

Los acuerdos de cooperación y los resultados empresariales: una revisión desde la metodología de eventos¹

Sonia MEDINA SALGADO

Profesor Colaborador
Departamento de Economía de la Empresa
(Administración, Dirección y Organización)
Universidad Rey Juan Carlos
sonia.medina@urjc.es

Marta ORTIZ DE URBINA CRIADO

Profesor Colaborador
Departamento de Economía de la Empresa
(Administración, Dirección y Organización)
Universidad Rey Juan Carlos
marta.ortizdeurbina@urjc.es

María SACRISTÁN NAVARRO

Titular de Universidad
Departamento de Economía de la Empresa
(Administración, Dirección y Organización)
Universidad Rey Juan Carlos
maria.sacristan@urjc.es

Fecha de recepción: 09/05/2006

Fecha de aceptación: 25/06/2007

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es el de efectuar una revisión de los trabajos que analizan el resultado de los acuerdos de cooperación a través de la metodología de eventos. El estudio analiza las diferencias de resultados encontrados en los trabajos revisados y profundiza en los factores explicativos de la reacción analizados por la literatura previa para proponer nuevas líneas de investigación.

Palabras clave: Acuerdos de cooperación, resultado empresarial, metodología de eventos, diversificación empresarial.

¹ Este trabajo ha sido financiado por el proyecto SEJ2005-08805 del Ministerio de Educación y Ciencia y la Cátedra Iberdrola de Investigación en Dirección y Organización de Empresas.

Alliances and performance: a review of event studies

ABSTRACT

This paper examines the main empirical articles that relate firm performance and alliance strategy under the event study methodology. It explores the results differences and reviews the main factors that explain stock reaction in the studies in order to propose new directions for research.

Keywords: alliances, firm performance, event studies, diversification.

SUMARIO: 1. Introducción. 2. El efecto de la cooperación en los resultados empresariales: una revisión de los estudios que emplean la metodología de eventos. 3. Conclusiones. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Los acuerdos de cooperación entre empresas constituyen, desde una perspectiva estratégica, un medio del que disponen las empresas para poner en práctica la estrategia empresarial, tanto a nivel corporativo o global como a nivel de negocio (Montoro Sánchez, 2000). Las alianzas estratégicas o acuerdos de cooperación podrían definirse como “acuerdos con un horizonte de largo plazo, entre dos o más empresas independientes, que uniendo o compartiendo parte de sus capacidades y recursos, en vez de actuar por su cuenta o fusionar sus operaciones, instauran un cierto grado de interrelación, con objeto de incrementar sus ventajas competitivas y mantenerlas en el tiempo (Fernández Sánchez, 1991: 27).

La cooperación es una de las estrategias más frecuentemente empleadas por las empresas españolas, susceptible de aplicación en cualquiera de sus actividades de la cadena de valor, tanto para organizar su actividad nacional como internacional. Ante las condiciones actuales del mercado, volatilidad e incertidumbre, la empresa busca oportunidades para crecer y competir. Los acuerdos de cooperación permiten a la empresa lograr un adecuado equilibrio entre la necesidad de propiedad y control, y el deseo de ser lo suficientemente flexible para implantar con éxito estrategias de crecimiento en entornos tan dinámicos como los actuales (Naylor y Lewis, 1997; Nohria y Piskorski, 1997). Por eso, se suele considerar que la cooperación es un método de crecimiento que, en muchas ocasiones, se utiliza para llevar a cabo estrategias de diversificación empresarial (Brown y Pattinson, 1995; García Canal, 1996; Rialp Criado, 1998; Piskorski, 1999; Vonortas, 1999).

Dentro de la línea de investigación que estudia los acuerdos de cooperación o alianzas estratégicas, son numerosos los trabajos que han tratado de analizar los resultados de la cooperación empresarial (García Canal, 1993; 1996; Gulati, 1998). Estos estudios utilizan, en unas ocasiones, medidas objetivas y *ex post* como la duración del acuerdo, la estabilidad o incluso medidas de resultados financieras (ROE, ROI) y en otras, medidas subjetivas, a través de las percepciones de los directivos involucrados. Sin embargo, existe un creciente interés, por analizar, no tanto el éxito o fracaso de esta estrategia empresarial, sino el efecto de la elección de la estrategia en los resultados de la empresa. En estos casos, se utilizan las llamadas medidas *ex ante* que se basan en la metodología de eventos (McWilliams y Siegel, 1997).

Las mediciones “a posteriori” presentan algunos inconvenientes. En el caso de que sean *subjetivas*, pueden presentar un sesgo en los análisis debido a la asimetría existen-

te en la valoración que los distintos socios pueden hacer de los resultados (Venkatraman y Ramanujan, 1986; Gulati, 1998). Por otro lado, si las medidas son *objetivas* como es el caso de los indicadores contables, estos resultan ser poco representativos del impacto de la estrategia empresarial debido a su escasa significatividad y vulnerabilidad (McWilliams y Siegel, 1997; Gulati, 1998).

Evaluar el resultado de la cooperación con la metodología de eventos proporciona, sin embargo, una estimación directa del impacto de una decisión estratégica sobre el valor de la empresa, lo que facilita la evaluación de los beneficios y/o los riesgos que esa decisión estratégica puede ofrecer a la empresa. También, permite analizar si la elección de la cooperación es coherente con la situación competitiva previa de la empresa o con la que desea alcanzar a través de ella (García Canal *et al.*, 2002). Además, los datos necesarios para construir estas medidas son, en la mayoría de los casos, muy asequibles y, en última instancia, permiten superar más fácilmente una de las limitaciones tradicionales de la investigación sobre el resultado de la cooperación: la valoración del efecto desde la perspectiva de uno sólo de los socios, pudiéndose comparar como reacciona el mercado de diferente manera ante cada socio, así como sus factores determinantes.

Por ello, consideramos que es interesante seguir desarrollando estudios centrados en la valoración *a priori* que efectúa el mercado de valores a través de la medición de los rendimientos anormales que el anuncio de un acuerdo de cooperación puede producir.

Además, pese a los detractores del uso de esta metodología, algunos estudios han tratado de conciliar los resultados de ambos tipos de mediciones (*a priori* y *a posteriori*) con un cierto éxito. Destaca, por ejemplo, el trabajo de Kale *et al.* (2002) que pone de manifiesto la existencia de correlación positiva entre las medidas del éxito basadas en la información del mercado –bolsa– y las medidas construidas sobre valoraciones subjetivas *a posteriori*; así como el de Chan *et al.* (1997), que contrasta sus resultados efectuando un seguimiento de las alianzas objeto de su estudio durante los ocho años posteriores a su formación. Adicionalmente se encuentran investigaciones como las de Koh y Venkatraman (1991) y Park y Kim (1996) que ponen de manifiesto la necesidad de seguir estudiando la integración entre valoraciones de mercado y otras medidas del resultado.

Por todo ello proponemos como objetivos de este trabajo dos cuestiones: en primer lugar, efectuar una revisión de la literatura que emplea la metodología de eventos para medir el resultado de la cooperación mediante un análisis comparativo de los estudios centrados en esta metodología, y, en segundo lugar, analizar los distintos grupos de factores que se han incluido en estos trabajos, con la intención de detectar posibles lagunas en este sentido.

Para ello el trabajo se ha estructurado en dos apartados, en el primero desarrollamos los dos objetivos planteados, recogiendo, en el segundo, las principales conclusiones y líneas futuras de investigación.

2. EL EFECTO DE LA COOPERACIÓN EN LOS RESULTADOS EMPRESARIALES: UNA REVISIÓN DE LOS ESTUDIOS QUE EMPLEAN LA METODOLOGÍA DE EVENTOS

En este apartado se recogen los trabajos que relacionan la reacción de la cotización (*ex ante*) con el “anuncio” del acuerdo de cooperación. En concreto, se han revisado

aquellos trabajos que utilizan la metodología de eventos o acontecimientos para valorar el efecto de la cooperación, tanto a nivel nacional como internacional.

Los primeros trabajos que incluyen la metodología de eventos como línea de investigación de cooperación se sitúan en torno al año 1986 (McConnel y Nantel, 1986) y posteriormente, se han ido desarrollado algunos trabajos recopilatorios sobre este tema (García Canal *et al.*, 2002). En nuestro caso, tomaremos como punto de partida el trabajo de García Canal *et al.* (2002), ofreciendo el panorama de los estudios de eventos publicados en una década e incluyendo el análisis detallado de las últimas aportaciones desde el año 2001 hasta el año 2005.

Relacionado con el primer objetivo del trabajo (ver Cuadro 1), del análisis de los resultados de la cooperación en los resultados empresariales, se desprende que el efecto de la elección de la cooperación en el valor de mercado de las empresas no está claro. Así, gran parte de los estudios (McConnel y Nantel, 1986; Chen *et al.*, 1991; Crutchley *et al.*, 1991; Koh y Venkatraman, 1991; Balakrishnan y Koza, 1993; Frohls *et al.*, 1998; Alcalde *et al.*, 2001; Kim y Park, 2002; Merchant, 2002; Vidal Suárez y García Canal, 2003; Wang y Wu, 2004) muestran un resultado positivo y significativo, es decir, una creación de valor ante el anuncio de un acuerdo de cooperación, sin embargo, la relevancia de estas conclusiones es cuestionable. Aunque cada vez son más los que encuentran una reacción positiva superior al 1% (Loh y Venkatraman, 1992; Balakrishnan y Koza, 1993; Meschi y Cheng, 2002; Sleuwaegen, *et al.*, 2003; Park, *et al.*, 2005), sigue habiendo muchos estudios que encuentran el efecto contrario, es decir, un efecto negativo (Lee y Wyatt, 1990; Waheed y Mathur, 1995; Meschi y Hubler, 2003; Sánchez Lorda y García Canal, 2003; Sleuwaegen, *et al.*, 2003) o no relevante (Finnerty *et al.*; 1986; Chung *et al.*, 1998; Das *et al.*, 1998; Merchant y Schendel, 2000; Bayona *et al.*, 2002; García Canal y Sánchez Lorda, 2004)

Por lo que respecta a las posibles razones de estas divergencias, en primer lugar hay que destacar que existen muchos estudios (alrededor del 50% de la investigación revisada) que analizan un único tipo de acuerdo: las empresas conjuntas. Éstas han sido las más estudiadas debido a que implican la creación de una nueva empresa, por lo que resultan ser la forma de cooperación más visible de todas. Además, los anuncios de eventos, al basarse en noticias aparecidas en la prensa, suelen captar aquellas decisiones empresariales más relevantes. Finalmente, la empresa conjunta es la forma más habitual de salida al extranjero de las empresas, lo que también explica que sea el tipo de acuerdo más analizado. Por otro lado, sólo un 17% de los estudios analizan genéricamente el impacto de las alianzas estratégicas sin diferenciar los tipos de acuerdos incluidos. Asimismo, prácticamente en ninguno de ellos se trata de analizar el efecto que los distintos tipos de acuerdos tienen sobre la reacción del mercado de capitales.

En segundo lugar, se observa que hay diferencias en lo relativo a la *unidad de análisis*. En la gran mayoría de los trabajos sólo se analiza la variación en el valor de cotización de las acciones de “una” de las empresas participantes en el acuerdo y se suele utilizar como unidad de análisis la empresa y no el acuerdo en si mismo (Chan *et al.*, 1997; Mohanram y Nanda, 1998; Chang y Chen, 2002; Kim y Park, 2002). En tercer lugar, en el tamaño de la muestra y en los períodos analizados se observa una gran diversidad, haciendo compleja la comparación de los resultados.

Por otra parte, los ámbitos geográficos que se han tratado en los distintos análisis son muy variados, aunque predominan los estudios que se centran en países asiáticos

Cuadro 1: Evidencias sobre el efecto de la cooperación en el valor de las acciones

TRABAJOS	MUESTRA			PERÍODO ANÁLISIS	RESULTADOS	
	Nº	TIPO DE ACUERDO	ÁMBITO		MEDIDA ³	CONCLUSIÓN
<i>Trabajos que encuentran efectos positivo y significativo ante el anuncio del acuerdo</i>						
Park, Mezias y Song (2005)	272	Alianzas	Empresas de comercio electrónico	2001	CAR (0,1) 1.680 **	El potencial de creación de valor en el sector del comercio electrónico es mayor que en las industrias tradicionales.
Hanvanich, Richards, Millar y Cavusgil (2005)	868	Joint venture	Internacionales (al menos un socio USA)	1997+2	CAR 0.545	Los inversores ven negativamente la formación de empresas conjuntas por empresas tecnológicamente pujantes. Las diferencias culturales y en los negocios entre socios y empresa conjunta potencian el efecto negativo de una tecnología potente.
Wang y Wu (2004)	158	Alianzas globales	Internacionales (al menos una de Taiwán) Sector alta tecnología	1996+3	AR(0) 0.651***	No hay transferencia de riqueza entre los socios y los rendimientos anormales más altos provienen de alianzas de la misma industria, siendo más relevantes para los socios domésticos y para las empresas en las que se invierte.
Sleuwaegen, Schep, den Hartog y Commandeur (2003)	105	Alianzas estratégicas	Internacionales (al menos una empresa danesa)	1985+7	CAR (-8,0) 2.00*	Las alianzas con socios europeos tienen un impacto positivo sobre las rentas de empresas danesas especialmente si son en producción y marketing.
Sacristán y Gómez (2003)	27	Acuerdos de Outsourcing	Domésticos (España) (sector informático)	1992+7	CAR (-2,0) 0,72*	El mercado valora más positivamente a las empresas que acuden al outsourcing con bajas rentabilidades y menor tamaño.
Vidal Suárez y García-Canal (2003)	72	Alianzas globales	Internacionales (al menos 1 empresa española)	1987+10	AR(0) 0.19**	No todas las alianzas generan valor para sus accionistas si bien se observa que ese valor es positivo si los socios son competidores, tienen recursos complementarios y un alcance geográfico amplio y bien definido.
Meschi y Cheng (2002)	68	Joint Venture	Entre empresas chinas y europeas	1998+3	CAR (-10,10) 1.95**	Las joint venture sino-europeas también generan valor aunque respecto a las sino-usa empresas conjuntas aunque los resultados deben interpretarse con cautela. Se valora más que la propiedad mayoritaria este en manos de empresas europeas y la inversión no sea muy alta.
Merchant (2002)	350	Joint Venture ⁴	Internacionales (al menos 1 empresa USA)	1986+4	0.30 [†]	Existen condiciones de contenido(las que facilitan la creación de ventajas competitivas) y de proceso (las que facilitan la extracción de esas ventajas) que influyen en las expectativas del mercado respecto a incrementos de valor de los accionistas de las empresas que anuncian la formación de empresas conjuntas.

Cuadro 1 (continuación): Evidencias sobre el efecto de la cooperación en el valor de las acciones

TRABAJOS	MUESTRA		PERÍODO ANÁLISIS	RESULTADOS		
	N ²	TIPO DE ACUERDO		ÁMBITO	MEDIDA ³	CONCLUSIÓN
<i>Trabajos que encuentran efectos positivo y significativo ante el anuncio del acuerdo</i>						
Kim y Park (2002)	84	Alianzas globales	Internacionales (Cías. Aéreas, tráfico marítimo y telecomunicaciones)	1989+9	AR(0) 0.423*** de la empresa	Los inversores tienden a percibir la formación de alianzas globales como positivas. En concreto, las condiciones que las hacen más potencialmente valiosas son un alcance amplio y que haya participaciones en capital.
Neill, Peiffer y Young-Ybarra (2001)	89	Alianzas de I+D	Internacionales (al menos 1 empresa USA) (sector tecnología de info.)	1987+7	CAR (-1,0) 0,00553**	El valor creado es debido a la flexibilidad sobre otras estructuras organizativas así como a la habilidad de los socios para compartir conocimiento tácito.
Sacristán y Gómez (2001)	21	Acuerdos de Outsourcing	Domésticos (España) (sector informático)	1993+3	CAR (-2,0) 0,34*	El mercado valora positivamente los anuncios de subcontratación de las empresas españolas no presentando diferencias ni en función de la experiencia, tipo de empresa o su reputación ni al año de anuncio.
Alcalde, Espitía y García-Casarejos (2001)	81	Joint Venture	Internacionales (al menos 1 banco español)	1996+3	AR(0) 0.341***	El mercado valora más que la empresa conjunta se dedique a actividades relacionadas con la principal, la experiencia y la colaboración con otros socios financieros.
Chen, Ho, Lee y Yeo (2000)	174	Joint Venture	Internacionales (al menos 1 empresa de Singapur)	1979+14	CAR (-1,0) 0.96***	Las empresas con oportunidades de inversión favorables ofrecen rendimientos positivos significativos.
Reuer y Koza (2000)	297	Joint Venture	Domesticas (USA) e Internacionales	1985 +10	CAR (-1,1) 0.439**	El mercado juzga favorablemente aquellas empresas conjuntas formadas en condiciones de asimetría de información entre las partes y negativamente cuando esa asimetría no está presente.
Anand y Khanna (2000)	870 / 110 6	Joint Venture (Acuerdos de licencia)	Domésticas e Internacionales (al menos 1 empresa USA)	1990+3	AR (0) 0.67**/	1.42** Las empresas aprenden a crear más valor cuando acumulan experiencia en empresas conjuntas de I+D y se pone de manifiesto que es importante distinguir entre habilidades de propósito general y capacidades específicas en alianzas
Wu y Wei (1998)	105	Acuerdos en I+D	Domésticos (USA) (Sector electrónico)	1985+7	AR (0) 0.89**	Los incrementos en los rendimientos obtenidos en Bolsa están relacionados con menores tamaños y de forma menos clara con la pertenencia a sectores de alta tecnología.
Mohanram y Nanda (1998)	253	Joint Venture ³	Domésticas (USA)	1986+7	CAR (-1,1) +0.49** de la empresa	De modo agregado, las empresas conjuntas generan una reacción positiva para las empresas que las forman si bien hay una considerable variación en función del tamaño y otros factores estratégicos.

Cuadro 1 (continuación): Evidencias sobre el efecto de la cooperación en el valor de las acciones

TRABAJOS	MUESTRA			PERÍODO ANÁLISIS	RESULTADOS	
	Nº	TIPO DE ACUERDO	ÁMBITO		MEDIDA ³	CONCLUSIÓN
<i>Trabajos que encuentran efectos positivo y significativo ante el anuncio del acuerdo</i>						
Frohls, Keown, McNab y Martín (1998)	234	Joint Venture	Internacionales	1987+5	CAR (0, 1) 0.91*	En media se producen rendimientos anormales positivos pero que son verdaderamente significativos para la submuestra de mercados emergentes.
He, Myer y Webb (1997)	81	Joint Venture	Domésticas (USA) e Internacionales (sector inmobiliario)	1975+15	CAR (-1,0) 0.82**	Las empresas conjuntas inmobiliarias incrementan el valor de la empresa y ese incremento es mayor cuando son domésticas.
Park y Kim (1997)	158	Joint Venture ⁴	Domesticas (USA) e Internacionales (sector electrónico)	1979+9	AR (0) 0.763***	El valor que la bolsa atribuye a las empresas conjuntas es, en general, positivo pero depende solo de la empresa USA de múltiples contingencias específicas de los socios y de las propias empresas conjuntas.
Chan, Kesinger, Keown y Martin (1997)	345	Alianzas ⁵	Domesticas (USA) e Internacionales	1983+9	AR (0) 0.64* del acuerdo	Las alianzas o acuerdos tanto de negocios relacionados como no relacionados producen efectos positivos y significativos para los accionistas si bien es mayor para el caso de los acuerdos horizontales que implique transferencia de tecnología.
Madhavan y Prescott (1995)	108	Joint Venture	Domesticas (USA)	1978+13	CAR (-2,0) 0.395* de la empresa	En los sectores con cargas de procesos informativos moderados el impacto en el valor de Mercado de los anuncios de empresas conjuntas es menor.
TRABAJOS	MUESTRA			PERÍODO ANÁLISIS	RESULTADOS	
	Nº	TIPO DE ACUERDO	ÁMBITO		MEDIDA ⁷	CONCLUSIÓN
<i>Trabajos que encuentran efecto negativo y significativo ante el anuncio del acuerdo</i>						
Sleuwaegen, Schep, den Hartog y Commandeur (2003)	105	Alianzas estratégicas	Internacionales (al menos una empresa danesa)	1985+7	CAR (-8,0) -3,65*	Las alianzas con socios japoneses tienen un impacto negativo sobre las rentas de empresas danesas.
Meschi y Hubler (2003)	47	Joint Venture	Entre empresas chinas y francesas	1996+7	CAR(-3, 3) -0.798****	La Bolsa no parece prestar especial atención a la localización a la posesión de capital o a la actividad de la empresa conjunta aunque parece haber un efecto negativo debido a la peor situación económica de China durante 1994-1997. La experiencia sólo parece ser relevante para empresas francesas con fuerte práctica internacional.
Sánchez- Lorda y García-Canal (2003)	372	Alianzas estratégicas ⁸	Europeas (sector telecomunicación)	1990+11	CAR (-2,2) -0.25*	A pesar de generar rentabilidades anormales negativas en promedio, un 46% de estas alianzas proporcionan rendimientos positivos debidos en gran medida a la experiencia previa dentro o fuera de la industria de origen.

Cuadro 1 (continuación): Evidencias sobre el efecto de la cooperación en el valor de las acciones

TRABAJOS	MUESTRA			PERÍODO ANÁLISIS	RESULTADOS	
	N ⁶	TIPO DE ACUERDO	ÁMBITO		MEDIDA ⁷	CONCLUSIÓN
<i>Trabajos que encuentran efecto negativo y significativo ante el anuncio del acuerdo</i>						
Chang y Chen (2002)	69	Joint Venture	Domésticas (Taiwan)	1988+11	CAR(-1,0) -0.27***	Los accionistas sufren pérdidas de riqueza significativas con el anuncio de empresas conjuntas a pesar de que existe un efecto positivo y significativo relacionado con las oportunidades de inversión, las sinergias y la relación entre los negocios de los socios.
Waheed y Mathur (1995)	35	Joint Venture	Bancos (USA)	1963+27	CAR (-1,0) -011** de la empresa	En general se considera que el efecto del anuncio de decisiones de expansión de los bancos americanos es significativamente negativo con lo que se sugiere que los costes y riesgos asociados a la expansión superan los beneficios de la diversificación que proporciona la expansión al extranjero.
TRABAJOS	MUESTRA			PERÍODO ANÁLISIS	RESULTADOS	
	N ⁹	TIPO DE ACUERDO	ÁMBITO		MEDIDA ¹⁰	CONCLUSIÓN
<i>Trabajos que encuentran evidencias de efecto positivo o negativo no concluyente ante el anuncio del acuerdo</i>						
García-Canal y Sánchez-Lorda (2004)	372	Alianzas estratégicas ¹¹	Europeas (sector telecomunicación)	1986+15	AR (0) -0.02	Aunque no se puede rechazar la hipótesis nula de que el rendimiento anormal es igual a cero, los resultados por submuestras para alianzas de varios socios del mismo sector o para alianzas de dos socios del mismo sector son positivos y significativos al 90%.
Bayona, Corredor y Santamaría (2002)	120	Alianzas	Domesticas (España) (sector tecnológico)	1997+3	CAR(-1,1) 0.81	Los anuncios de alianzas tecnológicas parecen ser una fuente importante de información para los inversores aunque la evidencia obtenida sugiere que no hay efecto a que el efecto es negativo.
Merchant y Schendel (2000)	101	Joint Venture	Internacionales	1986+4		Los rendimientos anormales asociados al anuncio de estas empresas conjuntas aumentan con mayores niveles de relación entre el socio y la empresa conjunta, mayor propiedad de capital, mayor tamaño y una actividad de la empresa conjunta orientada a I+D.
Das, Sen y Sengupta (1998)	119	Alianzas estratégicas		1987+4	CAR (0,1) 0,05*	Los acuerdos tecnológicos muestran rendimientos anormales más altos y las empresas pequeñas más que las grandes.

¹ N es el tamaño de la muestra total del trabajo o de alguna submuestra de acuerdos de cooperación objeto de la revisión empírica.

² CAR = Rendimientos anormales acumulados para la ventana especificada donde cero representa el día del anuncio, AR = rendimientos anormales el día del anuncio, * Significativo al 90%, ** Significativo al 95%, *** Significativo al 99%, ... Significativo al 98%.

³ empresas conjuntas de dos socios.

⁴ empresas conjuntas de dos socios con participación en capital.

⁵ Incluye diversos tipos de acuerdos de cooperación de dos o más socios sin participación en capital.

⁶ N es el tamaño de la muestra total del trabajo o de alguna submuestra de acuerdos de cooperación objeto de la revisión empírica.

⁷ CAR = Rendimientos anormales acumulados para la ventana especificada donde cero representa el día del anuncio, AR = rendimientos anormales el día del anuncio, * Significativo al 90%, ** Significativo al 95%, *** Significativo al 99%, ... Significativo al 98%.

⁸ En este trabajo también se analiza la reacción del mercado ante otras combinaciones empresariales como las adquisiciones de empresas.

⁹ N es el tamaño de la muestra total del trabajo o de alguna submuestra de acuerdos de cooperación objeto de la revisión empírica.

¹⁰ CAR = Rendimientos anormales acumulados para la ventana especificada donde cero representa el día del anuncio, AR = rendimientos anormales el día del anuncio, * Significativo al 90%, ** Significativo al 95%, *** Significativo al 99%, ... Significativo al 98%.

¹¹ Con dos o varios socios.
Fuente: Elaboración propia.

con mercados en desarrollo, así como, en el mercado norteamericano. Destaca, sin embargo, la falta de trabajos en el entorno europeo (Sánchez Lorda y García Canal, 2003). Y finalmente, en cuanto a los *sectores* analizados se podrían diferenciar dos grandes grupos, aquellos que analizan múltiples sectores y los que se centran en un único sector, especialmente el de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones.

Con respecto al *alcance* de estos estudios empíricos, hay que decir que las primeras investigaciones (McConnel y Nantell, 1985; Finnerty *et al.* 1986; Lee y Wyatt, 1990; Woolridge y Snow, 1990) sólo contemplaban como hipótesis general la creación de valor de las decisiones de cooperación. Sin embargo, posteriormente se propusieron modelos más amplios pero en su mayoría poco completos, en los que se incluía el efecto de un conjunto de factores en la creación de valor de la empresa (McGahan y Villalonga, 2001; Chang y Chen, 2002; Kim y Park, 2002; Vidal Suárez y García Canal, 2003; García Canal y Sánchez Lorda, 2004). Actualmente, se está empezando a estudiar el efecto conjunto de varios factores sobre la creación de valor observando, por ejemplo, como las diferencias culturales o entre negocios moderan el efecto de otros como los recursos tecnológicos (Hanvanich *et al.*, 2005) o como el efecto positivo de la complementariedad entre los socios se ve minorado por la presencia de subsidiarias de uno de los socios en el país de origen del otro (Vidal y García Canal, 2003).

Al centrarnos en los trabajos que han incluido el efecto de uno o varios factores, una de las primeras conclusiones que se desprenden de la revisión efectuada, es la necesidad de desarrollar trabajos más completos y homogéneos que traten de recoger un amplio número de variables posibles, para facilitar la comprensión de este fenómeno, ya que se observan importantes diferencias que dificultan la comparación de los trabajos y la aplicación de sus resultados. Estas diferencias, motivadas por el estudio de forma separada de muchos factores distintos o distintos en su definición pero medidos de forma similar, nos ha llevado a la segunda parte del trabajo: identificar los factores que han sido estudiados en la literatura previa y analizar cuáles han recibido menos atención.

El cuadro 2 muestra un resumen de los trabajos revisados y de las variables que han analizado. La gran cantidad de factores nos ha llevado a proponer una agrupación de los mismos, aún teniendo en cuenta que esta agrupación implica perder información. De esta forma, se han propuesto tres categorías: una que incluye los factores relativos a las características de la cooperación— factores del acuerdo—, otra con aspectos relativos a las empresas que participan —factores de la empresa— y, finalmente, los relativos a la estrategia desarrollada por la empresa —factores estratégicos—.

2.1. FACTORES DEL ACUERDO

En este grupo hemos incluido todos los factores que analizan las cuestiones relativas a la relación que se establece entre las partes en los acuerdos de cooperación. En este sentido, se ha estudiado la *estructura de propiedad*, es decir, la existencia de participaciones de capital de los socios previas al acuerdo (cruces accionariales), lo que se puede entender como una prueba de la intención cooperativa de las empresas incluso si esa es una participación institucional (Park y Kim, 1997; Kim y Park, 2002). Sin embargo, no

Cuadro 2: Factores explicativos del impacto de los acuerdos de cooperación en el valor de las acciones de la empresa

FACTORES	AUTORES		
	Efecto NEGATIVO	Efecto POSITIVO	Efecto NO CONCLUYENTE
FACTORES DEL ACUERDO			
Relación competitiva	REUER y KOZA (2000)	WANG y WU (2004); SÁNCHEZ-LORDA, GARCÍA-CANAL, 2004; VIDAL y GARCIA-CANAL (2003); McGAHAN y VILLALONGA (2002); CHANG, y CHEN (2002); ALCALDE <i>et al.</i> (2001); MERCHANT y SCHENDEL (2000); VIDAL (2000); MOHARRAN y NANDA, 1998; PARK y KIM (1997); CHAN, <i>et al.</i> (1997); KOH y VENKATRAMAN (1991)	MERCHANT y SCHENDEL (2000); BALAKRISHNAN y KOZA (1993)
Estructura de propiedad		KIM y PARK (2002); PARK y KIM (1997)	WANG y WU (2004); VIDAL (2000)
Compatibilidad cultural	KIM y PARK (2002);	SLEUWAEGEN, <i>et al.</i> (2003)	MERCHANT y SCHENDEL (2000); VIDAL (2000)
Alcance		VIDAL y GARCIA-CANAL (2003)	VIDAL (2000); PARK y KIM, 1997; FINNERTY <i>et al.</i> (1986);
Naturaleza del acuerdo (Acuerdo tecnológico)	PARK, <i>et al.</i> (2005); SLEUWAEGEN, <i>et al.</i> , (2003); PARK y KIM (1997)	DAS <i>et al.</i> (1998), CHAN <i>et al.</i> (1997)	VIDAL (2000), WU y WEI (1998)
Número de socios	VIDAL (2000)		KIM y PARK (2002); CHUNG <i>et al.</i> (1993)
FACTORES DE LA EMPRESA			
Experiencia		KALE, <i>et al.</i> (2002); ALCALDE <i>et al.</i> (2001); ANAND y KHANNA (2000); VIDAL (2000)	SANCHEZ y GARCÍA-CANAL (2003); SACRISTÁN Y GOMEZ (2001); CHEN <i>et al.</i> (1991)
Relaciones previas			VIDAL (2000); PARK y KIM (1997)
Tamaño	SACRISTÁN y GÓMEZ (2003); KOH y VENKATRAMAN (1991)	DAS <i>et al.</i> (1998); McCONNELL y NANTEL (1985)	NEIL <i>et al.</i> (2001); CHANG, y CHEN (2002); KIM y PARK (2002); MERCHANT y SCHENDEL (2000)
Estructura de propiedad	VIDAL (2000)		McGAHAN y VILLALONGA (2002); CHUNG <i>et al.</i> (1993)
Características Económico-financieras	SACRISTÁN y GÓMEZ (2003); KIM y PARK (2002); DAS <i>et al.</i> (1998); LOH y VENKATRAMAN (1992)	CHANG, y CHEN (2002); LOH y VENKATRAMAN (1992)	WAHEED y MATHUR (1995)
Características Organizativas	McGAHAN y VILLALONGA (2002)	KALE, <i>et al.</i> (2002)	

Cuadro 2 (continuación): Factores explicativos del impacto de los acuerdos de cooperación en el valor de las acciones de la empresa

FACTORES	AUTORES		
	Efecto NEGATIVO	Efecto POSITIVO	Efecto NO CONCLUYENTE
FACTORES ESTRATÉGICOS			
Grado de diversificación previo	McGAHAN y VILLALONGA (2002)		
<i>Internacionalización</i>			
Desarrollo y nivel de riesgo del país	MERCHANT, H.; SCHENDEL, FROHLS <i>et al.</i> (1998) D. (2000)	MESCHI y HUBR (2003); LEE y WYATT (1990); CHUNG <i>et al.</i> (1993)?; WAHEED y MATHUR (1995)	
Inversión directa o subsidiarias en extranjero	MESCHI y CHENG (2002); CHEN <i>et al.</i> (1991)	WAHEED y MATHUR (1995)	

Fuente: Elaboración propia.

en todos los casos se ha demostrado su significatividad (Vidal Suárez, 2000; Wang y Wu, 2004), e incluso, en algunos, se ha considerado como variable de control y no como explicativa (Kale, *et al.* 2002). También, se ha analizado el efecto de la *naturaleza del acuerdo*. Este factor hace referencia a la existencia o no de una cierta transferencia de conocimiento específico que implica o puede implicar la relación que se establece entre los socios. En este sentido, se diferencia entre acuerdos tecnológicos para los que sí se reconoce esa transferencia de conocimiento, y que suelen motivar reacciones positivas, y los acuerdos de marketing en los que se explota de modo más o menos recíproco una infraestructura comercial y que no suelen producir efectos significativos en el valor de las acciones (Chan *et al.*, 1997; Park y Kim, 1997; Vidal Suárez, 2000). Con relación a esta variable si se observa un cierto cambio de tendencia en los resultados ya que alguno de los trabajos más modernos recogen una mayor creación de valor en los anuncios de acuerdos de marketing que en los tecnológicos (Sleuwaegen, *et al.*, 2003; Park, *et al.*, 2005).

Otro de los factores analizados es el *alcance del acuerdo*. En esta categoría se han agrupado variables relacionadas con la amplitud geográfica de los acuerdos (amplios o internacionales, y estrechos o domésticos), para las que existe evidencia positiva y significativa, si el alcance es amplio y está bien definido en el acuerdo (Vidal Suárez y García Canal, 2003), y positiva, pero no del todo significativa, en otros casos (Finnerty *et al.*, 1986; Park y Kim, 1997; Vidal Suárez, 2000). Con relación a la *compatibilidad cultural*, se suele considerar que la distancia cultural entre los socios que cooperan, relacionado con el país de origen de los socios, dificulta la relación entre ellos por lo que suele tener un efecto negativo sobre el rendimiento. Sin embargo, otros estudios han encontrado resultados diferentes: efectos no significativos (Merchant y Schendel, 2000; Vidal Suárez, 2000) y efectos negativos (Kim y Park, 2000).

Para la variable *número de socios* también se observan diferentes efectos en la creación de valor de las empresas: positivos, negativos (Vidal Suárez, 2000) o bien una

ausencia de influencia (Kim y Park, 2002). Sólo en algún caso se explica un efecto doble (positivo o negativo) al combinar el efecto de esta variable con la de la pertenencia o no a negocios relacionados de los socios (García Canal y Sánchez Lorda, 2004).

Y finalmente, otro de los factores estudiados en este grupo es la *relación competitiva*, que refleja la relación entre los negocios de los socios participantes. En este caso, la literatura ha definido este factor de formas diferentes introduciendo cierta confusión: complementariedad de los recursos (Park y Kim, 1997; Vidal y García Canal, 2003), asimetría entre socios (Koh y Venkatraman, 1991; Balakrishnan y Koza, 1993; Reuer y Koza, 2000) o, simplemente, como grado de relación entre negocios (Merchant y Schendel, 2000; Alcalde *et al.* 2001; Chang y Chen, 2002). Es importante resaltar que este factor se suele calcular adaptando medidas utilizadas para la diversificación. Por lo tanto, es necesario aclarar que, independientemente de las medidas utilizadas, esta variable analiza la relación entre los socios y no entre los socios y el acuerdo. Esta relación así considerada y en concreto como la concordancia entre las actividades de los socios y las realizadas en el acuerdo (empresa conjunta) sólo se recoge en el trabajo de Hanvanich *et al.* Estos autores ponen de manifiesto un efecto positivo sobre la creación de valor cuando existe esa concordancia, es decir, las actividades están relacionadas ya que es más fácil la transferencia de conocimiento. En cualquier caso, esta relación debería ser considerada como un factor estratégico ya que lo que realmente refleja es si la cooperación ha sido realizada para llevar a cabo una estrategia de diversificación o una de expansión. Para el caso de la relación competitiva, también se observa cierta heterogeneidad en los resultados obtenidos si bien el efecto que esa relación tiene en la creación de valor es menos discutible. Así, la mayoría de trabajos consideran que el rendimiento anormal de las acciones es mayor cuando los socios son competidores directos (Koh y Venkatraman, 1991; Chan *et al.*, 1997; Park y Kim, 1997; Mohanram y Nanda, 1998; Vidal Suárez, 2000; Alcalde *et al.* 2001; Chan y Chen, 2002; McGahan y Villalonga, 2002; Vidal y García-Canal, 2003; García Canal y Sánchez Lorda, 2004; Wang y Wu, 2004). Sólo unos pocos no encuentran evidencias suficientes de un efecto positivo o manifiestan que el valor creado es mayor en el caso de no existir relación (Balakrishnan y Koza, 1993; Reuer y Koza, 2000; Merchant y Schendel, 2001).

2.2. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS

Respecto al siguiente bloque de factores propuesto también se ha encontrado una gran cantidad de factores analizados. Por una parte, en unos pocos casos se ha estudiado el efecto de cuestiones como la *cartera de acuerdos vigentes* de la empresa (Kim y Park, 2002), la *posición competitiva* de la empresa (Merchant y Schendel, 2000), los *recursos aportados* por los socios (McGahan y Villalonga, 2002; Vidal, 2000) o la *reputación de los socios* (Sacristán Navarro y Gómez Ansón, 2003, 2001). Por otra parte, se han tratado también aspectos como la *estructura de propiedad* de la empresa (McGahan y Villalonga, 2002; Vidal, 2000; Chung *et al.*, 1993), la *rentabilidad de la empresa* (Kim y Park, 2002; Waheed y Mathur, 1995; Loh y Venkatraman, 1992), la *ratio de endeudamiento* o la *estructura de costes* (Chan y Chen, 2002; Loh y Venkatraman, 1992), los *costes organizativos internos* (McGahan y Villalonga, 2002) o la existencia de una función dedicada a la *gestión de acuerdos* (Kale *et al.*, 2002).

Factores como el tamaño de la empresa, la experiencia previa en cooperación y las relaciones previas con los socios han sido los más tratados en la literatura. En concreto, y por lo que respecta al *tamaño*, los resultados que se observan en el cuadro 2 ponen de manifiesto que, a pesar de que se suele argumentar que las empresas grandes corren más riesgos en la cooperación que las pequeñas –su rendimiento anormal será menor– (Das *et al.*, 1998; McConnel y Nantel, 1985), esto no siempre se puede demostrar (Neill *et al.*, 2001; Kim y Park, 2002; Merchant y Schendel, 2000) o se obtiene un efecto no significativo (Chan y Chen, 2002). Por otro lado, muchos estudios lo han contemplado aunque como variable de control (Kale *et al.*, 2002; Anand y Khanna, 2000; Chan *et al.*, 1997; Park y Kim, 1997; Madhavan y Prescott, 1995; Loh y Venkatraman, 1992)

En cuanto a la *experiencia previa* en cooperación, entendida ésta como acuerdos del mismo tipo realizados con anterioridad por los socios, lo más habitual es encontrar que este factor tiene una influencia positiva en la obtención de mayores rendimientos anormales (Sánchez Lorda y García Canal, 2003, Kale *et al.*, 2002, Alcalde *et al.*, 2001, Anand y Khanna, 2000); mientras que, en pocos casos, como el de Sacristán Navarro y Gómez Ansón (2001) se han obtenido efectos diferentes. Otros trabajos han analizado un tipo especial de experiencia previa en cooperación, que se suele denominar, *relaciones previas*, y que refleja la existencia de relaciones previas entre los mismos socios que cooperan. Para esta variable, se argumenta un cierto efecto positivo sobre la creación de valor, pero, en la mayor parte de los casos no se ha demostrado dicho efecto (Park y Kim, 1997; Vidal Suárez, 2000).

2.3. FACTORES ESTRATÉGICOS

Por último, en este grupo se han recogido variables como la *experiencia en internacionalización*, el *desarrollo y nivel de riesgo* del país de destino (Meschi y Hubler, 2003; Merchant y Schendel, 2000; Frohls *et al.*, 1998; Waheed y Mathur, 1995; Chung *et al.*, 1993; Lee y Wyat, 1990) así como el *nivel de inversión directa* en el extranjero (Meschi y Cheng, 2002; Waheed y Mathur, 1995; Chen *et al.*, 1991). Sin embargo, no se suele considerar como factor relevante la dirección del crecimiento que motiva la cooperación y, en concreto, la diversificación. Como ya hemos comentado anteriormente, la literatura previa sí que ha dado importancia a la relación entre los negocios de las empresas participantes pero, en cambio, se ha omitido la inclusión de la relación entre los negocios de las empresas y el que se va a desarrollar a través de la cooperación.

En este sentido, se observa cierto consenso en la literatura sobre la influencia de la relación entre el tipo de diversificación y los métodos del crecimiento, entre los que está la cooperación, sobre los resultados empresariales (Busija *et al.*, 1997). De este modo se defiende que, aunque para cada tipo de diversificación se pueden utilizar diferentes métodos de crecimiento, no todas las elecciones proporcionan el mismo resultado (Lamont y Anderson, 1985; Barney, 1988; Simmonds, 1990; Busija *et al.*, 1997; Sharma, 1998; Villalonga, 2002). Esto es, habrá ciertas combinaciones de estrategias de diversificación y métodos de crecimiento que permitirán obtener mejores resultados que otras alternativas. Algunos autores como Naylor y Lewis (1997), Nohria y Piskorski (1997) y Villalonga (2002) resaltan la idea de que la cooperación es una buena alternativa para implantar con éxito la estrategia de diversificación compatibilizando el control y la flexibilidad. Sin embargo, en pocos casos se estudia el efecto del tipo de diversifi-

cación en los resultados o en la creación de valor de la cooperación (Montoro Sánchez y Ortiz de Urbina Criado, 2005). De forma que, es necesario profundizar en el desarrollo de la relación entre la diversificación a través de acuerdos de cooperación y sus consecuencias, o dicho de otra forma, es necesario incluir como factor determinante de la creación de valor de la cooperación, la diversificación.

3. CONCLUSIONES

Este trabajo muestra que la metodología de eventos está siendo empleada con cierta intensidad por el mundo académico para valorar el impacto de la cooperación en los resultados empresariales. Así mismo, se ha llevado a cabo una revisión de la literatura con la intención de analizar de forma comparativa los estudios centrados en esta metodología para detectar sus diferencias y lograr así nuestro primer objetivo. Y finalmente, se han identificado y agrupado los factores que han sido considerados en los estudios previos con la intención de detectar posibles lagunas en este sentido, como se proponía en nuestro segundo objetivo de investigación.

Las conclusiones a las que hemos llegado son varias. En primer lugar, hemos detectado que hay varias diferencias en el planteamiento de los estudios que dificultan la comparación de los resultados obtenidos en ellos y por lo tanto su aplicación para futuras investigaciones. Estas diferencias se deben a que lo más habitual es que se estudien las empresas conjuntas pero no otros tipos de acuerdos de cooperación, en los que se podría esperar que los resultados fueran diferentes. Además, la unidad de análisis de los estudios es diferente, lo que hace que no se consideren las mismas variables explicativas. También, los trabajos presentan importantes diferencias por el uso de tamaños muestrales, periodos temporales, ámbitos geográficos y sectores no homogéneos, que dificultan la generalización de los resultados obtenidos.

En segundo lugar, se observa que hay pocos trabajos en los que se analizan los mismos grupos de factores. Por lo que es necesario llevar a cabo investigaciones en las que se propongan modelos más completos que permitan aclarar qué factores son los más relevantes. Tal necesidad parece además evidenciarse por el hecho de que las variables consideradas como independientes en muchos estudios son incluidas en otros muchos casos como variables de control, al parecer con el objeto de hacer más completos los análisis y más correctas las interpretaciones de resultados.

En este caso, además, queremos señalar que hay una mayor tendencia al estudio de la cooperación como medio para la internacionalización, pero no como un método para llevar a cabo estrategias de crecimiento, en concreto, la diversificación. Por otra parte, aunque la mayoría de los estudios incluye entre los factores alguno relacionado con la relación entre los negocios de las empresas (Koh y Venkatraman, 1991; Chan, *et al.* 1997; Park y Kim, 1997; Merchant y Schendel, 2000; Alcalde Espitia y García Casarejos 2001; McGahan y Villalonga, 2002), este aspecto no hace referencia a la diversificación, cuestión que en algunos casos ha creado cierta confusión. Si bien todavía son escasos los trabajos que incluyen la diversificación, hay suficiente soporte como para plantear que, la inclusión de la estrategia, puede ayudar a entender mejor los resultados de la cooperación.

En tercer lugar, cuando se analiza la evidencia empírica existente con relación a los efectos de los diversos factores comentados, resulta fácil percibir la falta de evidencia concluyente. Por lo cual, sería necesario desarrollar nuevos trabajos empíricos que tra-

ten de encontrar una justificación a esta heterogeneidad y proporcionen a las empresas una importante referencia con relación a los elementos más valorados por el mercado o a las condiciones que hacen más ventajosa una u otra manera de cooperar. En esta línea, estudios recientes como el de Merchant (2004) defienden la necesidad de centrarse en la construcción de modelos más que en la observación de los efectos independientes de las diferentes variables, así como, en la búsqueda de resultados procedentes de la asociación de variables que ayuden a representar la realidad organizativa de forma más ajustada. Esta búsqueda de resultados procedentes de la interacción entre variables ha empezado a captar la atención de los investigadores españoles (Sánchez Lorda y García Canal, 2003; Vidal Suárez y García Canal, 2003; García Canal y Sánchez Lorda, 2004).

La investigación futura debería, por una lado, desarrollar modelos de explicación de los resultados *ex ante* de la cooperación en los que se incluyan no sólo factores relativos al acuerdos y las empresas participantes sino también aquéllos estratégicos más relevantes como la diversificación; y por otro lado, proponer estudios empíricos más completos para validar y mejorar dichos modelos. En este sentido, como primer paso parece conveniente contrastar los resultados de los trabajos cuya línea de investigación se centre en el estudio del efecto de la diversificación por cooperación con los de aquellos centrados en analizar exclusivamente el resultado de la cooperación.

Así también, resultaría interesante conocer qué tipo de acuerdos valora mejor el mercado y por qué, así cómo las razones que explican que el mercado no reaccione ante un mismo acuerdo de la misma manera para las empresas que lo suscriben. Con ello se podrían localizar los factores que dan lugar a ganancias asimétricas para los socios lo que redundaría en un mejor conocimiento de cómo generar valor para las empresas. Además, el empleo hoy en día de bases de datos no basadas tan sólo en la recopilación de artículos de prensa, puede arrojar nuevas luces en este sentido.

Por último cabe también proponer futuros estudios en los que se tratasen otros sectores emergentes así como otras posibles dimensiones de resultados que proporcionasen conclusiones sobre las posibilidades de conciliar las distintas formas de medir las consecuencias de la cooperación empresarial.

BIBLIOGRAFÍA

- ALCALDE, N; ESPITIA, M; GARCÍA N. (2001): "Cooperación Bancaria: Una Aplicación de la Metodología de Eventos a las Empresas Conjuntas Bancarias", *XI Congreso Nacional de ACEDE*.
- ANAND, B.N.; KHANNA, T. (2000): "Do Firms Learn to Create Value? The Case of Alliances", *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 295-315.
- BALAKRISHNAN, S.; KOZA, M. (1993): "Information Asymmetry, Adverse Selection and Joint Ventures", *Journal of Economic Behaviour and Organization*, vol. 20, pp. 99-117.
- BARNEY, J.B. (1988): "Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis", *Strategic Management Journal*, vol. 9, nº 1, pp. 71-78.
- BAYONA, C.; CORREDOR, P.; SANTAMARÍA, R. (2002): "The Impact of Technological Alliances on the Information Set: Evidence from the Spanish Stock Exchange", *Journal of Asset Management*, vol. 3, nº 3, pp. 266-278.

- BROWN, L.; PATTINSON, H. (1995): "Information on Strategic Alliance Formation and Management", *Management Decisions*, vol. 33, n° 4, pp. 41-51.
- BUSIJA, E.C.; O'NEILL, H.G.; ZEITHAML, C.P. (1997): "Diversification Strategy, Entry Mode, and Performance: Evidence Choice and Constraints", *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 7, pp. 321-327.
- CHAN, S.H.; KESINGER, A.J.; KEOWN, J.A.; MARTIN, J.D. (1997): "Do Strategic Alliances Create Value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 46, pp.199-221.
- CHANG, S.C.; CHEN, S.S. (2002): "The Wealth Effect of Domestic Joint Ventures: Evidence from Taiwan", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, enero, pp. 201-222.
- CHEN, H.; HU, M.Y.; SHIEH, C.P.J. (1991): "The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China", *Financial Management*, vol. 20, n° 4, pp. 31-41.
- CHEN, S.S.; HO, K.W.; LEE, C.; YEO, G. H. (2000): "Investment Opportunities, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures", *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 1747-1765.
- CHUNG, I.Y.; KOFORD, K.J.; LEE, I. (1993): "Stock Market Views of Corporate Multinationalism. Some Evidence from Announcements of International Joint Ventures", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 33, n° 3, pp. 275-293.
- COOMBS, R.; RICHARDS, A.; SAVIOTI, P.P.; WALSH, V. (1996): *Technological Collaboration*, Cheltenham: Bookfield
- CRUTCHLEY, C.E.; GUO, E.; HANSEN, R.S. (1991): "Stockholder Benefits from Japanese-U.S. Joint Ventures", *Financial Management*, vol. 20, n° 4, pp. 22-30.
- DAS, S.; SEN, P.K.; SENGUPTA, S. (1998): "Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation", *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 1, pp. 27-41.
- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, E. (1991): "La Cooperación Empresarial", *Información Comercial Española*, n° 693, pp. 25-38.
- FINNERTY, J.; OWERS, J.; ROGERS, R., (1986): "The Valuation Impact of Joint Ventures", *Management International Review*, vol. 26, n° 2, pp. 14-26.
- FROHLS, M; KEOWN, A.; MCNABB, M.; MARTIN, J. (1998): "Growth Opportunities, Corporate Governance and the Market Value of Multinational Joint Ventures", *Managerial and Decisions Economics*, vol. 19, pp. 13-29.
- GARCÍA CANAL, E. (1993): "La cooperación empresarial: Una revisión de la literatura", *Información Comercial Española*, vol. 714, n° 14, pp. 87-98.
- GARCÍA CANAL, E., (1996): "El estudio de las Alianzas y Relaciones Interorganizativas en la Dirección de Empresas: Tendencias Recientes", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, n 3, pp. 109-132.
- GARCÍA CANAL, E.; SÁNCHEZ LORDA, P.; VIDAL SUÁREZ, M. (2002): "Reacción del Mercado de Capitales ante los Procesos de Combinación Empresarial: Un Panorama", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 11, n° 4, pp.111-134.
- GARCÍA CANAL, E; SÁNCHEZ LORDA, P. (2004): "One More only if it is One of Us. The Number of Partners and the Stock Market Reaction to Alliance Formation", *XIV Congreso de ACEDE*.
- GULATI, R. (1998): "Alliances and networks", *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 293-317.

- HANVANICH, S.; RICHARDS, M.; MILLER, S. R.; CAVUSGIL, S.T. (2005): "Technology and the Effects of Cultural Differences and Task Relatedness: A Study of Shareholder Value Creation in domestic and International Joint Ventures", *International Business Review*, vol. 14, pp. 397-414.
- HE, L.; MYER, F.; WEBB, J. (1997): "The Wealth Effects of Domestic vs. International Joint Ventures: The Case of Real State", *The Journal of Real Estate Research*, vol. 13, pp. 349-358.
- KALE, P.; DYER, J.H.; SINGH, H. (2002): "Alliance Capability, Stock Market Response, and Long Term Alliance Success: The Role of Alliance Function", *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 747-767.
- KIM, K.; PARK, J. (2002): "The Determinants of Value Creation for Partner Firms in the Global Alliance Context", *Management International Review*, vol. 42, pp. 361-384.
- KOH, J.; VENKATRAMAN, N. (1991): "Joint Venture formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector", *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 4, pp. 869-892.
- LAMONT, B.T.; ANDERSON, C.R. (1985): "Mode of Corporate Diversification and Economic Performance", *Academy of Management Journal*, vol. 28, n° 4, pp. 926-934.
- LEE, I.; WYATT, S.B. (1990): "The Effects of International Joint Ventures on Shareholder Wealth", *The Financial Review*, vol. 25, n° 4, pp. 641-649.
- LOH, L.; VENKATRAMAN, N. (1992): "Stock Market Reaction to Information Technology Outsourcing: A Event Study", *Working Paper*.
- MADHAVAN, R.; PRESCOTT, J. (1995): "Market Value Impact of Joint Ventures: The Effect of Industry Information-Processing Load", *Academy of Management Journal*, vol. 38, n° 3, pp. 900-915.
- MCCONNELL, J.J.; NANTEL, T.J. (1986): "Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures", *The Journal of Finance*, vol. XI, n° 2, pp. 519-536.
- MCGAHAN, A.M.; VILLALONGA, B. (2002): "Does Governance form Matter? Evidence from Stock Market Reactions to Acquisitions and Alliances", *Working Paper*, Harvard Business School.
- MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. (1997): "Event studies in management research: Theoretical and empirical issues", *Academy of Management Journal*, vol. 40, pp. 626-657.
- MERCHANT, H. (2002): "Shareholder Value Creation via International Joint Ventures: Some Additional Explanations", *Management International Review*, vol. 42, n° 1, pp. 49-69.
- MERCHANT, H. (2004): "Revisiting Shareholder Value Creation via International Joint Ventures: Examining Interactions Among Firm-and Context-Specific Variables", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 21, n° 2, pp. 129-145.
- MERCHANT, H.; SCHENDEL, D. (2000): "How Do International Joint Ventures Create Shareholder Value?" *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 723-737.
- MESCHI, P.X.; HUBLER, J. (2003): "Franco-Chinese Joint-Venture Formation and Shareholder Wealth", *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 20, n° 1, pp. 91-111.
- MESCHI, P.X.; CHENG, L.T.W. (2002): "Stock Price Reactions to Sino-European Joint Ventures", *Journal of World Business*, vol. 37, pp. 119-126.

- MOHANRAM, P.; NANDA, A. (1998): "When do Joint Ventures Create Value", *Working paper*, Harvard Business School.
- MONTORO SÁNCHEZ, M.A.; ORTIZ DE URBINA CRIADO, M. (2005): "La Diversificación a través de Acuerdos de Cooperación", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 11, nº 1, pp. 17-36.
- MONTORO SÁNCHEZ, M.A. (2000): "Factores Determinantes del Éxito de la Cooperación entre Empresas: Una aplicación en acuerdos internacionales en Investigación y Desarrollo", *X Congreso Nacional de ACEDE*, Oviedo.
- MONTORO SÁNCHEZ, M.A.; ORTIZ DE URBINA CRIADO, M. (2005): "La Diversificación a través de Acuerdos de Cooperación", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 11, nº 1, pp. 17-36.
- NAYLOR, J.; LEWIS, M. (1997): "Internal Alliances: Using Joint Ventures in a Diversified Company", *Long Range Planning*, vol. 30, nº 5, pp. 678-688.
- NEILL, J.D., GLENN, M.P.; PFEIFFER, C.E.; YOUNG-YBARRA, C.E. (2001): "Technology R&D Alliances and Firm Value", *The Journal of High Technology Management Research*, vol. 12, pp. 227-237.
- NOHRIA, N.; PISKORSKI, M.J. (1997): "Focus and Diversification: The effects of Changes in the Scope of Large Corporations", *Working Paper*, Harvard Business School.
- OSBORN, R.; BAUGHN, C. (1990): "Forms of Interorganizational Governance for Multinational Alliances", *Academy of Management Journal*, vol. 33, nº 3, pp. 503-519.
- PARK, S.; KIM, D. (1997): "Market Valuation of Joint Ventures: Joint Venture Characteristics and Wealth Gains", *Journal of Business Venturing*, vol. 12, pp. 83-108.
- PARK, N. K.; MEZIAS, J.M.; SONG, J. (2005): "A Resourced-based View of Strategic Alliances and Firm Value in the Electronic Marketplace", *Journal of Management*, vol. 30, pp. 7-27.
- PISKORSKI, M.J. (1999): "Explaining the Incidence of Unrelated Joint-Ventures: Efficiency and Agency Approaches", *Working Paper* Harvard Business School.
- REUER, J.; KOZA, M.P. (2000): "Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 21, nº 1, pp. 81-88.
- RIALP CRIADO, J. (1998): "Selección de Estructuras Para Materializar Acuerdos de Colaboración Interempresariales", *Moneda y Crédito*, nº 206, pp. 153-185.
- SACRISTÁN NAVARRO, M. A.; GÓMEZ ANSÓN, S. (2001): "Valoración de los Acuerdos de Outsourcing Informático por el Mercado de Valores Español", *Cuadernos Aragoneses de Economía*, vol. 11, nº 1, pp. 117-136.
- SACRISTÁN NAVARRO, M.; GÓMEZ ANSÓN, S. (2003): "Los acuerdos de Outsourcing en el mercado de valores español: valoración y factores determinantes", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, nº 16, pp. 27-55.
- SÁNCHEZ LORDA, P.; GARCÍA CANAL, E. (2003): "Experiencia Previa, Incertidumbre y Reacción del Mercado de Capitales ante la Formación de Combinaciones Empresariales", *XIII Congreso Nacional de ACEDE*.
- SHARMA, A. (1998): "Mode of Entry and Expost Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 879-900.
- SIMMONDS, P.G (1990): "The Combined Diversification Breadth and Mode Dimensions and the Performance of Large Diversified Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 399-410.

- SLEUWAEGEN, L.; SCHEP, K.; DEN HARTOG, G.; COMMANDER, H. (2003): "Value Creation and the Alliance Experiences of Dutch Companies", *Long Range Planning*, vol. 36, pp. 533-542.
- VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAN, V. (1986): "Measurement of Business Performance in strategy research: a comparison of approaches", *Academy of Management Review*, vol.1, nº 4, pp. 801-814.
- VIDAL SUÁREZ, MARTA M^a. GARCÍA CANAL, E. (2003): "Complementarity and Leverage as Drivers of the Stock Market Reaction to Global Alliance Formation", *XIII Congreso Nacional de ACEDE*.
- VIDAL SUÁREZ, M. M. (2000): "Influencia de las Alianzas Estratégicas Globales para la Internacionalización sobre el Valor de las Empresas: Evidencias de las Empresas Españolas", *X Congreso Nacional de ACEDE*.
- VILLALONGA, B. (2002): "Cuasidiversificación", *Paper* presentado en el 62 Annual Conference of Academy of Management, Denver, USA.
- VONORTAS, N.S. (1997): *Cooperation in Research and Development*, Kluwer Academic Publishers, Norwell
- VONORTAS, N.S. (1999): "How do Participants in Research Joint Ventures Diversify?", *Review of Industrial Organization*, vol. 15, pp. 263-281.
- WAHEED, A.; MATHUR, I. (1995): "Wealth Effects of Foreign Expansion by U.S. Banks", *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, pp. 823-842.
- WANG, Y.H.; WU, C.T. (2004): "The Wealth Effect of Strategic Alliances in Taiwan's High-Tech Electronic Industry", *International Journal of Management*, vol. 21, nº 3, pp. 361-369.
- WOOLRIDGE, J.R.; SNOW, C.C. (1990): "Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions", *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 353-363.
- WU, C. Y WEI, K.C. (1998): "Cooperative R&D and the Value of the Firm", *Review of Industrial Organization*, vol. 13, pp. 425-446.