Cepsa	España	Coastal Energy	EEUU
23	2014	Infraestructuras	Ferrovial, Macquarie	España	NDH1	Canada
24	2014	Telecomunicaciones	Telefonica	España	E-Plus	Alemania
25	2014	Telecomunicaciones	Vodafone	Reino Unido	Ono	España
26	2014	Farma	Grifols	España	Division Novartis	
27	2014	Inmobiliario	Merlin	España	Metrovacesa	España
28	2012	Banca	Banco Popular	España	Banco Pastor	España
29	2012	Infraestructuras	Abertis	España	OHL Brasil	Brasil
30	2011	Farma	Grifols	España	Talecris	EEUU
31	2011	IT	Schneider	Francia	Telvent	España
32	2011	Media	Atresmedia	España	La Sexta	España
33	2010	Banca	Banco Santander	España	Santander Mexico	Mexico
34	2010	Telecomunicaciones	Telefonica	España	Vivo	Brasil
35	2010	Banca	BBVA	España	Brasilcel	Brasil
36	2009	Energía	ACS	España	Iberdrola	España
37	2009	Energía	Enel	Italia	Endesa	España
38	2009	Energía	Gas Natural	España	Union Fenosa	España
39	2009	Banca	Santander	España	Sovereign	EEUU
40	2009	Media	Telecinco	España	Cuatro	España
41	2008	Medio Ambiente	Suez Environment	Francia	Agbar	España
42	2008	Banca	Santander	España	Alliance Leicester	Reino Unido
43	2008	Tabaco	Imperial Tobacco	Reino Unido	Altadis	España
44	2008	Media	Prisa	España	Sogetel	España
45	2008	Energía	Gas Natural	España	Fenosa	España
46	2008	Transporte	Vueling	España	Clickair	España
47	2007	Banca	Santander, RBS, Fortis	España	ABN	Holanda
48	2007	Seguros	Mapfre	España	Commerce	EEUU
49	2007	Banca	BBVA	España	Compass	EEUU
50	2007	Energía	Iberdrola	España	Energy East	EEUU
51	2007	Inmobiliario	Martinsa	España	Fadesa	España
52	2007	Construcción	ACS	España	Hochtief	Alemania
53	2007	Media	RCS	Italia	Recoletos	España
54	2007	Inmobiliario	Colonial	España	Riofisa	España
55	2007	Telecomunicaciones	Telefonica	España	Telecom Italia	Italia
56	2007	Energía	Iberdrola	España	Scottish Power	Reino Unido
57	2007	Inmobiliaria	Sacsa	España	Metrovacesa	España
58	2007	Aerolíneas	British Airways	Reino Unido	Iberia	España
59	2006	Acero	Mittal Steel	India	Arcelor	España
60	2006	Inmobiliario	Reyal	España	Urbis	España
61	2006	Inmobiliario	Inmocaral	España	Colonial	España
62	2006	Infraestructuras	Ferrovial	España	BAA	Reino Unido
63	2003	Construcción	ACS	España	Dragados	España
64	2002	Construcción	ACS	España	Dragados	España
65	2002	Construcción	Sacyr	España	Vallehermoso	España
66	2002	Inmobiliario	Bami	España	Metrovacesa	España
67	2002	Autopistas	ACESA	España	Iberica Autopistas	España
68	2002	Alimentación	Enaco	España	Caprabo	España

Fuente: Elaboración propia a partir de información pública disponible

---

## BIBLIOGRAFIA

- Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13.
- Alshwer, A. A., Sibilkov, V., & Zaiats, N. S. (2011). Financial constraints and the method of payment in mergers and acquisitions.
- Amihud, Y., Lev, B., & Travlos, N. G. (1990). Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions. *The Journal of Finance*, 45(2), 603-616.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 103-120.
- Asquith, P., Bruner, R. F., & Mullins, D. W. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 121-139.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of financial economics*, 43(3), 341-372.
- Baron, D. P. (1983). Tender offers and management resistance. *The Journal of Finance*, 38(2), 331-343.
- Bebchuk, L. A. (1985). A model of the outcome of takeover bids. Foerder Institute for Economic Research.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(03), 347-362.
- Brav, A. (2000). Inference in long-horizon event studies: A Bayesian approach with application to initial public offerings. *The Journal of Finance*, 55(5), 1979-2016.
- Brouthers, K. D., Van Hastenburg, P., & Van Den Ven, J. (1998). If most mergers fail why are they so popular?. *Long Range Planning*, 31(3), 347-353.
- Brown, David T.; Ryngaert, Michael D. The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymmetric information. *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, no 2, p. 653-669.
- Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of applied Finance*, 12(1), 48-68.
- Bughin, J., & Copeland, T. E. (1997). The virtuous cycle of shareholder value creation. *McKinsey Quarterly*, 156-167.
- Calipha, R., Tarba, S., & Brock, D. (2010). Mergers and acquisitions: a review of phases, motives, and success factors. In *Advances in mergers and acquisitions* (pp. 1-24). Emerald Group Publishing Limited.

- 
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European financial management*, 10(1), 47-81
- Campbell, R. D., Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2001). The information content of method of payment in mergers: evidence from real estate investment trusts (REITs). *Real Estate Economics*, 29(3), 361-387.
- Canina, L., Kim, J. Y., & Ma, Q. (2010). What we know about M&A success: A research agenda for the lodging industry. *Cornell Hospitality Quarterly*, 51(1), 81-101.
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1).
- Chakrabarti, R., Gupta-Mukherjee, S., & Jayaraman, N. (2009). Mars–Venus marriages: Culture and cross-border M&A. *Journal of International Business Studies*, 40(2), 216-236.
- Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.
- Cornett, M. M., & De, S. (1991). Medium of payment in corporate acquisitions: evidence from interstate bank mergers. *Journal of Money, Credit and Banking*, 23(4), 767-776.
- Cox, R. A. (2006). Mergers and Acquisitions: A review of the literature. *Corporate Ownership & Control*, 3(3), 55-59.
- Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.
- Chatterjee, R. A. (2000). The financial performance of companies acquiring very large takeover targets. *Applied Financial Economics*, 10(2), 185-191.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic management journal*, 13(1), 67-84.
- Díaz, K. B. D., Azofra, S. S., & Gutiérrez, C. L. (2009). Are M&A premiums too high? Analysis of a quadratic relationship between premiums and returns. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 5-21
- Dutta, S., Saadi, S., & Zhu, P. (2013). Does payment method matter in cross-border acquisitions?. *International Review of Economics & Finance*, 25, 91-107.
- Eckbo, B. E., Giammarino, R. M., & Heinkel, R. L. (1990). Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests. *The Review of Financial Studies*, 3(4), 651-675.

---

Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.

Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283-306.

Fishman, M. J. (1988). A theory of preemptive takeover bidding. *The Rand Journal of Economics*, 88-101.

Franks, J., Harris, R., & Titman, S. (1991). The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial economics*, 29(1), 81-96.

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.

Gadhoun, Y., Lang, L. H., & Young, L. (2005). Who controls US?. *European Financial Management*, 11(3), 339-363.

Ghosh, A., & Ruland, W. (1998). Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention. *The Journal of Finance*, 53(2), 785-798.

Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Disclosure laws and takeover bids. *The Journal of Finance*, 35(2), 323-334.

Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International journal of industrial organization*, 21(5), 625-653.

Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.

Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of financial Economics*, 20, 55-86.

Heron, R., & Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 137-155.

Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *Journal of business*, 75-95.

Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of financial economics*, 77(3), 529-560.

- 
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175.
- Huang, Y. S., & Walkling, R. A. (1987). Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 329-349.
- Ingham, H., Kran, I., & Lovestam, A. (1992). Mergers and profitability: a managerial success story?. *Journal of Management Studies*, 29(2), 195-208.
- Ismail, A., & Krause, A. (2010). Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(4), 471-484.
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of Economic perspectives*, 2(1), 49-68.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4), 5-50.
- Karampatsas, N., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2014). Credit ratings and the choice of payment method in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 25, 474-493.ç
- Kaplan, S. (1989). Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value. *The journal of finance*, 44(3), 611-632.
- Khanna, N. (1997). Optimal bidding for tender offers. *Journal of Financial Research*, 20(3), 323-342.
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (1997). Measuring long-horizon security price performance. *Journal of financial economics*, 43(3), 301-339.
- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization science*, 10(1), 1-26.
- Leeth, J. D., & Borg, J. R. (2000). The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(02), 217-238.
- Loughran, T., & Vihj, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?. *The Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790.
- Lys, T., & Vincent, L. (1995). An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR. *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 353-378.
- Maane, H.G., 1965, Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy* 73, 110-120.

- 
- Mager, F., & Meyer-Fackler, M. (2017). Mergers and acquisitions in Germany: 1981–2010. *Global Finance Journal*, 34, 32-42.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 303-335.
- Maquieira, C. P., Megginson, W. L., & Nail, L. (1998). Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 3-33.
- Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *The Journal of Finance*, 51(4), 1227-1246.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *The Journal of Finance*, 62(4), 1851-1889.
- Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *The Journal of Business*, 73(3), 287-329
- Mukherjee, T. K., Kiyamaz, H., & Baker, H. K. (2004). Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs.
- Mullaney, J. E. (1969). Guarding Against Takeovers-Defensive Charter Provisions. *Bus. Law.*, 25, 1441.
- Öberg, C., & Holtström, J. (2006). Are mergers and acquisitions contagious?. *Journal of Business Research*, 59(12), 1267-1275.
- Ruback, R. S. (1982). The effect of discretionary price control decisions on equity values. *Journal of Financial Economics*, 10(1), 83-105.
- Servaes, Henri. Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, no 1, p. 409-419.
- Seth, A. (1990). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), 431-446.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges: An integrated and international perspective*. Pearson Education.



---

Stulz, René. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*, 1988, vol. 20, p. 25-54.

Swieringa, J., & Schauten, M. (2007). The payment method choice in Dutch mergers and acquisitions.

Tolmunen, P., & Torstila, S. (2005). Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence. *Financial Management*, 34(1), 123-142.

Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943-963.

Xin, Z., & China Securities Regulatory Commission. (2003). Do Mergers and Acquisitions Create Value: Evidence from Chinese Listed Companies [J]. *Economic Research Journal*, 6, 1-10.

Wansley, J. W., Lane, W. R., & Yang, H. C. (1983). Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment. *Financial management*, 16-22.

Yang, J., Qu, H., & Kim, W. G. (2009). Merger abnormal returns and payment methods of hospitality firms. *International Journal of Hospitality Management*, 28(4), 579-585.

Zhang, P. (2001). What really determines the payment methods in M&A deals.

Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A performance?. *Academy of management perspectives*, 22(3), 55-77.