



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales | ICADE

ANÁLISIS DE LAS REACCIONES DE MERCADO A LOS MÉTODOS DE PAGO EN M&A: EL CASO DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS EN EUROPA

Autor: Marta Alcaraz Ordóñez (202011434)

Director: Rocío Sáenz-Diez Rojas

MADRID | JUNIO 2025

Índice

1. Introducción	4
1.1 Justificación del interés de estudio	4
1.2 Objetivos del trabajo.....	6
1.3 Metodología.....	7
2. Revisión teórica de las principales aportaciones a la cuestión.....	8
2.1 Motivos y razones para las fusiones y adquisiciones (M&A).....	8
2.2 Historia de las fusiones y adquisiciones	9
2.3 Métodos de pago y sus implicaciones	12
2.3.1. <i>Definición de los métodos de pago</i>	12
2.3.2. <i>Implicaciones del método de pago en las transacciones de M&A</i>	14
3. Análisis del sector tecnológico europeo	17
4. Estudio.....	20
4.1 Elección de la muestra.....	20
4.2 Aplicación del <i>Event Study</i>	21
5. Resultados	24
5.1 Resultados anormales para pagos en efectivo	24
5.2 Retornos anormales para pagos en acciones.....	25
5.3 Análisis comparativo de métodos de pago	26
6. Conclusiones	29
7. Reconocimiento del uso de tecnologías de Inteligencia Artificial	33
8. Bibliografía.....	35

ABSTRACT

This paper examines how the method of payment (cash or stock) used in mergers and acquisitions (M&A) influences market reactions in the European technology sector. The study begins with a comprehensive review of the academic literature on payment method effects and an overview of the evolution of M&A activity in the tech industry. An empirical event study is then conducted using a sample of 41 transactions carried out between 2009 and 2024. The results show that stock-financed deals (including mixed payment structures) generate significantly higher and more sustained abnormal returns compared to pure-cash transactions. These findings suggest that in highly dynamic and innovation-driven environments, equity-based payment is not interpreted as a signal of weakness, but rather as a strategic mechanism to share risk, align interests, and preserve financial flexibility.

KEYWORDS

Mergers and acquisitions, M&A, payment methods, event study, technology sector, abnormal returns, market reaction, Europe.

RESUMEN

Este trabajo analiza cómo influye el método de pago (efectivo o acciones) utilizado en operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A) en la reacción del mercado dentro del sector tecnológico europeo. El estudio comienza con una revisión exhaustiva de la literatura académica sobre los efectos del método de pago y un repaso de la evolución de la actividad de M&A en la industria tecnológica. A continuación, se lleva a cabo un análisis empírico mediante la metodología de *event study*, utilizando una muestra de 41 transacciones realizadas entre 2009 y 2024. Los resultados muestran que las operaciones financiadas con acciones (incluyendo estructuras de pago mixtas) generan retornos anormales significativamente mayores y más sostenidos en comparación con aquellas pagadas exclusivamente en efectivo. Estos hallazgos sugieren que, en entornos altamente dinámicos y donde la innovación juega un papel relevante, el pago en acciones no se interpreta como una señal de falta de solvencia, sino como un mecanismo estratégico para compartir riesgos, alinear intereses y preservar la flexibilidad financiera.

PALABRAS CLAVE

Fusiones y adquisiciones, método de pago, *event study*, sector tecnológico, retornos anormales, reacción del mercado, Europa.

1. Introducción

1.1 Justificación del interés de estudio

Las fusiones y adquisiciones (por sus siglas en inglés, M&A) son estrategias claves empleadas por las empresas para crecer y generar valor, ya que les permiten ampliar presencia de mercado, mejorar la eficiencia operativa y aprovechar sinergias entre empresas complementarias (Tuneu, 2024). Estas operaciones comenzaron a desarrollarse a finales del siglo XIX durante la Primera Ola de Fusiones en Estados Unidos (1897-1904), también conocida como “la oleada de la monopolización”, y desde entonces han experimentado un crecimiento considerable (Mascareñas y González, 2013). Incluso tras la crisis producida por la pandemia del COVID-19, el mercado de M&A demostró su resiliencia alcanzando límites históricos en 2021. Aunque durante 2022 y principios de 2023 su actividad se redujo por la incertidumbre económica y geopolítica existentes a nivel global, el último trimestre de 2023 apunta a una recuperación sostenida (Reglero et al, 2024).

En particular, el sector tecnológico ha sido uno de los principales impulsores de la actividad M&A en los últimos años, debido a su naturaleza innovadora y estratégica y a la importancia de la tecnología en la economía global. Como señala Katz (2021), este sector se caracteriza por la presencia de efectos de red significativos y una necesidad constante de escalabilidad. El desarrollo del *Big Data*, la creación de *software* y la acumulación de la propiedad intelectual han generado la urgencia de ampliar capacidades para mantener posiciones competitivas en mercados de rápida evolución. En este contexto, las M&A son una herramienta eficaz para adquirir tecnologías avanzadas y recursos complementarios, permitiendo a las empresas establecer economías de escala y preservar márgenes de beneficio (Cloudt et al, 2006). Así, estas transacciones no solo representan una estrategia de crecimiento, sino también una necesidad estratégica para garantizar la supervivencia en un entorno tan dinámico.

Esta importancia se ve reflejada en el crecimiento del sector en los últimos años, que en 2024 ocupaba la primera posición en cuanto a número de *megadeals* (transacciones cuyo valor supera los \$5bn):

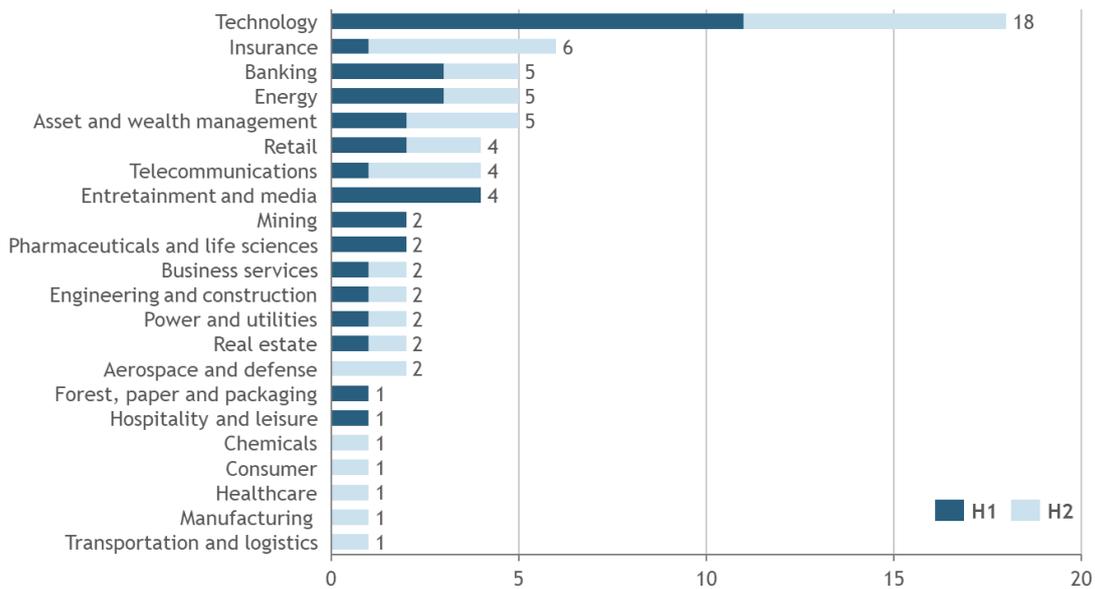


Figura 1: Distribución del número de *megadeals* por sector en 2024 (Fuente: PwC 2025 Outlook: Global M&A Industry Trends)

Sin embargo, esta dinámica ha sido objeto de distintas reflexiones, particularmente en relación con sus efectos. Según Rogova et al. (2023), las adquisiciones tecnológicas afectan de manera desigual a la intensidad de las actividades de investigación y desarrollo (I+D) de las empresas implicadas tras el cierre de la transacción. Mientras que las empresas adquirentes tienden a mostrar un crecimiento moderado en I+D a largo plazo, las empresas adquiridas experimentan una reducción significativa tras la integración, interrumpiendo su potencial innovador. Esto se debe, en parte, a que las empresas adquirentes suelen optar por adquirir tecnologías ya desarrolladas en lugar de invertir en innovación interna al ser una solución más rápida, lo que afecta la intensidad de I+D de las empresas adquiridas, previamente más altas. Este tipo de dinámicas refuerzan la necesidad de supervisar estas transacciones para garantizar que contribuyan al crecimiento sostenible y al dinamismo de los mercados tecnológicos.

Además de su impacto en la innovación, las M&A también desempeñan un papel fundamental en los mercados financieros. Estas transacciones generan fluctuaciones significativas en el precio de las acciones, reflejando las expectativas del mercado sobre

las sinergias proyectadas y el valor que estas pueden aportar a los accionistas. En este sentido, la metodología de *Event Study* ha sido ampliamente utilizada para medir el impacto de eventos específicos en el precio de las acciones, permitiendo analizar cómo los inversores reaccionan ante anuncios de M&A (MacKinlay, 1997). Esta metodología es especialmente útil en el contexto de fusiones y adquisiciones, ya que permite evaluar las expectativas del mercado y el éxito percibido de estas transacciones.

Uno de los factores clave que condiciona esta reacción del mercado es el método de pago utilizado: efectivo, acciones o una combinación de ambos. Esta decisión estratégica puede enviar señales muy distintas al mercado sobre la situación financiera de la empresa o la percepción de riesgo de la operación. Es por ello por lo que este estudio tiene como objetivo analizar el impacto del método de pago en la reacción del mercado ante las transacciones de M&A en el sector tecnológico europeo. Para ello, se aplicará la metodología de *Event study* sobre una muestra de 41 operaciones realizadas en Europa entre 2009 y 2024, de las cuales 25 fueron pagadas íntegramente en efectivo y 16 mediante acciones o una combinación de acciones y efectivo.

1.2 Objetivos del trabajo

Este trabajo tiene como propósito principal evaluar si el método de pago utilizado en operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A) genera diferencias significativas en la reacción del mercado, con un enfoque específico en el sector tecnológico europeo durante los últimos quince años.

Este propósito se ve reflejado a los siguientes objetivos a cubrir:

1. Realizar una revisión de la literatura académica existente sobre los efectos del método de pago en fusiones y adquisiciones
2. Analizar la evolución de la actividad de M&A en el sector tecnológico europeo en los últimos años, destacando las características propias del sector frente a otras industrias
3. A través del estudio de evento, determinar si existen diferencias significativas en los retornos anormales de las transacciones financiadas en efectivo frente a aquellas financiadas con acciones en dicho sector
4. Evaluar las implicaciones prácticas de los resultados obtenidos y sus posibles causas

1.3 Metodología

Este trabajo aplica una metodología de carácter deductivo. A partir de una revisión teórica de la literatura existente sobre el impacto del método de pago en operaciones de M&A, se plantea una hipótesis preliminar que posteriormente se contrastará empíricamente mediante la aplicación de la técnica del *event study* sobre una muestra de 41 transacciones realizadas en el sector tecnológico europeo entre 2009 y 2024. De esta forma, se comprobará si los patrones identificados en la literatura se replican en este contexto específico, validando o matizando conclusiones previas sobre el efecto del método de pago en la reacción del mercado.

El *Event Study* es una técnica ampliamente utilizada en finanzas para evaluar cómo un evento específico afecta el precio de mercado de una acción, midiendo los rendimientos anormales (*abnormal returns*) que se generan alrededor de la fecha del anuncio del evento (Diepold et al., 2008). En este caso, el evento es el anuncio de la transacción de M&A; y el método de pago es la variable de interés, siendo una variable binaria que puede ser efectivo o acciones ¹

Para ello, siguiendo la metodología tradicional, se calculan los rendimientos anormales comparando el comportamiento real de la acción con su comportamiento estimado mediante técnicas de mercado. Posteriormente, se comparan los rendimientos anormales promedio entre transacciones pagadas en efectivo y aquellas pagadas con acciones, con el objetivo de identificar si existen diferencias significativas en las reacciones del mercado entre ambos grupos. Cabe mencionar que la metodología clásica calcula un único efecto tras el evento, limitando el análisis temporal al no poder analizar la evolución de este efecto con el paso del tiempo.

Para superar esta limitación, el modelo de panel es una extensión del modelo tradicional que permite evaluar el impacto a lo largo del tiempo al incluir distintos momentos antes y después del evento, y asignar un coeficiente para cada uno de ellos (Clarke & Tapia, 2020). Este enfoque también permite usar como referencia unidades que nunca experimentaron el evento (denominadas grupo de control), asignándoles un valor nulo en las variables que marcan los momentos relativos al evento. Esto permite verificar si los grupos comparados seguían trayectorias semejantes antes del evento, lo que es fundamental para validar que las diferencias observadas no se deben a tendencias comunes sino a los efectos del evento.

¹ Se incluyen aquellas transacciones financiadas mediante acciones o mediante una combinación de acciones y otros instrumentos, siguiendo la clasificación propuesta por DePamphilis (2010)

2. Revisión teórica de las principales aportaciones a la cuestión

2.1 Motivos y razones para las fusiones y adquisiciones (M&A)

Las fusiones y adquisiciones (M&A) se definen como procesos corporativos mediante los cuales dos o más empresas independientes se integran, ya sea a través de la unión o de la compra, con el objetivo de consolidar sus activos, pasivos y operaciones en una sola entidad. Esta nueva organización resultante busca ser más grande y, en teoría, más competitiva. Las operaciones de M&A representan un mecanismo estratégico fundamental para el crecimiento empresarial y pueden ofrecer diversas ventajas, como el aumento de la cuota de mercado, el acceso a nuevos segmentos geográficos o de clientes, la mejora de la capacidad financiera y la diversificación de la cartera de productos y servicios (ADEN Business Magazine, 2023).

Las motivaciones o causas que impulsan este tipo de transacciones pueden clasificarse en dos grandes categorías: aquellas que buscan aumentar el valor (*value-increasing*) y aquellas que no lo hacen (*non-value-increasing*) (Nguyen et al., 2012).

Las transacciones orientadas a incrementar el valor tienen como objetivo principal la creación de beneficios a través de la generación de sinergias al combinar ambos negocios. Este principio, denominado *synergy factor*, es la base de lo que Dilshad (2013) denomina teorías neoclásicas, que defienden que los directivos son seres racionales, y que por tanto sus decisiones buscan maximizar el retorno de los accionistas. De esta forma, defienden que un directivo racional solo se involucrará en una transacción si se generan sinergias positivas y correlacionadas, generando de esta forma retornos positivos tanto para la empresa compradora como para la adquirida.

Estas sinergias se clasifican principalmente en operativas o financieras. Las sinergias operativas pueden surgir de una mayor presencia en el mercado que otorga un mayor poder de negociación para la empresa resultante; de economías de escala que permiten reducir el coste unitario de producción o de economías de alcance que permiten a la empresa resultante ofrecer nuevos productos en el mercado. Por otro lado, las sinergias financieras, pueden ser un mejor acceso a fuentes de financiación con menores costes asociados o ventajas fiscales derivadas de la nueva estructura resultante tras la transacción (Nguyen et al., 2012).

Por otro lado, están las teorías de comportamiento, que explican aquellas razones que no aumentan el valor de los inversores. Estos motivos pueden agruparse en tres grandes categorías:

- Los motivos de agencia (*agency motives*), explican aquellas fusiones y adquisiciones que no buscan crear valor para los accionistas, sino satisfacer los intereses personales de los directivos. Aunque actúan de forma racional, los gerentes toman decisiones que protejan su control sobre la compañía o favorezcan su prestigio o seguridad laboral. Estos motivos se dan sobre todo cuando los directivos tienen un porcentaje limitado sobre la participación accionarial y el resto de propietarios tampoco ejerce un control efectivo sobre ellos. En este contexto, los directivos podrían aceptar transacciones para aumentar el tamaño de la empresa (y con ello su propia remuneración), rechazar ofertas que les hagan perder control o incluso aceptar condiciones desfavorables si a cambio aseguran su continuidad en la empresa resultante (Dilshad, 2013)
- Los motivos *hubris*: asumen que los directivos no son racionales, sino que tienen un exceso de confianza. A diferencia de los motivos de agencia, aquí el problema no es que los directivos busquen beneficiarse personalmente, sino que sobreestiman sus capacidades para generar sinergias tras la fusión, lo que los lleva a pagar un precio excesivo por la empresa adquirida (Dilshad, 2013)
- El *market timing*: describe situaciones en las que, como señalan Shleifer y Vishny (2003), las empresas sobrevaloradas utilizan sus acciones infladas para adquirir compañías relativamente menos sobrevaloradas, lo que generalmente conduce a rendimientos anormales negativos tras la fusión

2.2 Historia de las fusiones y adquisiciones

La evolución de las fusiones y adquisiciones a lo largo de la historia ha estado marcada por distintas oleadas, cada una impulsada por cambios económicos, tecnológicos, regulatorios y financieros.

La primera oleada tuvo lugar en Estados Unidos entre 1897 y 1904, conocida como la “oleada de la monopolización”. Durante este período, se consolidaron grandes sectores industriales (como el acero, el petróleo y los metales primarios) mediante fusiones horizontales, utilizando principalmente el efectivo como método de pago (Stigler, 1950).

Los principales factores que impulsaron esta ola fueron la expansión económica, cambios estructurales en las industrias manufactureras, una regulación ineficiente para controlar las concentraciones empresariales debido a fallos en la aplicación del *Sherman Antitrust Act* de 1890 y el crecimiento del mercado bursátil (como el NYSE) que implicó un mayor acceso al mercado de capitales. Además, la falta de protección jurídica a los emprendedores (que se enfrentaban a una responsabilidad ilimitada sobre sus negocios), llevó a muchos empresarios adversos al riesgo a vender sus negocios, mientras que aquellos dispuestos a asumirlo aprovecharon para adquirirlos (Cho y Chung, 2022). La oleada concluyó cuando el presidente Theodore Roosevelt y su sucesor, William Howard Taft, emprendieron una política más activa contra los monopolios, reestructurando muchas de estas grandes corporaciones (Mascareñas y González, 2013).

La segunda ola, entre 1916 y 1929, se desarrolla en un contexto de crecimiento económico tras la Primera Guerra Mundial y de una mayor protección frente a prácticas monopolísticas. Aunque la aprobación del *Clayton Act* en 1914 intentó corregir las deficiencias regulatorias anteriores, terminó incentivando nuevas concentraciones de mercado. Esta ola estuvo protagonizada por pequeñas y medianas empresas que buscaban unirse para alcanzar economías de escala y competir con los grandes líderes sectoriales, generando estructuras oligopolísticas (por ello que sea conocida como la “ola de los oligopolios”) (Mascareñas y González, 2013; Cho y Chung, 2022). La principal forma de pago en esta ola fue el uso de acciones, en lugar de efectivo (Cho y Chung, 2022). Esta fase finalizó con el conocido Crack de 1929 y la posterior Gran Depresión.

La tercera ola, desarrollada entre 1965 y 1972, fue conocida como la “oleada de los conglomerados”. A raíz de las mejoras en la legislación antimonopolio protagonizadas por el *Celler-Kefauver Act* de 1950 y el rechazo social hacia los monopolios, las fusiones se orientaron hacia operaciones entre empresas de sectores no relacionados, buscado diversificar el *portfolio* y reducir la exposición al riesgo sectorial (Cho y Chung, 2022). Inicialmente, el mercado premiaba estas operaciones, valorando las empresas adquiridas al mismo múltiplo que las adquirentes (*P/E*), pero hacia finales de la década de 1970, los inversores comenzaron a cuestionar los fundamentos económicos de estas estrategias. El *Tax Reform Act* de 1969 limitó ventajas fiscales asociadas a estas operaciones, contribuyendo al declive de esta oleada (Mascareñas y González, 2013).

La cuarta oleada, entre 1982 y 1989, estuvo marcada por las megafusiones y las operaciones apalancadas (LBOs). Shleifer y Vishny (1991) explican que muchos conglomerados formados en la ola anterior presentaban importantes ineficiencias operativas, lo que los convirtió en objetivos de adquisiciones, fragmentación y venta de activos, en operaciones que a menudo fueron hostiles. La disponibilidad de financiación mediante bonos de alto rendimiento (*junk bonds*) y la participación activa de la banca de inversión facilitaron este proceso. A nivel internacional, la depreciación del dólar incentivó adquisiciones de empresas estadounidenses por compañías europeas. Esta etapa terminó con la recesión de 1990 y la reducción de oportunidades para nuevas operaciones (Mascareñas y González, 2013).

La quinta oleada, conocida como la “oleada de las TMT” (Tecnología, Medios y Telecomunicaciones), tuvo lugar entre 1992 y 2001. Impulsada por un sólido crecimiento económico, inicialmente estuvo dominada por fusiones estratégicas de largo plazo, mayoritariamente amistosas y con bajo apalancamiento. Sin embargo, a partir de 1997, el auge de las empresas tecnológicas provocó una burbuja de precios que estalló en 2000. Durante esta oleada cobraron importancia estructuras como el *leverage build-up* (LBU), los *spin-offs* y los *equity carve-outs*, utilizados para maximizar el valor de negocios en sectores emergentes (Mascareñas y González, 2013).

La sexta oleada, entre 2004 y 2007, se produjo en un contexto de tipos de interés muy bajos y globalización creciente. Las fusiones fueron financiadas mayoritariamente en efectivo, y las operaciones transfronterizas se intensificaron. En Estados Unidos, predominaron fusiones amistosas apoyadas en financiación externa, mientras que en Europa se usó más financiación interna y en Asia aumentaron las operaciones hostiles. Durante esta época, la facilidad de financiación causada por bajos tipos de interés motivó que los fondos de *private equity* tuvieran una participación más activa. Esta oleada terminó con la crisis financiera de 2008, que provocó el colapso de los mercados de crédito y paralizó prácticamente la actividad de *M&A* (Mascareñas y González, 2013).

Desde la crisis financiera de 2008, el mercado global de *M&A* ha experimentado una recuperación sostenida, marcada por nuevas oleadas impulsadas por factores tecnológicos, financieros y estratégicos. En la década de 2010, el entorno de bajos tipos de interés y elevada liquidez facilitó un crecimiento significativo del volumen de operaciones, con especial protagonismo de las megafusiones en sectores como

telecomunicaciones, energía y salud (Juárez et al., 2017). Además, la irrupción de nuevas tecnologías y modelos de negocio digitales propició un auge de adquisiciones en el sector tecnológico, tanto por parte de grandes plataformas como de fondos de capital riesgo. A partir de 2020, la pandemia de COVID-19 introdujo una etapa de incertidumbre seguida de una reactivación notable, en parte impulsada por la necesidad de consolidación, transformación digital y adaptación a nuevas cadenas de suministro (PwC, 2022). En este contexto, han cobrado mayor relevancia las adquisiciones de tipo “estratégico-transformacional” y el papel activo de fondos de *private equity*, que han alcanzado niveles récord de participación en el mercado global de M&A. La evolución reciente también se ha visto condicionada por la creciente atención a factores ESG, así como por mayores exigencias regulatorias, especialmente en EE. UU. y la Unión Europea (Deloitte, 2022; Finenza, 2024).

2.3 Métodos de pago y sus implicaciones

Los métodos de pago en transacciones de M&A han sido ampliamente estudiados debido a su gran impacto en las percepciones del mercado a dicha transacción y por tanto en los resultados financieros de las empresas implicadas. Sin embargo, la literatura disponible no ofrece una conclusión única, ya que los efectos varían según el horizonte temporal (corto o largo plazo), la industria y el contexto geográfico, entre otros factores.

2.3.1. Definición de los métodos de pago

De acuerdo con DePamphilis (2010), existen dos grandes categorías dentro de los métodos de pago: efectivo (*cash*), si se utiliza únicamente dinero; y no efectivo (*non-cash*), que incluye cualquier forma alternativa de compensación como acciones, notas convertibles u otros instrumentos financieros. Cada categoría presenta características, ventajas y desventajas específicas a tener en cuenta a la hora de decidir qué método emplear.

El pago en efectivo (*cash*) es el método más común y directo, por el que el comprador utiliza recursos internos o recurre a financiación externa (principalmente deuda) para financiar la transacción. Este método permite mantener la estructura de control actual existente del comprador, evitando una dilución en la propiedad accionarial de sus actuales accionistas, y ofrece mayor certeza para los accionistas de la empresa objetivo, quienes reciben una compensación inmediata y líquida (Bijay Sankar & Leepsa, 2018). Sin

embargo, puede comprometer la liquidez del comprador y generar un aumento del riesgo financiero si es necesario asumir deuda adicional. Además, tiene implicaciones fiscales inmediatas: los accionistas de la empresa objetivo deben tributar por las plusvalías en el momento de la transacción (Niden, 1986). Esto puede llevar a pensar que los pagos en efectivo conllevan una prima superior para compensar esta carga impositiva, haciendo que, en contextos de mayor presión fiscal, el pago en acciones resulte más atractivo (Ayers et al., 2003; Houston & Ryngaert, 1997).

Por otro lado, los métodos *non-cash*, especialmente el pago con acciones, implican que los accionistas de la empresa objetivo reciben títulos de la empresa adquiriente como compensación, permitiéndoles mantener su participación en la entidad combinada. Esta opción permite al comprador preservar liquidez, lo cual es especialmente valioso en empresas con limitaciones financieras o que desean mantener capacidad para acometer otras inversiones (Faccio & Masulis, 2005). Además, como se mencionaba anteriormente, al no generar un ingreso inmediato, el pago con acciones permite diferir la tributación hasta que las acciones recibidas sean vendidas, lo cual puede resultar fiscalmente ventajoso (Ayers et al., 2003; Houston & Ryngaert, 1997).

No obstante, esta modalidad presenta limitaciones. En primer lugar, implica la emisión de nuevas acciones, lo que conlleva una dilución de la participación de los accionistas actuales del comprador. Este efecto es más relevante en empresas con estructuras de propiedad concentradas, donde los accionistas mayoritarios pueden mostrar resistencia a una pérdida de control (Stulz, 1988; Eckbo et al., 1990). Además, el mercado puede interpretar negativamente el uso de acciones si sospecha que la empresa adquiriente está intentando aprovechar una sobrevaloración temporal de sus acciones, en línea con la teoría del *market timing* (Shleifer & Vishny, 2003; Savor & Lu, 2009). Desde esta perspectiva, los directivos actuarían estratégicamente, emitiendo acciones cuando saben que están sobrevaloradas.

Relacionado con lo anterior, la asimetría de información entre comprador y vendedor es otro factor clave. Cuando existe incertidumbre sobre la valoración real de la empresa objetivo, el uso de acciones permite compartir el riesgo entre ambas partes. Por el contrario, si el comprador cree tener una ventaja informativa o si la información es transparente, preferirá utilizar efectivo (Hansen, 1987; Travlos, 1987; Eckbo et al., 1990).

También influyen variables financieras como el nivel de endeudamiento de la empresa adquiriente y sus oportunidades de inversión futuras. Empresas con alta deuda o planes de expansión suelen evitar el uso de efectivo para no tensionar su estructura financiera, optando por mecanismos de pago *non-cash* que no comprometan su liquidez (Martin, 1996; Harford et al., 2009). Por parte de la empresa objetivo, las preferencias de sus accionistas y su poder de negociación también influyen: pueden exigir efectivo si priorizan liquidez o acciones si buscan participar en el crecimiento futuro de la entidad combinada (Gaspar et al., 2005).

Por último, el tamaño relativo de ambas compañías condiciona la viabilidad del método. Cuando la empresa objetivo es mucho más pequeña, el impacto dilutivo del pago con acciones es menor. En cambio, en operaciones entre empresas de tamaño similar, la dilución puede ser significativa y políticamente difícil de justificar (Grullon et al., 1997).

En definitiva, la elección entre efectivo y acciones responde a una combinación compleja de factores informativos, fiscales, financieros y estratégicos. No existe un método superior en términos absolutos, sino que su idoneidad depende del contexto específico de cada operación.

2.3.2. *Implicaciones del método de pago en las transacciones de M&A*

Diversos estudios han analizado cómo el método de pago afecta al rendimiento de las empresas involucradas en operaciones de M&A. Aunque tradicionalmente se ha argumentado que las adquisiciones en efectivo son mejor recibidas por los inversores, la literatura muestra que no existe una conclusión única ni generalizable. Los efectos varían según el horizonte temporal, la industria en la que opera la empresa y el contexto geográfico.

A corto plazo, la literatura disponible sugiere que las transacciones pagadas en efectivo suelen ser mejor recibidas por el mercado. Numerosos estudios revelan que los pagos en efectivo tienden a generar retornos anormales positivos para los accionistas de la empresa objetivo, ya que el pago inmediato y líquido es percibido como más seguro (Ismail & Krause, 2010; Travlos, 1987). En otras palabras, el uso de efectivo puede ser percibido como señal de fortaleza financiera y transmite confianza reduciendo la incertidumbre sobre la valoración, lo que es valorado positivamente por el mercado (Brown & Ryngaert, 1991). Por otro lado, el uso de acciones como medio de pago puede ser interpretado

negativamente si el mercado percibe que el comprador está aprovechando una sobrevaloración de sus acciones (Shleifer & Vishny, 2003; Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004). Sin embargo, otros autores señalan que en contextos de alta competencia o donde hay poca información sobre el *target*, el pago en acciones puede ser un mecanismo eficaz para compartir riesgos (Yook et al., 1999).

A largo plazo, los resultados son también ambiguos. Estudios clásicos como los de Agrawal et al. (1992) y Loughran & Vijh (1997) mostraron que las adquisiciones pagadas con acciones tienden a generar rendimientos inferiores para el comprador en el largo plazo. Estudios posteriores apuntan a la mala asignación de capital y a problemas de agencia como explicación (Mitchell & Stafford, 2000). Sin embargo, estudios más recientes como el de Reglero et al. (2024), centrado en el mercado español, ofrecen evidencia contraria: las adquisiciones financiadas con acciones mostraron mejores rendimientos bursátiles acumulados un año después del anuncio, frente a resultados negativos para las financiadas en efectivo.

Este contraste puede deberse a factores mencionados anteriormente como que las empresas que usan acciones tienden a preservar flexibilidad financiera y evitar altos niveles de apalancamiento, lo cual es especialmente valioso en contextos donde la integración post-transacción es compleja y requiere recursos para mitigar riesgos y adaptarse a cambios (Huang et al., 2012; Hansen, 1987; Martin, 1996). Además, las sinergias previstas y el tamaño relativo de las empresas implicadas también influyen en la elección y el resultado del método de pago (Draper & Paudyal, 2006; Grullon et al., 1997). Concretamente, las acciones suelen preferirse en transacciones donde la empresa *target* es pequeña o las sinergias esperadas son elevadas, ya que en el primer caso la dilución accionarial es mínima y en el segundo se preserva la solvencia financiera para facilitar la integración y el aprovechamiento de dichas sinergias.

Desde un punto de vista geográfico, la estructura de propiedad y las regulaciones institucionales condicionan significativamente el método de pago. En Europa, Faccio y Masulis (2005) encontraron que las empresas con accionariado más diluido tienden a evitar el pago con acciones para preservar el control. Asimismo, otros estudios internacionales como los de Alexandridis et al. (2010) o Moschieri et al. (2014) subrayan que los factores institucionales, legales y fiscales de cada país también influyen en la elección del método de pago y en cómo reacciona el mercado ante él. Por ejemplo, en

países con sistemas legales más desarrollados y mayor protección al inversor, las operaciones pagadas en acciones tienden a ser mejor recibidas y pueden generar menos incertidumbre. Por otro lado, en contextos con menor desarrollo institucional el pago en efectivo es más común para reducir riesgos.

Además, investigaciones recientes han destacado la importancia del contexto y las características específicas de las industrias en la decisión del método de pago. Por ejemplo, Yuan et al. (2016) señalaron que, el impacto del método de pago varía según el ciclo de vida y las características de la industria, revelando que en industrias en crecimiento el uso de acciones como medio de pago suele estar asociado con una mayor rentabilidad operativa.

El sector tecnológico destaca como un caso particular debido a la alta volatilidad en las valoraciones, debido al peso de activos intangibles como *software* y patentes, así como a las expectativas de crecimiento. Por ello, el uso de acciones como medio de pago puede interpretarse como una forma de compartir riesgos con los accionistas de la empresa objetivo, lo que se traduce en rendimientos positivos a corto plazo y superiores que los de las transacciones pagadas en efectivo (Wulandari, 2015). Por su parte, Zaheer et al. (2010) muestran que, en industrias intensivas en conocimiento como es el sector tecnológico, la asimetría de información entre comprador y vendedor es un riesgo clave que puede afectar al éxito de la transacción. Ello sugiere que el uso de acciones como método de pago puede ser beneficioso para pueden mitigar riesgos asociados a la integración post-transacción.

En resumen, si bien tradicionalmente el pago en efectivo ha sido asociado a mejores resultados inmediatos, existen numerosos factores como el horizonte temporal, el entorno geográfico, la situación financiera del comprador y el sector que condicionan los resultados reales de cada transacción. La elección óptima del método de pago sigue dependiendo del contexto específico de cada operación.

3. Análisis del sector tecnológico europeo

Las adquisiciones tecnológicas, como definen Ahuja y Katila (2001), son aquellas en las que la empresa *target* aporta activos claves relacionados con el conocimiento técnico, como patentes, capacidades de I+D o *know-how* especializado. Estos activos amplían la base de conocimiento de la empresa compradora y pueden convertirse en una fuente de ventaja competitiva a través del fortalecimiento de su capacidad innovadora.

En términos cuantitativos, el volumen de las transacciones de M&A europeas ha demostrado una clara tendencia positiva, con tasas de crecimientos anuales del 8-9% en las dos últimas décadas. Además, solo en el subsector de *software*, el número de transacciones ha pasado de 148 en 2004 a más de 3.400 en 2024, lo que implica un crecimiento aproximado del 18% anual (Aventis Advisors, 2024). Esto no solo refleja la expansión del ecosistema digital europeo, sino el creciente apetito de los inversores por activos tecnológicos. Para reforzar esta última hipótesis, se puede ver como cada vez más número de transacciones de este sector cuentan con la presencia de agentes financieros. Mientras que en 2004 la mayoría de las transacciones eran de tipo estratégico, desde 2020 más de un 35% de ellas han estado protagonizados por fondos financieros (Aventis Advisors, 2024).

Las motivaciones de compra en fusiones y adquisiciones tecnológicas han evolucionado considerablemente a lo largo del tiempo. A comienzos de los años 2000, tras la creación del euro y el avance del mercado único europeo, muchas empresas utilizaron las M&A para expandirse geográficamente dentro de Europa, aumentar su escala operativa y consolidar cuota de mercado, especialmente en sectores intensivos en tecnología (Frey y Hussinger, 2011). Además, durante este período, el exceso de liquidez y la disponibilidad de deuda barata facilitaron la financiación de estas transacciones, impulsando el crecimiento del sector.

Sin embargo, en la última década, las motivaciones se han desplazado hacia un enfoque más transformacional. Las M&A han pasado a ser una vía estratégica para acelerar procesos de digitalización, adquirir capacidades tecnológicas avanzadas y posicionarse ante nuevas olas de innovación. Hoy en día, las operaciones buscan incorporar activos como inteligencia artificial, automatización, ciberseguridad o plataformas digitales especializadas, que son difíciles de desarrollar de forma orgánica y resultan clave para

mantener la competitividad en mercados globales en constante evolución (Accenture, 2023; Morgan Stanley, 2024).

Existen, no obstante, opiniones contrarias acerca de este tipo de transacciones. Aunque diversos estudios han demostrado que este tipo de adquisiciones tecnológicas suelen generar reacciones positivas en el mercado (Wulandari, 2015), otros autores sostienen que muchas de estas operaciones no persiguen únicamente la integración de productos innovadores, sino también frenar el desarrollo de empresas emergentes (generalmente *startups*) con el objetivo de eliminar potenciales competidores. Esta estrategia podría debilitar la competencia orgánica en el sector y perjudicar al consumidor final (Ivaldi et al., 2024).

Este tipo de prácticas, comúnmente denominadas “*killer acquisitions*”, han generado amplio debate. Entre sus argumentos se encuentran que pueden ser perjudiciales para el consumidor al reducir la competencia, aumentar los precios y consolidar datos de manera anticompetitiva. Además, pueden desalentar la entrada de nuevas empresas en el mercado, ya que generan salidas muy tentadoras para los emprendedores, que podrían vender a grandes compañías en lugar de competir. Sin embargo, estudios recientes destacan que no todas estas transacciones son negativas. El impacto depende de si la empresa adquirida realmente hubiera innovado sin la fusión. Además, en ciertos casos, una adquisición puede ser positiva si ayuda a la *startup* a superar limitaciones financieras o técnicas que obstaculizaban su crecimiento. Esto queda reflejado por Ivaldi et al. (2023) en su estudio, donde demuestran que estas transacciones no siempre eliminan productos de las empresas adquiridas, sino que pueden impulsarlos, aumentar la producción del sector y mantener la competencia, cuestionando así la necesidad de endurecer las políticas de control de fusiones.

A pesar de estos argumentos, las autoridades europeas han ido endureciendo el escrutinio sobre las fusiones del sector. Tal y como argumentan Peristerakis et al. (2025), el sector tecnológico tiene ciertas características que lo diferencian de los sectores tradicionales, y que lo convierte en especialmente importante en el mercado. Entre estas cualidades, destacan la presencia de amplias economías de escala y alcance, efectos de red significativos, el uso intensivo de datos de los usuarios y la creación de ecosistemas digitales integrados donde combinan sus propias aplicaciones con servicios de terceros.

El marco regulatorio, hasta hace poco basado en umbrales de facturación, podía dejar pasar adquisiciones de *startups* o competidores emergentes que no sobrepasan esos límites, pero presentan un alto potencial competitivo. En el caso de España, además del umbral de facturación, la normativa establece un criterio alternativo basado en la cuota de mercado: una operación debe notificarse si da lugar a una participación igual o superior al 30 % en un determinado mercado relevante, incluso si no se superan los volúmenes de negocio mínimos (Ley 15/2007, art. 8.1.a). A nivel europeo, para abordar las limitaciones del sistema tradicional, la Comisión Europea reinterpretó en 2021 el artículo 22 del Reglamento de Concentraciones, permitiendo revisar adquisiciones de empresas con bajo volumen de negocio si presentaban un alto potencial competitivo, incluso cuando los Estados miembros que remitían el caso no tenían competencia nacional sobre la operación. Esta nueva interpretación buscaba evitar que fusiones potencialmente anticompetitivas en mercados digitales escaparan al control. Sin embargo, en 2024 el Tribunal de Justicia de la Unión Europea anuló esta práctica en el caso *Illumina/GRAIL*, alegando que violaba principios jurídicos fundamentales como la seguridad jurídica. Como consecuencia, la Comisión retiró su orientación y ahora solo acepta referencias desde países que tengan competencia efectiva sobre la operación, aunque varios Estados miembros, incluida España, están adaptando o reforzando su legislación nacional para mantener este tipo de mecanismos activos (Peristerakis et al., 2025).

4. Estudio

4.1 Elección de la muestra

Para la elaboración de la muestra y la recopilación de los datos, se ha utilizado la plataforma *FactSet Research Systems Inc.*, una herramienta profesional ampliamente empleada en el ámbito financiero. *FactSet* proporciona acceso a datos históricos de precios, información contable y detalles sobre transacciones corporativas, entre otras cosas. En este trabajo, se ha utilizado tanto para identificar las operaciones de M&A dentro del sector tecnológico europeo como para descargar los precios diarios de las acciones de las empresas adquirientes necesarias para el análisis.

A través de su herramienta de filtrado, se ha logrado llegar a una muestra de transacciones que cumplen con los siguientes criterios de selección:

- Se consideraron únicamente fusiones, adquisiciones y compras de participaciones mayoritarias realizadas en los últimos quince años (entre agosto de 2009 y agosto de 2024), excluyendo aquellas canceladas o basadas en rumores con el fin de asegurar la fiabilidad de la información
- La empresa adquiriente debe cotizar en bolsa (debe ser una empresa pública), para garantizar el acceso a los datos relativos al histórico de precios
- El valor mínimo de la transacción debía superar los 500 millones de euros, con el objetivo de centrarse en operaciones de gran relevancia estratégica y visibilidad en el mercado
- Se seleccionaron exclusivamente transacciones en las que ambas empresas pertenecen al sector de servicios tecnológicos y el comprador está ubicado en la región de Europa Occidental, con el objetivo de asegurar la homogeneidad sectorial y geográfica de la muestra

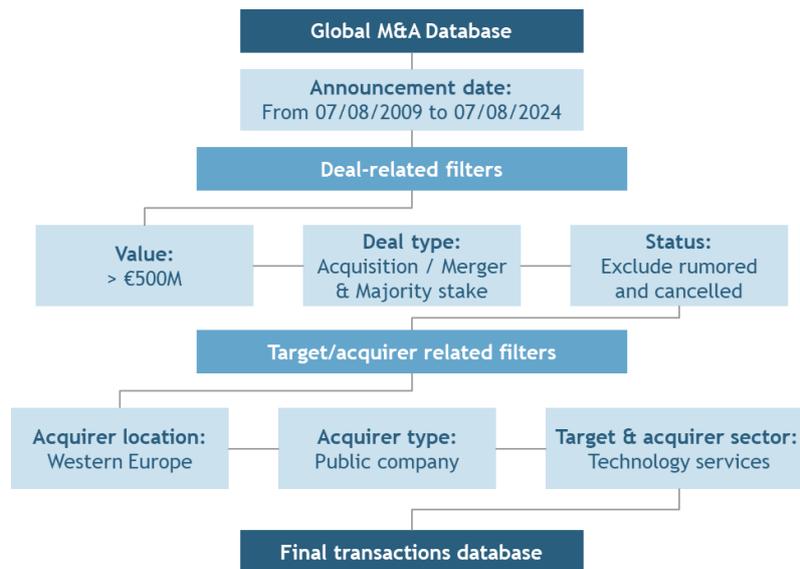


Figura 2: Diagrama de flujo sobre el proceso de filtración de datos (Elaboración propia)

Las operaciones resultantes del filtrado se clasificaron según su método de pago: 25 en efectivo, 6 en acciones y 10 mixtas (agrupadas como pagos en acciones según la clasificación establecida por DePamphilis, 2010).

Adicionalmente, del portal Kenneth R. French² se han descargado los datos de retornos del mercado europeo, así como la tasa libre de riesgo (*risk-free-rate*), utilizados para el cálculo de los retornos anormales.

4.2 Aplicación del *Event Study*

Tal y como se introducía anteriormente, este trabajo emplea la metodología de *event study*, ampliamente aplicada en la literatura financiera para medir el impacto de eventos específicos sobre los precios de las acciones (MacKinlay, 1997). En este caso, el evento analizado es el anuncio de una operación de fusiones y adquisiciones (M&A) por parte de una empresa tecnológica europea cotizada. El objetivo es identificar si existen diferencias significativas en los retornos anormales (*abnormal returns*) generados en función del método de pago utilizado en la transacción (efectivo o acciones).

Antes de realizar el análisis, fue necesario preparar la base de datos. Para ello, se combinaron dos fuentes principales de información: por un lado, el histórico de precios diarios de las empresas cotizadas, y por otro, el listado de transacciones seleccionadas.

² Se puede consultar la base de datos empleada a través del siguiente enlace:
https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

La combinación se hizo vinculando ambos conjuntos de datos mediante el nombre de la empresa adquiriente y la fecha del anuncio, lo que permitió identificar con precisión qué precios correspondían a cada operación.

A cada transacción se le asignó un identificador único (*Event_id*) que combina la entidad y su fecha de anuncio. Esto permitió crear una estructura organizada para el análisis, con todas las observaciones necesarias alineadas temporalmente en torno al evento.

Posteriormente, se calculó la variable *TimetoEvent*, que indica cuántos días se sitúa cada observación respecto al evento. Este cálculo no se hizo restando fechas directamente, sino a partir de la posición relativa del evento dentro de cada serie temporal, con el fin de evitar errores provocados por fines de semana o festivos sin cotización. Así, un valor de 0 representa el día del anuncio, -1 el día anterior, +1 el siguiente, y así sucesivamente.

Una vez estructurados y alineados los datos, se procede a realizar el análisis, que puede resumirse en los siguientes pasos:

1. Estimación de parámetros

Se define una ventana de estimación previa al evento con un tamaño de 120 días que va de [-130, -11], utilizada para calibrar los parámetros del modelo de mercado. Concretamente, se estima la relación histórica entre el rendimiento diario de cada acción y el rendimiento del mercado, representada mediante dos parámetros para cada evento: el coeficiente beta (β_j), que mide la sensibilidad de la acción frente al mercado, y el alfa (α_j), que recoge el rendimiento anormal medio de la acción no explicado por el comportamiento del índice de referencia.

La fórmula utilizada para estimar el rendimiento esperado de cada acción se basa en el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) y es la siguiente:

$$E(R_j) = \alpha_j + r_f + \beta_j \times (E(R_m) - r_f)$$

2. Cálculo de los retornos esperados:

Utilizando los parámetros obtenidos en el paso anterior, se estima cuál habría sido el rendimiento esperado de cada acción durante la ventana del evento, que va hasta [-3, 3], aplicando nuevamente el modelo CAPM para calcularlos.

3. Cálculo de los retornos anormales (AR)

Para cada día dentro de la ventana del evento, se calculan los retornos anormales como la diferencia entre el rendimiento observado y el rendimiento esperado. Esta diferencia representa el impacto inesperado del anuncio sobre el precio de la acción.

$$AR_{jt} = (R_{jt}) - E(R_{jt})$$

4. Cálculo y evaluación del CAR

Los retornos anormales se agregan en forma de retornos acumulados anormales (CAR) para ventanas temporales específicas, concretamente [-1, 0], [-1, 1] y [-3, 3]. Para comprobar si estos valores son estadísticamente significativos, se realiza una prueba de significancia utilizando un *t-statistic*.

5. Resultados

Con el objetivo de evaluar si la reacción del mercado ante el anuncio de una transacción de M&A es estadísticamente significativa, se han estimado los retornos anormales (AR) como la diferencia entre los retornos diarios observados y los retornos esperados, calculados a través del modelo CAPM. El análisis se ha realizado por separado para dos grupos: 25 transacciones pagadas en efectivo y 16 transacciones financiadas mediante acciones (incluyendo pagos mixtos, clasificados como acciones según DePamphilis, 2010). Además, se han considerado distintas ventanas temporales alrededor de la fecha del anuncio con el objetivo de analizar la sensibilidad de la reacción del mercado en distintos horizontes temporales. Por último, se ha llevado a cabo una comparación entre ambos grupos. Los resultados se presentan a continuación:

Evolución y contraste estadístico del CAR en función de la ventana temporal y el método de pago						
	[-1, 0]		[-1, 1]		[-3, 3]	
	Cash	Stock	Cash	Stock	Cash	Stock
CAR	1.25	5.02	0.83	9.41	1.21	9.11
t-statistic	1.63	2.25	1.07	3.05	1.07	2.23
p-valor	0.1172	0.0414	0.4054	0.0086	0.2965	0.0422

Figura 3: Análisis comparativo del CAR y su significancia estadística (Elaboración propia)

5.1 Resultados anormales para pagos en efectivo

En el caso de las 25 operaciones financiadas exclusivamente en efectivo, se observa una reacción positiva del mercado en los días inmediatamente posteriores al anuncio. En la ventana corta [-1, 0], el CAR alcanza un 1,25%, aunque sin significancia estadística ($p = 0,1172$), lo que impide afirmar con certeza que el mercado reacciona de forma sistemáticamente favorable ante este tipo de transacciones.

Al ampliar la ventana temporal, el efecto se diluye: en [-1, 1], el CAR se reduce a 0,83% y en la ventana más amplia [-3, 3] se sitúa en 1,21%, ambos también sin significancia estadística ($p > 0,05$). Estos resultados sugieren que, aunque la dirección del efecto es positiva, no existe evidencia estadística concluyente de una reacción consistente del mercado ante adquisiciones pagadas en efectivo.

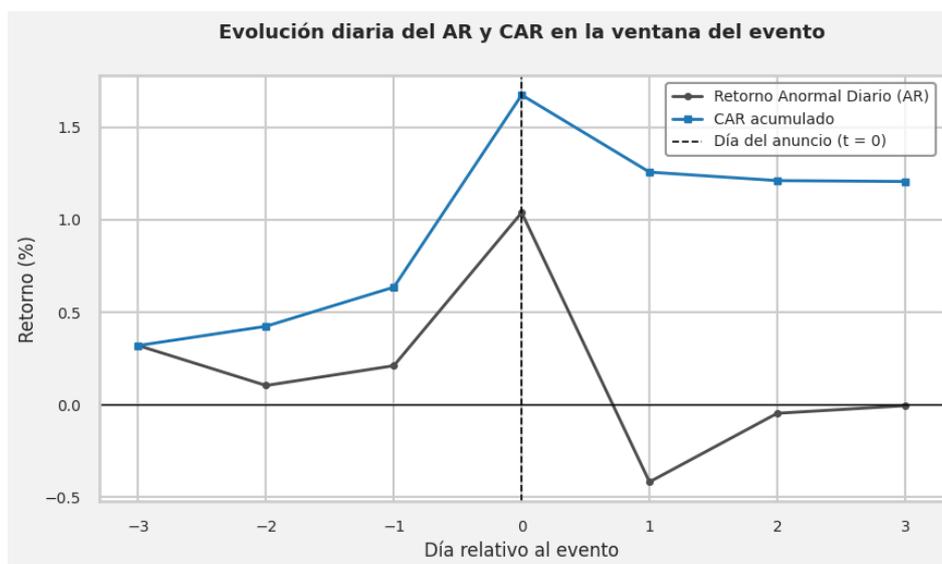


Figura 4: Evolución del AR en [-3, 3] para pago en efectivo (Elaboración propia)

Analizando la evolución en la ventana temporal más amplia [-3, 3], se observa que la reacción del mercado ante las adquisiciones pagadas en efectivo se concentra principalmente en torno al día del anuncio, donde se registra el mayor incremento en los rendimientos anormales. En los días previos, la evolución es moderada y no se detectan indicios claros de anticipación por parte del mercado. Tras el anuncio, los retornos anormales tienden a estabilizarse cerca de cero, lo que sugiere que el efecto es inmediato, pero no sostenido en el tiempo.

En conjunto, las operaciones pagadas en efectivo parecen generar una reacción positiva puntual en el mercado, aunque dicha reacción no alcanza niveles de significancia estadística en ninguna de las ventanas analizadas. Esto indica que, si bien el mercado puede interpretar este tipo de financiación como una señal de solidez financiera por parte del comprador, su efecto sobre el valor percibido no es lo suficientemente consistente como para considerarse concluyente.

5.2 Retornos anormales para pagos en acciones

Por el contrario, las 16 transacciones financiadas mediante acciones generan una reacción significativamente más intensa y prolongada. En la ventana [-3, 3], el CAR alcanza un 9,11%, con un nivel de significancia estadística elevado ($p = 0,0422$). También se

observan valores elevados y significativos en las ventanas más cortas: 5,02% en [-1, 0] ($p = 0,0414$) y 9,41% en [-1, 1] ($p = 0,0086$).

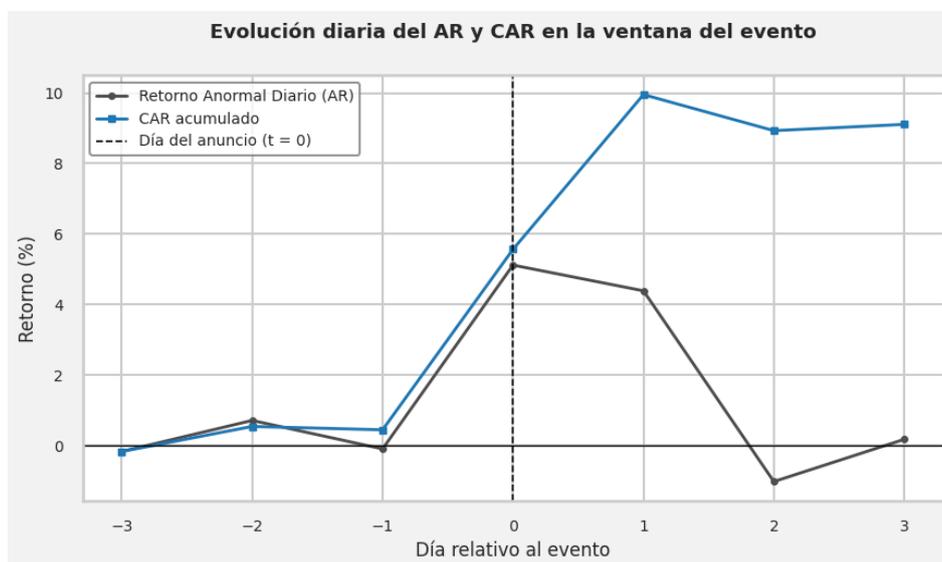


Figura 5: Evolución del AR en [-3, 3] para pago con acciones (Elaboración propia)

A diferencia de lo que ocurre con los pagos en efectivo, la reacción en las operaciones con acciones parece extenderse más allá del día del anuncio. En las tres ventanas temporales analizadas, el CAR se mantiene elevado y con alta significancia estadística, lo que indica que el mercado no solo reacciona de forma inmediata, sino que continúa ajustando su valoración en los días siguientes.

Este comportamiento puede estar asociado a la percepción de que las adquisiciones pagadas en acciones suelen estar vinculadas a operaciones con un componente estratégico más relevante, lo cual puede generar expectativas positivas sobre el crecimiento futuro de la empresa.

5.3 Análisis comparativo de métodos de pago

Para determinar si las diferencias observadas entre ambos métodos de pago son estadísticamente significativas, se ha llevado a cabo un modelo de regresión simple, utilizando los retornos anormales (AR) como variable dependiente y el tipo de método de pago (efectivo = 0; acciones = 1) como variable explicativa. Este enfoque permite evaluar si el uso de acciones en lugar de efectivo tiene un impacto sistemático sobre la magnitud

de los AR. Los resultados obtenidos para las tres ventanas de evento analizadas se resumen en la siguiente tabla:

Regresión para la ventana [-1, 0]				
R² ajustado	0.06			
	coef	std err	t	P > t
const	1.2503	1.217	1.028	0.311
β (stock)	3.7731	1.987	1.899	0.065

Regresión para la ventana [-1, 1]				
R² ajustado	0.19			
	coef	std err	t	P > t
const	0.8333	1.646	0.506	0.616
β (stock)	8.5789	2.689	3.191	0.003

Regresión para la ventana [-3, 3]				
R² ajustado	0.10			
	coef	std err	t	P > t
const	1.2070	2.117	0.570	0.572
β (stock)	7.9020	3.495	2.286	0.028

Figura 6: Resultados del modelo de regresión sobre el método de pago (Elaboración propia)

Cabe destacar que, en los tres modelos el R^2 ajustado es bajo, sin superar en ningún caso el 20%, lo cual es esperable en el contexto del *event study*. Al trabajar con ventanas temporales muy reducidas y por tanto con un número muy limitado de observaciones, este estadístico tiende a reflejar una capacidad explicativa limitada. Sin embargo, el objetivo de esta regresión no es tanto explicar la varianza total de los datos, sino identificar efectos puntuales y significativos alrededor del evento analizado.

A pesar de esta limitación, se observan algunas diferencias relevantes según el intervalo analizado. En la ventana más corta [-1, 0], el coeficiente asociado al método de pago es positivo (3,77) pero no estadísticamente significativo, lo que sugiere que el mercado no

reacciona de forma diferencial a las transacciones pagadas en efectivo frente a las financiadas con acciones el día del anuncio.

En cambio, en la ventana de tres días $[-1, 1]$, el coeficiente se incrementa considerablemente (8,58) y es estadísticamente significativo al 5%, lo que indica que en este rango sí parece haber una reacción más clara del mercado, que parece valorar mejor las transacciones en efectivo.

Por último, en la ventana más amplia $[-3, 3]$ el coeficiente se mantiene elevado (7,90) y mantiene el nivel de significancia del 5% ($p = 0,028$), lo que refuerza la idea de que, cuando se analiza con mayor perspectiva temporal, el tipo de pago sí genera diferencias en la reacción del mercado, con una preferencia por las operaciones pagadas con acciones.

6. Conclusiones

El objetivo de este trabajo ha sido analizar si el método de pago empleado en operaciones de fusiones y adquisiciones genera diferencias significativas en la reacción del mercado, centrándose en el sector tecnológico europeo. Para ello, se ha realizado una revisión exhaustiva de la literatura y un análisis empírico basado en la metodología de *event study* aplicado a 41 operaciones relevantes.

A continuación, se resumen las principales conclusiones obtenidas en relación con los cuatro objetivos planteados:

1. Realizar una revisión de la literatura académica existente sobre los efectos del método de pago en fusiones y adquisiciones

La literatura académica ofrece una visión diversa y, en ocasiones, contradictoria sobre el efecto del método de pago en la valoración de una operación de M&A. Tradicionalmente, el pago en efectivo ha sido considerado como una señal positiva de fortaleza financiera por parte del comprador, generando retornos anormales positivos a corto plazo, especialmente cuando se busca reducir la incertidumbre en la valoración de la empresa objetivo (Travlos, 1987; Brown & Ryngaert, 1991).

No obstante, estudios más recientes han matizado esta visión al destacar que el uso de acciones puede tener implicaciones estratégicas favorables. En determinados contextos, como industrias intensivas en innovación o mercados con alta incertidumbre, el pago con acciones puede interpretarse como un mecanismo eficiente para compartir riesgos entre comprador y vendedor, preservar la liquidez de la empresa adquirente o alinear incentivos en la integración posterior a la operación (Faccio & Masulis, 2005; Laamanen, 2007). En definitiva, la literatura sugiere que no existe un método universalmente superior, sino que el efecto depende de factores como el horizonte temporal, el tipo de industria, el contexto geográfico y la estructura de propiedad de las empresas implicadas.

2. Analizar la evolución de la actividad de M&A en el sector tecnológico europeo en las últimas décadas, destacando las características propias del sector frente a otras industrias

Durante las dos últimas décadas, el sector tecnológico europeo ha mostrado una trayectoria de crecimiento constante en número y volumen de operaciones de M&A. Este dinamismo se explica por características estructurales que lo diferencian claramente de otros sectores: alta volatilidad en las valoraciones, fuerte presencia de activos intangibles, rápida obsolescencia tecnológica y un entorno competitivo marcado por la innovación continua. En este contexto, las fusiones y adquisiciones se han convertido en una herramienta esencial no solo para crecer, sino para adaptarse, innovar y sobrevivir.

Inicialmente, muchas operaciones tenían como objetivo principal ganar tamaño y acceder a nuevos mercados dentro del marco del mercado único europeo. Sin embargo, con el tiempo, el foco ha cambiado hacia la adquisición de capacidades clave como talento, propiedad intelectual o soluciones tecnológicas, que permitan acelerar procesos de transformación digital. Este tipo de adquisiciones responde a una lógica más estratégica y se justifica por la dificultad de desarrollar internamente ciertos recursos a la velocidad que exige el mercado (Ahuja & Katila, 2001; Wulandari, 2015).

Además, el atractivo del sector ha llevado a una creciente presencia de inversores financieros, que han encontrado en la tecnología una oportunidad para capturar valor a través de modelos de negocio escalables y altamente rentables. Al mismo tiempo, este auge ha despertado el interés de los reguladores, preocupados por el impacto que algunas operaciones podrían tener sobre la competencia y la innovación a largo plazo. El debate en torno a las llamadas “*killer acquisitions*” y la evolución del marco legal europeo reflejan la sensibilidad creciente hacia este tipo de transacciones (Ivaldi et al., 2024; Peristerakis et al., 2025).

En resumen, el sector tecnológico europeo se caracteriza por su dinamismo, complejidad y velocidad de cambio, lo que convierte a las operaciones de M&A en una herramienta estratégica indispensable. Esta especificidad justifica plenamente la necesidad de analizar de forma diferenciada cómo reacciona el mercado ante ellas.

3. A través del estudio de evento, determinar si existen diferencias significativas en los retornos anormales de las transacciones financiadas en efectivo frente a aquellas financiadas con acciones en dicho sector

Los resultados del análisis permiten concluir que, dentro del sector tecnológico europeo, el método de pago influye en la reacción del mercado ante operaciones de M&A. En particular, las transacciones financiadas con acciones (o combinación de acciones y otros instrumentos de financiación) generaron retornos anormales acumulados (CAR) significativamente más altos que las pagadas en efectivo. Esta diferencia es especialmente notable en ventanas temporales más amplias, como $[-1, 1]$ y $[-3, 3]$, donde las diferencias entre ambos grupos son estadísticamente significativas. En cambio, en el caso de las transacciones pagadas en efectivo, si bien se observan reacciones ligeramente positivas, estas no son estadísticamente significativas y tienden a diluirse rápidamente tras el anuncio.

Este patrón se confirma tanto en el análisis descriptivo como en los modelos de regresión, lo que refuerza la idea de que el uso de acciones como forma de pago puede generar una valoración más positiva por parte del mercado en este contexto específico. Si bien estos resultados no implican una superioridad general de un método sobre otro, sí confirman que el contexto sectorial y el perfil de las operaciones influyen en la percepción de los inversores.

4. Evaluar las implicaciones prácticas de los resultados obtenidos y sus posibles causas

Desde una perspectiva práctica, los resultados obtenidos cuestionan la idea de que el pago en efectivo sea universalmente preferido por el mercado. En el caso del sector tecnológico europeo, las operaciones financiadas mediante acciones presentan, de forma sistemática, mayores retornos anormales que aquellas realizadas en efectivo, lo que sugiere una percepción más favorable por parte de los inversores en este contexto particular.

Entre las posibles causas de esta reacción destaca la naturaleza del propio sector tecnológico, caracterizado por ciclos rápidos de innovación, alto potencial de escalabilidad y una mayor volatilidad. En este tipo de entornos, el uso de acciones como método de pago puede interpretarse no como una señal de debilidad financiera, sino como una estrategia para preservar la liquidez y compartir riesgos entre comprador y vendedor, especialmente cuando la valoración futura de la empresa objetivo es incierta (Laamanen, 2007). Asimismo, esta forma de financiación puede facilitar la retención del equipo directivo de la empresa adquirida, alineando sus incentivos con los de la nueva entidad

resultante, lo cual es especialmente valioso en industrias donde el conocimiento y el capital humano representan ventajas competitivas difíciles de replicar (Graebner, 2004).

Desde el punto de vista de la gestión estratégica, el uso de acciones ayuda a mantener la liquidez necesaria para llevar a cabo futuras inversiones en I+D u otro tipo de expansiones. Como señalan Faccio y Masulis (2005), esta opción suele preferirse cuando existen altos niveles de asimetría de información o cuando las acciones de la empresa adquirente están valoradas favorablemente por el mercado, lo que refuerza su atractivo como método de pago. Además, si el comprador cuenta con una reputación sólida o un historial exitoso en integraciones previas, el uso de acciones puede interpretarse como una señal de compromiso a largo plazo y una apuesta conjunta por el éxito del proyecto, generando una reacción aún más positiva por parte del mercado.

Cabe destacar, además, que el grupo de transacciones clasificadas como "pagos en acciones" incluye tanto operaciones pagadas exclusivamente mediante acciones como aquellas que utilizaron una combinación de acciones y efectivo. Según diversos estudios, los pagos mixtos tienden a generar retornos anormales superiores a los obtenidos cuando se emplea una única fuente de financiación, ya sea puramente en efectivo o solo en acciones (Travlos, 1987; Petmezas, 2009). Esto podría deberse a que el mercado interpreta los pagos combinados como una estrategia que combina las ventajas de ambos métodos, logrando alcanzar un equilibrio entre compromiso financiero y alineación de intereses, especialmente adecuado en entornos de alta incertidumbre como el tecnológico.

No obstante, es importante señalar que estos resultados no deben extrapolarse directamente a otros sectores o contextos geográficos. Como se ha demostrado, la interpretación del método de pago depende en gran medida de las características del mercado, del ciclo económico y de la posición relativa de las partes involucradas. En sectores más estables o intensivos en capital físico, los efectos podrían ser distintos.

7. Reconocimiento del uso de tecnologías de Inteligencia Artificial

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Marta Alcaraz, estudiante de ADE y Business Analytics (E-2 Analytics) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "*Análisis de las reacciones de mercado a los métodos de pago en M&A: el caso de las empresas tecnológicas en Europa*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
4. Sintetizador y divulgador de libros complicados: Para resumir y comprender literatura compleja.
5. Revisor: Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 23/05/2025

Firma: 

8. Bibliografía

Accenture. (2024, April 24). *Reinventing M&A with generative AI*. <https://www.accenture.com/gb-en/insights/strategy/reinventing-m-and-a-with-generative-ai>

ADEN Business Magazine. (2023, 17 de octubre). *Fusiones y adquisiciones (M&A)*. <https://www.aden.org/business-magazine/fusiones-y-adquisiciones-ma/>

Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *The Journal of Finance*, 47(4), 1605–1621. <https://doi.org/10.2307/2328956>

Ahuja, G. & Katila, R., (2001). “Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study”. *Strategic Management Journal*, (22), 197- 220. <https://doi.org/10.1002/smj.157>

Alexandridis, G., Petmezas, D., & Travlos, N. G. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. *Financial Management*, 39(4), 1671–1695. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01126.x>

Aventis Advisors. (2024, enero 20). M&A in Europe: Deal volumes soar 4-fold in two decades. Recuperado de <https://aventis-advisors.com/ma-in-europe/>

Ayers, B. C., Lefanowicz, C. E., & Robinson, J. R. (2003). Shareholder taxes in acquisition premiums: The effect of capital gains taxation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2783–2801. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00622.x>

Bijay Sankar, B. P., & Leepsa, N. M. (2018). Payment methods in mergers and acquisitions: A theoretical framework. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(1), 170–187. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v8i1.12354>

Brown, D. T., & Ryngaert, M. D. (1991). The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymmetric information. *The Journal of Finance*, 46(2), 653–669. <https://doi.org/10.2307/2328840>

Campa, J. M., & Moschieri, C. (2008). *The European M&A industry: Trends, patterns and shortcomings* (Working Paper No. 762). IESE Business School - University of Navarra. <https://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0762-E.pdf>

Cho, S., & Chung, C. Y. (2022). Review of the literature on merger waves. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10), 432. <https://doi.org/10.3390/jrfm15100432>

Clarke, D., & Tapia-Schyte, K. (2021). Implementing the panel event study. *The Stata Journal*, 21(4), 853–884. <https://doi.org/10.1177/1536867X211063144>

Cloodt, M., Hagedoorn, J., & Van Kranenburg, H. (2006). Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. *Research Policy*, 35(5), 642–654. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.02.007>

Deloitte. (2022, 9 de mayo). *ESG como motor de transformación del mercado de fusiones y adquisiciones*. Recuperado de <https://www.deloitte.com/es/es/services/risk-advisory/blogs/sostenibilidad-deloitte/esg-como-motor-de-transformacion-del-mercado-de-fusiones-y-adquisiciones.html>

DePamphilis, D. (2010). *Mergers and acquisitions basics: Negotiation and deal structuring* (1ª ed.). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/C2009-0-20145-0>

Diepold, B., Feinberg, R. M., Round, D. K., & Tustin, J. (2008). Merger impacts on investor expectations: An event study for Australia. *International Journal of the Economics of Business*, 15(1), 45–62. <https://doi.org/10.1080/13571510701830465>

Dilshad, M. N. (2013). Profitability analysis of mergers and acquisitions: An event study approach. *Business and Economic Research*, 3(1), 89–100. <https://doi.org/10.5296/ber.v3i1.2781>

Draper, P., & Paudyal, K. (2006). Acquisitions: private versus public. *European Financial Management*, 12(1), 57–80. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00310.x>

Eckbo, B. E., Giammarino, R. M., & Heinkel, R. L. (1990). Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests. *Review of Financial Studies*, 3(4), 651–675. <https://doi.org/10.1093/rfs/3.4.651>

Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345–1388. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00764.x>

Frey, R., & Hussinger, K. (2011). European market integration through technology-driven M&As. *Applied Economics*, 43(17), 2143–2153. <https://doi.org/10.1080/00036840903153796>

Finenza. (2024, 7 de mayo). *El rol del ESG en M&A en 2024*. Recuperado de <https://www.finenza.com/es/esg-fusiones-adquisiciones-2024/>

Gaspar, J., Massa, M., & Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 135–165. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.002>

Graebner, M. E. (2004). Momentum and serendipity: How acquired leaders create value in the integration of technology firms. *Strategic Management Journal*, 25(8–9), 751–777. <https://doi.org/10.1002/smj.419>

Grullon, G., Michaely, R., & Swary, I. (1997). Capital adequacy, bank mergers, and the medium of payment. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(1), 97–124. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00097>

Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *The Journal of Business*, 60(1), 75–95. <https://doi.org/10.1086/296386>

Harford, J., Klasa, S., & Walcott, N. (2009). Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 1–14.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.07.006>

Houston, J. F., & Ryngaert, M. D. (1997). Equity issuance and adverse selection: A direct test using conditional stock offers. *The Journal of Finance*, 52(1), 197–219.
<https://doi.org/10.2307/2329561>

Huang, J., Pierce, J. R., & Tsyplakov, S. (2012). Post-merger integration duration and leverage dynamics of mergers: Theory and evidence. *SSRN Electronic Journal*,
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1787265>

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.
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.06.003>

Ivaldi, M., Petit, N., & Ünekbaş, S. (2023, 15 de septiembre). Killer acquisitions in digital markets may be more hype than reality. *VoxEU.org*. Recuperado de
<https://cepr.org/voxeu/columns/killer-acquisitions-digital-markets-may-be-more-hype-reality>

Ivaldi, M., Petit, N., & Unekbas, S. (2024). *Killer acquisitions: Evidence from EC merger cases in digital industries* (TSE Working Paper No. 13-1420). *Antitrust Law Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4407333>

Juárez, G. de la L., Sánchez Daza, A., & Sánchez Daza, G. (2017). *Nueva oleada de fusiones y adquisiciones*. *Panorama Económico*, 12(24), 91-114.
<https://ideas.repec.org/a/ipn/panora/v12y2017i24p91-114.html>

Katz, M. L. (2021). Big Tech mergers: Innovation, competition for the market, and the acquisition of emerging competitors. *Information Economics and Policy*, 54, 100883.
<https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2020.100883>

Laamanen, T. (2007). On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal*, 28(13), 1359-1369. <https://doi.org/10.1002/smj.639>

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. *Boletín Oficial del Estado*, nº 159, de 4 de julio de 2007, artículo 8.1.a. <https://www.boe.es/eli/es/l/2007/07/03/15>

Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). Are cash transactions associated with better postcombination performance? *Journal of Banking & Finance*, 25(6), 1113–1138. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00108-4](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00108-4)

Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *The Journal of Finance*, 52(5), 1765–1790. <https://doi.org/10.2307/2329464>

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.

Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *The Journal of finance*, 51(4), 1227-1246. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb04068.x>

Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *The Journal of Business*, 73(3), 287–329. <https://doi.org/10.1086/209645>

Morgan Stanley. (2024, diciembre 18). *Tech and telecom 2025: A European outlook*. Recuperado de <https://www.morganstanley.com/insights/articles/tech-and-telecom-2025-european-outlook>

Moschieri, C., Ragozzino, R., & Campa, J. M. (2014). Does regional integration change the effects of country-level institutional barriers on M&A? The case of the European Union. *Management International Review*, 54(6), 853–877. <https://doi.org/10.1007/s11575-014-0206-7>

Nguyen, H., Yung, K., & Sun, Q. (2012). Motives for mergers and acquisitions: Ex-post market evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9–10), 1357–1375. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12000>

Niden, C. M. (1988). The role of taxes in corporate acquisitions: Effects on premium and type of consideration (Doctoral dissertation, *The University of Chicago*).

Mascareñas, J. M., & González, S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: análisis retrospectivo comparado. *RUE: Revista universitaria europea*, 19, 87-112. <https://www.revistarue.eu/RUE/102013.pdf>

Peristerakis, N., Todisco, V., & Keating, K. (2025, 19 de enero). European Union: The Commission's evolving approach to digital mergers. *Global Competition Review: Digital Markets Guide* (4th ed.). Recuperado de <https://globalcompetitionreview.com/guide/digital-markets-guide/fourth-edition/article/european-union-the-commissions-evolving-approach-digital-mergers>

Petmezas, D. (2009). What drives acquisitions?: Market valuations and bidder performance. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 54-74. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2008.05.001>

PwC. (2022). *Global M&A industry trends: 2022 outlook*. Recuperado de <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends/2022.html#key-themes-driving-manda>

PwC. (2025, 28 de enero). *Global M&A industry trends: 2025 outlook*. Recuperado de <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html#outlook-accordion-about-the-data>

Reglero, J., Corzo Santamaría, T., & Saénz-Diez, R. (2024). Long-term effect of the form of payment in Spanish mergers and acquisitions: An event study. *Cogent Business & Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2374878>

Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685–2718. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00713.x>

Rogova, E., Kirichenko, M., & Lebedeva, D. (2023). Do mergers and acquisitions promote R&D? The case of European innovation and technology sector. *Journal of Corporate Finance Research*, 17(4), 5-18. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.5-18>

Sankar, B. P. B., & Leepsa, N. M. (2018). Payment methods in mergers and acquisitions: A theoretical framework. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(1), 170. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v8i1.12354>

Savor, P. G., & Lu, Q. (2009). Do stock mergers create value for acquirers? *The Journal of Finance*, 64(3), 1061–1097. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01459.x>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and implications. *Strategic Management Journal*, 12(S2), 51–59.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295–311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)

Stigler, G. J. (1950). Monopoly and oligopoly power by merger. *The American Economic Review*, 40(2), 23–34.

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25–54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)

Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943–963. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb03921.x>

Tuneu, A. (2024, diciembre 9). *Fusiones y adquisiciones (M&A): Estrategias para el crecimiento empresarial*. Universitat Oberta de Catalunya. Recuperado de <https://blogs.uoc.edu/mel/es/fusiones-y-adquisiciones-ma-estrategias-para-el-crecimiento-empresarial/>

Wulandari, J.W. (2015). *Cash vs. stock deals: Bidders' performance in tech and non-tech M&A* (Tesis de licenciatura, Jönköping University). Recuperado de <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:917806/FULLTEXT01.pdf>

Yook, K. C., Gangopadhyay, P., & McCabe, G. M. (1999). Information asymmetry, management control, and method of payment in acquisitions. *Journal of Financial Research*, 22(4), 413–427. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00703.x>

Yuan, Z., Ye, Z., & Ma, J. (2016). The effect of different payment methods on M&A performance – An empirical analysis based on the panel data of Shanghai and Shenzhen A-share market. *SHS Web of Conferences*, 25, 02005. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20162502005>

Zaheer, A., Hernandez, E., & Banerjee, S. (2010). Prior alliances with targets and acquisition performance in knowledge-intensive industries. *Organization Science*, 21(5), 1072–1091. <https://doi.org/10.1287/orsc.1100.0528>