



Desempeño de la acción y eventos de fusiones y adquisiciones durante la crisis financiera mundial: Evidencia para América Latina

Stock performance and mergers and acquisitions during the financial crisis: Evidence from Latin America

ROMERO, Hector [1](#); FAJARDO, Eddy Johanna [2](#)

Recibido: 29/04/2017 • Aprobado: 12/05/2017

Contenido

[1. Introducción](#)

[2. Metodología](#)

[3. Resultados](#)

[4. Conclusiones](#)

[Referencias bibliográficas](#)

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.

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

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.

Keywords Stocks performance, Mergers and acquisitions, Latin America.

1. Introducción

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.

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, Hansen (1987) y Agrawal et al (1992), por su parte, 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 Wu (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.

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 adquirente 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).

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.

Asimismo, 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 y el Caribe: Argentina, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. La evaluación de los desempeños, se lleva a cabo mediante una clasificación por decil. Para ello, se divide en diez partes iguales al conjunto de los retornos con la finalidad de obtener el decil superior (mejor rendimiento) y el decil inferior (desempeño deficiente). 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 lleva a cabo el desarrollo teórico 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 presentan los resultados del estudio. La sección IV, plantea la discusión en torno al tema. Por último, se ofrecen las referencias bibliográficas.

2. Metodología

La tabla 1 muestra el número total de empresas estudiadas y su respectivo país. Estas 595 empresas fueron extraídas de la base de datos Economatica. 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

Nº	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: Economatica. 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.

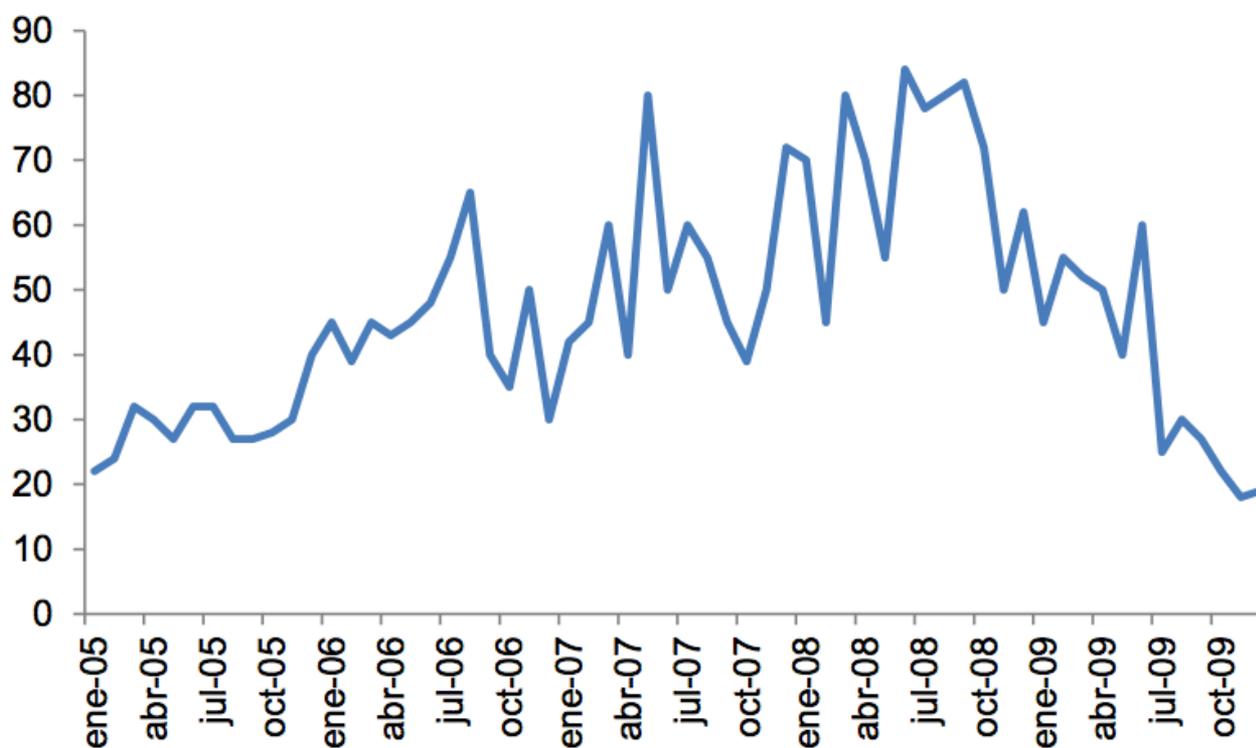
Utilizando la metodología de identificación de un desempeño pobre desarrollada por el Council of Institutional Investors (2008) en Estados Unidos, se identifican aquellas empresas que en los países cubiertos por Economatica han tenido un desempeño consistentemente pobre (tres años) al dividir por deciles 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. 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).

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, entendiendo 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).

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)

	Eventos de F&A	Eventos de

N°	País	(Peor desempeño)	% del total	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.

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.

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 o 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).

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
Europa	19	19
TOTAL	80	56

Fuente: Reuters, Bloomberg y Economatica. Elaboración propia.

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).

4. Conclusiones

En el presente trabajo se estudió si el desempeño de la acción incide en la frecuencia de eventos asociados a fusiones y adquisiciones para una selección de países de América Latina y el Caribe. 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 compradores 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.

Estos resultados van en línea con la literatura académica relacionada con la mayor probabilidad de eventos de fusiones y adquisiciones en aquellas compañías con peor desempeño bursátil. Estas observaciones, aunque limitadas por la poca profundidad de los mercados bursátiles de la región, ofrecen evidencia empírica de que un desempeño deficiente de una empresa que cotiza en bolsa puede traer como consecuencia fusiones y adquisiciones, en algunos casos hostiles. Del mismo modo, el entorno económico en el cual se desenvuelven las empresas también parece influir sobre el número de eventos de reestructuraciones corporativas. Durante la fase de expansión de la actividad económica mundial, en promedio, el número de eventos de fusiones y adquisiciones iba en aumento en la región; no obstante, en la fase recesiva de la economía mundial, que tuvo un impacto importante en las economías de la región, las condiciones financieras de las organizaciones empresariales, así como el entorno financiero desfavorable, redujo el número de eventos de fusiones y/o adquisiciones. Como recomendación para futuras investigaciones, sería relevante evaluar si estos procesos de fusiones y adquisiciones lograron mejorar de forma significativa el desempeño de las empresas luego del

proceso de reestructuración, así como desarrollar modelos econométricos sobre los determinantes específicos de las reestructuraciones corporativas, más allá del retorno de las acciones.

Referencias bibliográficas

- Agrawal, A., Jaffe, J. y Mandelker, G. (1992) The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*. Vol. 47, Número 4, Pág. 1605-1621.
- Baumol, W. (1959) *Business behaviour, value and growth*. New York. Macmillan.
- Bethel, J. y Liebeskind, J. (1993) The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring. *Strategic Management Journal*. Vol. 14, Pág. 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. Pág. 296–304.
- Cespedes, J., González, M. y Molina, C. (2010) Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*. Vol. 63, Número 3, Pág. 248-254.
- Council of Institutional Investors (2008) Annual Report. Consultado en la World Wide Web: http://www.cii.org/about/annual_report.
- Covin, Nelling, Khorana y Jayaraman (2000) CEO Founder Status and Firm Financial Performance. *Strategic Management Journal*. Vol. 21, Número 12. Pág. 1215-1224.
- Ebner (2012). *Essays on the economics of mergers & acquisitions*. Ph.D. thesis, University of Passau.
- Economica, 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. Estados Unidos.
- Gort (1969) An Economic Disturbance Theory of Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 83, Número 4, Pág. 624-642.
- Hansen (1987) A theory of the medium of exchange in mergers and acquisitions. *Journal of Business*. Vol. 60, Pág. 75-96.
- Harford (2012) *Corporate Cash Management, Excess Cash, and Acquisitions*. New York. Routledge.
- Holderness y Sheehan (1988): The role of majority shareholders in publicly held corporations. *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, Pág. 317-346.
- Hughes, Mueller y Singh (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, Pág. 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, M., Pulvino, T. y Stafford, E. (2004) Price Pressure around Mergers. *The Journal of Finance*. Vol. 59, Número 1, Pág. 31-63.
- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R. (1990) Do Managerial Incentives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance*. Vol. 45, Número 1, Pág. 31-50.
- Reuters, sistema de información financiera. Consultado el 10-11-2009.
- Rhoades, S. (1983) *Power, Empire Building, and Mergers*. Lexington. Lexington Books.

Rodrigues, U. y Stegemoller, M. (2014) What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 29, Pág. 111-121.

Scholten, R. (2005) Investment Decisions and Managerial Discipline: Evidence from the Takeover Market. *Financial Management*. Vol 34, Número 2, Pág. 35-61.

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, Pág. 25-54.

Trautwein, F. (1990) Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*. Vol.11, Pág. 283-295.

Yook, K. (2003) Larger return to cash acquisitions: Signaling effect or leverage effect? *Journal of Business*. Vol. 76, Número 3. Pág. 477-498.

1. Docente interno. Escuela de Economía, Administración y Negocios. Facultad de Administración. Universidad Pontificia Bolivariana. Dirección: Campus Universitario, Autopista Piedecuesta, Bucaramanga, Colombia. Correo electrónico: hector.romero@upb.edu.co

2. Profesora tiempo completo. Facultad de Economía. Universidad Santo Tomás, Seccional Bucaramanga. Dirección: Carrera 18 No. 9 - 27, Bucaramanga, Colombia. Correo electrónico: eddy.fajardo@ustabuca.edu.co

Revista ESPACIOS. ISSN 0798 1015
Vol. 38 (Nº 43) Año 2017
Indexada en Scopus, Google Scholar

[Índice]

[En caso de encontrar algún error en este website favor enviar email a webmaster]

©2017. revistaESPACIOS.com • Derechos Reservados