BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Universidad de Valladolid

Discrecionalidad directiva, costes de agencia y mecanismos de control en las ofertas públicas de adquisición de acciones en España

José María Fortuna Lindo

Tesis de Doctorado

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Director: Dr. D. Valentín Azofra Palenzuela

1999

UNIVERSIDAD DE VALLADOLID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
DPTO. DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA, COSTES DE AGENCIA Y MECANISMOS DE CONTROL EN LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ESPAÑA

TESIS DOCTORAL PRESENTADA POR
D. JOSÉ MARÍA FORTUNA LINDO
BAJO LA DIRECCIÓN DEL
DR. D. VALENTÍN AZOFRA PALENZUELA
CATEDRÁTICO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y
CONTABILIDAD DE LA UNIVERSIDAD DE BURGOS

Hace ya mucho tiempo, siendo un chaval, me enseñaron que debemos "Saber hacer para hacer saber". Espero que el fruto de esta investigación reafirme mi vocación como profesor universitario en su doble condición docente e investigadora

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

INDICE

Agradecimiento v

Presentación vii

PARTE I.
CONTROL EMPRESARIAL: MECANISMOS ALTERNATIVOS Y JUSTIFICACIONES

CAPÍTULO I. LOS MECANISMOS DE CONTROL EN LA GRAN SOCIEDAD ANÓNIMA 3

1.- A modo de introducción: El lugar de transacción y el problema del control 5
2.- Mecanismos internos de control 9
2.1.- La estructuración y formalización contractual 9
2.1.1.- La riqueza del directivo: El esquema retributivo 11
2.1.2.- Panorámica general de la relación *pay-performance* 14
2.1.3.- Planes de *bonus* a corto plazo 15
2.1.4.- Los planes de compensación a largo plazo 16
2.1.5.- La propiedad de acciones, opciones y títulos similares 19
2.1.6.- Los paracaídas de oro 24
2.1.7.- Algunas reflexiones críticas 25
2.2.- Las actividades de garantía 27
2.2.1.- La reputación del directivo 27
2.2.2.- Las decisiones de estructura de capital y de dividendos 28
2.2.3.- El papel de la contabilidad 30
2.2.4.- Fianzas constituidas y otros medios de garantía 31
2.3.- La supervisión por la estructura jerárquica y organizativa empresarial 32
2.4.- La supervisión por votación disputada en Junta de Accionistas 41
2.5.- La estructura de propiedad 43
2.5.1.- Concentración de la propiedad 45
2.5.2.- Propietarios de grandes participaciones accionariales o bloques 46
2.5.3.- Actuaciones que afectar a la regla "una acción un voto" 50
2.5.4.- Los inversores institucionales 52
3.- Mecanismos externos de control 54
3.1.- El mercado de capitales 55
3.2.- El mercado de control empresarial 57
3.3.- Las soluciones organizativas 60
3.4.- La resolución del conflicto a través del mercado de trabajo directivo 61
3.5.- La resolución del conflicto a través del mercado de productos y factores 64
3.6.- La banca como mecanismo de control 65
3.7.- Otros medios de supervisión externa 66

CAPÍTULO II. TEORÍAS CLÁSICAS DE LAS TOMAS DE CONTROL EMPRESARIAL 69

1.- Las operaciones de adquisición cuando se verifican las hipótesis de mercados perfectos de capitales 71
1.1.- Principio de Aditividad del Valor: Concepto e implicaciones para el análisis de las fusiones empresariales 71
1.2.- Las adquisiciones empresariales examinadas de acuerdo con el criterio del VAN 75
2.- Teorías clásicas explicativas de los procesos de toma de control 77
2.1.- Sinergias operativas y tomas de control: El caso de las economías de escala, de alcance y de integración vertical 78
2.2.- Sinergias fiscales 81
2.2.1.- Fundamentos de las sinergias de índole fiscal 81
2.2.2.- La evidencia de los impuestos como factor determinante de los procesos de toma de control 88

2.3.- La hipótesis de monopolio 106
2.3.1.- La concepción clásica de la sinergia de poder de mercado y sus posibles efectos monopolísticos sobre la competencia....106
2.3.2.- El poder de mercado como expropiación de la riqueza de los consumidores 108
2.4.- Sinergias por diversificación o reducción de riesgo....118

CAPÍTULO III. TEORÍAS ALTERNATIVAS SOBRE LAS OPERACIONES DE TOMA DE CONTROL 139

1.- Infravaloración de la empresa objetivo: Las hipótesis del descuento y del "sobrepago" 141
2.- Los procesos de toma de control como alternativa a otras formas de reestructuración empresarial (insolvencia y quiebra)....153
3.- Las explicaciones de la teoría de la estructura de capital desde la perspectiva de las operaciones de toma de control....155
4.- Actuaciones con información privilegiada 174
5.- Expropiación de la riqueza a otros partícipes de la red contractual 186
6.- Otros argumentos explicativos acerca de las operaciones de toma de control 196

CAPÍTULO IV. EL MERCADO DE CONTROL EMPRESARIAL 205

1.- Cuando las actuaciones de los agentes y de los mercados no son perfectas 207
1.1.- Tomas de control asignativas....208
1.2.- Tomas de control directivas 212
1.3.- Tomas de control por motivo de adquisición 214
2.- Examen del conflicto de intereses entre la dirección y los propietarios de la renta residual....215
2.1.- Las aportaciones de las teorías gerencialistas....218
2.2.- El problema de agencia entre la propiedad y la dirección....222
2.3.- La teoría del flujo de tesorería excedentario (*free cash flow*) y los costes de agencia derivados del mismo....225
3.- El mercado de control societario como mecanismo que limita la ineficiencia directiva: Causas y consecuencias 231
3.1.- La formulación del problema en términos de sinergias directivas y el mercado de control empresarial 231
3.2.- Descripción del mercado de control empresarial. La visión de M.C. Jensen 235
3.3.- La necesidad del mercado de control empresarial: La evidencia en la reducción de los costes de agencia....243
3.4.- La supuesta "perniciosidad" del mercado de control empresarial 250
4.- Los estudios del mercado de control en España 256

PARTE II.
EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA OCURRENCIA DE TOMAS DE CONTROL. FACTORES DETERMINANTES PARA EL CASO ESPAÑOL

CAPÍTULO V. REVISIÓN DE LA LITERATURA EMPÍRICA 271

1.- Algunos elementos de análisis a tomar en consideración para la revisión de la literatura 275
1.1.- La especificación del suceso objeto de estudio: Definición de la variable dependiente y técnicas estadísticas empleadas 275
1.2.- Tamaño y selección de la muestra de estimación, período temporal de estudio y país analizado...277
1.3.- Consideraciones acerca de la información relevante, variables explicativas y finalidad del modelo....279
1.4.- La capacidad clasificatoria/predictiva del modelo 282
2.- Breve análisis de las técnicas estadísticas empleadas....284
2.1.- Modelos de regresión 285
2.1.1.- La estimación de la probabilidad de ocurrencia de una OPA 285

2.1.2.- Análisis histórico de sucesos, análisis de supervivencia o de duración 289
2.2.- Modelos de clasificación 294
3.- Revisión de los trabajos previos de probabilidad de toma de control 296

CAPÍTULO VI. MODELO, HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA DEL ANÁLISIS 315

1.- Justificación del modelo, alcance y extensiones 318
2.- Propuesta de un modelo e hipótesis a contrastar 326
2.1.- Grupos de variables del modelo y otras variables de control 330
2.1.1.- Relaciones de sustituibilidad/complementariedad entre los mecanismos de alineamiento del comportamiento directivo 331
2.1.2.- Estimación de forma indirecta de diversas medidas de los costes de agencia 341
2.1.3.- El logro de los objetivos de los accionistas 341
2.1.4.- Consecuencias de los procesos de toma de control 343
2.1.5.- Otras variables relevantes o de control: Variables fiscales, de liquidez y de tamaño 343
2.2.- Hipótesis a contrastar 344
3.- Descripción de la muestra objeto del contraste empírico y de las fuentes de información 347
3.1.- Definición de toma de control 347
3.2.- Proceso de selección de las entidades objetivo de toma de control 349
3.3.- Selección de las entidades no objetivo 359
3.4.- Fuentes de información 363
4.- Metodología y técnicas estadísticas de la investigación empírica 364
4.1.- Análisis univariante 364
4.2.- Técnicas de análisis multivariante: Reducción de la información y relación entre las variables 366
4.3.- Técnicas aplicadas para la contrastación de las hipótesis 367
4.4.- Validación de la capacidad clasificatoria del modelo. Su empleo por el inversor con fines predictivos para obtener una ganancia de arbritraje 370
5.- Variables consideradas en los modelos de probabilidad de OPA 372
5.1.- Definición y descripción de la variable dependiente 372
5.2.- Definición, medida y signo esperado de las variables explicativas 372
5.2.1.- Variables relativas a los mecanismos de incentivo 373
5.2.2.- Mecanismos de disciplina o control 373
5.2.3.- Estimación de forma indirecta de diversas medidas de los costes de agencia 375
5.2.4.- Medida del logro de los objetivos de los accionistas 377
5.2.5.- Consecuencias de los procesos de toma de control: Los ceses en el consejo de administración 378
5.2.6.- Otras variables relevante o de control: Variables fiscales, de liquidez y de tamaño 378

CAPÍTULO VII. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN 381

1.- Las relaciones en los mecanismos internos de incentivo y control 385
1.1.- Los diferentes mecanismos internos de incentivo y control 385
1.1.1.- Mecanismo de incentivo 385
1.1.2.- Estructura de propiedad 390
1.1.3.- Estructura del endeudamiento 392
1.1.4.- Estructura de gobierno 397
1.2.- Las interrelaciones entre los diferentes mecanismos internos de incentivo y control 400
2.- Evaluación de las variables aproximadas de los costes de agencia 404
2.1.- Las relaciones dentro del grupo de variables de los costes de agencia 405
2.2.- Las relaciones entre el grupo de variables de los costes de agencia y los mecanismos internos 409
3.- Evaluación de las variables aproximadas de la eficiencia relativa 412
3.1.- Las relaciones dentro del grupo de variables de eficiencia relativa 413
3.2.- Las relaciones entre el grupo de variables de eficiencia relativa y los costes de agencia 421
4.- En busca de las características diferenciales de las empresas objetivo y no objetivo de OPA 426
4.1.- Análisis univariante 426
4.2.- Modelos logísticos parciales de probabilidad de OPA 429
4.2.1.- Los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa 430

4.2.2.- Variables fiscales y de liquidez....433
4.3.- Un modelo conjunto de probabilidad de OPA....433
5.- Relaciones entre la ocurrencia de la OPA y las consecuencias de la misma....439

Conclusiones....441

Referencias bibliográficas....449

Anexos....507

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

AGRADECIMIENTO

Me hubiera sido imposible llegar a la conclusión de la presente investigación sin la colaboración de muchas personas, de forma que no agradecerles su apoyo, esfuerzo y atención iría contra el espíritu de este trabajo.

Procede comenzar este agradecimiento por el profesor Dr. D. Valentín Azofra Palenzuela, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Burgos. A él debo la gran mayoría de mi formación docente e investigadora en el campo de la Economía Financiera, saber que no es más amplio por las dificultades del discípulo para seguir el paso siempre adelantado del maestro.

En segundo lugar, mi más sincera gratitud al profesor Dr. D. Juan Hernangómez Barahona, Catedrático de Organización de Empresas y director del Departamento de Economía y Administración de Empresas de la Universidad de Valladolid. Fruto de las casualidades de la vida, fue él quien me hizo la proposición de formar parte de la familia de la Economía de la Empresa al finalizar mis estudios en la Universidad de Extremadura –lugar de encuentro con compañeros y amigos–.

A lo largo de estos años, muchos son los que me han ayudado en el aprendizaje de las tareas del quehacer diario del profesor universitario, y a la cabeza han estado mis compañeros de finanzas, siempre generosos en brindar una ayuda que a veces no me dejo prestar. Así, esta investigación se hace deudora de las aportaciones de los profesores Dres. D. Pablo de Andrés Alonso, D. Félix J. López Iturriaga, D. Juan Antonio Rodríguez Sanz y D. Eleuterio Vallelado González. Otras personas, también compañeras, a lo largo del tiempo han contribuido a la investigación. Mi agradecimiento va acompañado del ruego de disculpa por si alguna vez he podido mostrar ingratitud.

La enseñanza recibida de mi tutor en el programa de doctorado, el profesor Dr. D. Alberto de Miguel Hidalgo, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Salamanca ha sido un acicate y sentó las bases de mi misión como profesor, lección que ha sido punto de referencia constante en el desempeño de mi actividad.

La colaboración desinteresada de muchos otros, desde mis alumnos hasta los encargados de tareas administrativas y de servicios –de manera especial las personas vinculadas a las labores de informática, biblioteca y documentación– ha sido elemento importante en el resultado final. También la de todos aquellos con quienes comparto amistad –donde ocupan lugar destacado mi pandilla y mis compañeros de asociación– que han respondido con comprensión y apoyo, y han colaborado en la importante faceta de mi formación humana.

Agradezco la financiación recibida a través de una beca de investigación de la Fundación Caja de Madrid para la realización de la presente tesis doctoral. Las horas invertidas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores conocen la colaboración prestada por Dª. Gloria Bombín.

El último lugar solemos reservarlo para la familia. Ellos también han colaborado de la mejor forma que han sabido: animándome, comprendiéndome, aguantándome en los malos ratos. A mi madre, a mi hermano, a mi cuñada, a mi sobrino Alberto y a quien por desgracia hoy no puede estar físicamente presente aquí, a ti va dedicada mi pobre obra.

A todos los nombrados, y a aquellos que ahora no consigo recordar, mi más sinceras disculpas por las faltas, errores u omisiones en que seguro he incurrido en el transcurso de la realización de esta Tesis Doctoral, de todo lo cual soy el único responsable.

PRESENTACIÓN

Tras la mutación experimentada por el paradigma neoclásico, los argumentos de la escuela gerencialista se han visto reafirmados y enriquecidos por un nuevo enfoque del problema de la separación propiedad-control, denominado a veces "nuevo gerencialismo" y que emana de la teoría positiva de la agencia. A la luz del paradigma de la agencia, la empresa se interpreta como una "ficción legal", que soporta un conjunto de contratos bilaterales entre los distintos partícipes que cooperan dentro de la organización: accionistas, acreedores, directivos, empleados, clientes, proveedores, el Estado, etcétera. Entre estos partícipes o *stakeholders* se establecen una serie de relaciones contractuales, denominadas relaciones de agencia, que regulan los esfuerzos cooperativos en el ámbito de la actividad económica y previenen los problemas de agencia indisociables de las divergencias entre los distintos intereses de los partícipes y que, en su caso, devienen en costes de agencia, con la merma consiguiente de eficiencia para el proceso de asignación de recursos.

La evolución del enfoque gerencialista hacia la teoría de la agencia soslaya las insuficiencias del primero para explicar la complejidad de las relaciones que tienen lugar en el seno de la empresa, caracterizadas a menudo por información imperfecta y asimétricamente distribuida, contratación costosa e incompleta, dificultad de supervisión del esfuerzo de cada partícipe, actitud pasiva de los agentes, etcétera.

Introducida así la cuestión, la teoría positiva de la agencia nos proporciona un modelo simple de comportamiento de los agentes y del entorno contractual, que nos permite formular hipótesis susceptibles de validación empírica, entre ellas, las relativas a la utilidad de los diferentes mecanismos desarrollados para alinear los intereses de la propiedad y la dirección de la gran sociedad anónima a fin de lograr disminuir los costes de agencia.

En relación con los mecanismos internos y externos de control, uno de los temas que ha suscitado mayor debate académico en el seno de la Economía Financiera, y no sólo en esta disciplina, ha sido la ola de fusiones y adquisiciones que ha tenido lugar en la década de los ochenta y mediados de los noventa en las economías anglosajonas, EE.UU. como referente principal. Pero también en nuestro país, al igual que en los de nuestro entorno más próximo, el interés por los procesos de control empresarial ha ido cobrando importancia a medida que este tipo de operaciones se producían tanto en sus sectores productivos como financieros.

Los interrogantes que suscita este fenómeno financiero son todavía muchos sin duda. Por ello, edición tras edición, R. Brealey y S. Myers siguen valorando nuestro conocimiento sobre las fusiones y adquisiciones, en ese magnífico capítulo con el que cierran su obra, situando la cuestión del lado de lo que aún desconocemos en finanzas. No hemos aprendido lo suficiente todavía sobre las fusiones y adquisiciones de empresas como para ampliar nuestro acervo de conocimientos y modificar el correspondiente inventario trasladando el *topic* del lado de lo que desconocemos al lado de lo que sabemos, y media ya más de una quincena de años entre la primera y la última edición del reconocido libro de texto de estos autores.

Singularmente, la mayoría de las investigaciones españolas de cierto interés y rigor científico al respecto no se remontan mucho más allá del inicio de la década de los noventa, momento en el que se defienden varias tesis doctorales, se publican distintos artículos en revistas científicas y se difunden algunos libros específicos, muy en la onda de los trabajos anglosajones sobre el control empresarial.

Aunque familiarizados con el "estado del arte" en su perspectiva más financiera, la elección del tema como trabajo de investigación para la colación del grado de doctor no resultó nada fácil. Algunas vivencias fueron determinantes en la génesis del trabajo que ahora se presenta.

Todavía recuerdo aquel curso de verano de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo en el que zambullido en un mar de dudas no acababa de centrar el tema de tesis doctoral. Mirando al mar, al Cantábrico, creí vislumbrar la luz del faro que iba a iluminar mi camino. De regreso a mi Universidad y a vueltas con el tema, discutí con mi director de tesis la posibilidad de considerar o no los faros como bienes públicos o privados. No resolvimos definitivamente la cuestión, pero comprendí que el faro es ante todo un punto de referencia que guía al navegante y que ya en tierra firme, como la de Castilla, el riesgo de dispersión se evita centrando la atención en un objetivo de manera que los árboles no nos impidan ver el bosque.

Ciertamente, una gran variedad de teorías se han expuesto para justificar las operaciones de compra, pero desde la perspectiva del problema de agencia que puede existir en la sociedad objeto de adquisición, la que tiene mayor predicamento es la que atañe al funcionamiento del "mercado de control societario", mercado en el que equipos directivos alternativos compiten por desplazar de sus puestos a aquellos otros que actúan de manera ineficiente en el logro de los objetivos del accionariado, habitualmente mediante una Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA). Es más, las actuaciones del mercado de control empresarial se ven como una salida extrema para intentar resolver los problemas de agencia en la sociedad objetivo, en comparación con el uso alternativo de otros mecanismos de supervisión y control.

Así las cosas, vamos a centrar nuestra atención en el mercado de control empresarial español y en algunas de las actuaciones que han tenido lugar en fechas recientes con el fin de alcanzar el control de una sociedad a través de una OPA, medio éste que no persigue otra finalidad que reducir los costes de agencia que, con anterioridad, otros mecanismos no hayan podido atemperar.

Elementos centrales de nuestro análisis son: la dirección y el consejo de administración de la sociedad, los costes de agencia que nacen del conflicto de intereses entre ambas partes, los mecanismos de alineamiento empleados para reconducir el problema de agencia y, en último término, la ocurrencia de una toma de control —formulada a través de oferta pública de adquisición de acciones, OPA—, sobre una sociedad gestionada inadecuadamente, así como las consecuencias derivadas de la misma.

Nuestra investigación al respecto se estructura en dos grandes partes. La primera se extiende hasta el capítulo cuarto y tiene por objeto el examen de los mecanismos que limitan el conflicto de agencia en el seno de la gran sociedad anónima —diferenciando entre mecanismos internos y mecanismos externos— y la revisión de las teorías explicativas al uso sobre los procesos de toma de control (fusiones y OPAs, fundamentalmente) junto con su correspondiente evidencia empírica disponible —desde las explicaciones más tradicionales basadas en las sinergias, pasando por otras que pudiéramos calificar como más "novedosas", para finalizar con un examen pormenorizado de la teoría del mercado de control societario—. La segunda parte, que se divide en tres capítulos, hace acopio de las investigaciones precedentes y de las técnicas estadísticas más utilizadas a la hora de valorar la probabilidad de ocurrencia de OPA en una empresa y presenta el modelo, la metodología, las hipótesis y los resultados alcanzados en nuestra investigación.

Así, los cuatro primeros capítulos de nuestra tesis, de contenido tanto teórico como empírico, nos sirven para diseñar el armazón que soporta nuestra investigación: la teoría financiera de la agencia, que principalmente en su vertiente positiva, nos ofrece una nueva visión de la empresa de corte contractual y nos permite comprender las relaciones de agencia o esfuerzos de cooperación que encuentran su nexo de unión en la "ficción legal" a la que llamamos empresa. Se analizan también los mecanismos de control

en la sociedad anónima, así como las teorías que sobre las tomas de control (fusiones, adquisiciones, etcétera) se han propuesto desde diferentes escuelas de pensamiento.

Más en concreto, dedicamos el capítulo I a examinar las características distintivas de la gran sociedad anónima (dispersión y pasividad del accionariado, separación propiedad-gestión, dificultad de supervisión de la actividad dada su complejidad,...); pero sobre todo nuestro interés se centra en conocer en profundidad los mecanismos de control, propios (internos) o ajenos (externos) a la sociedad, con que contrarrestar el poder discrecional del que goza el administrador no propietario, es decir, el empresario que no posee el cien por cien de la propiedad.

Entre los mecanismos internos distinguimos los contemplados en las cláusulas del contrato que vinculan al directivo con la empresa, cual si de un partícipe más se tratase, y que conforman un mecanismo de incentivo más que un instrumento de control pues, fundamentalmente, establecen la compensación (fija, variable o mixta) por su esfuerzo, su trabajo y otras circunstancias. En segundo lugar, las actividades de garantía a veces exigidas a los directivos por los propietarios de la sociedad, habitualmente menos efectivas que aquellas en las que el directivo, sin obligación contractual alguna, decide incurrir voluntariamente para demostrar su lealtad hacia la empresa. El tercer mecanismo se identifica con la propia estructura jerárquica empresarial: formas de supervisión —incluida la supervisión mutua—, de ascenso y promoción, etcétera. De las relaciones que vertebran la estructura jerárquica de la empresa nos interesa de forma particular las que se establecen entre el consejo de administración y los accionistas —quienes delegan determinadas funciones en el primero—, y entre la comisión ejecutiva, el consejero delegado, y la alta dirección o cargo similar, como responsable de la gestión del día a día de la sociedad. En la yuxtaposición de ambas relaciones late el problema de una doble delegación de poderes, facultades y responsabilidades sobre la organización y asignación de los recursos y capacidades que determinan la actividad económica empresarial, de cuya renta residual los accionistas son acreedores, así como titulares del derecho político a acordar el nombramiento, la remuneración y el cese del consejo de administración.

Teniendo en cuenta la dilución de la propiedad en las grandes sociedades anónimas por acciones, así como las pautas de comportamiento de su accionariado: pasividad, escasa participación en la propiedad, carencia de incentivos al seguimiento de la gestión de la empresa, gran dispersión, etcétera, se entiende la práctica común del accionista de no asistir a la junta general, órgano máximo decisorio de la sociedad anónima, y delegar su voto en la entidad financiera en la que tiene depositados sus títulos (con el beneficio para ésta, a la hora de decidir los puestos del consejo). En los países anglosajones es habitual, sin embargo, que cuando un accionista o grupo de ellos disienta con la gestión sometida a su aprobación, formule una propuesta de compra de los votos del resto de los accionistas de manera que los derechos de los accionistas se dividen y separan en: políticos (representación en Junta) y económicos (percepción de la renta residual), que en España era imposible realizar hasta hace bien poco tiempo, dado que no se podían separar ambos derechos. Este tipo de operación se denomina *proxy-fight*, y con ella el grupo disconforme pretende lograr el suficiente número de votos para desbancar al bloque de accionistas que sustenta al consejo actual.

Junto a los mecanismos internos hasta este punto referenciados cabe destacar también el decisivo papel que la estructura de propiedad ha desempeñado en las luchas por el control de las sociedades. Dentro de su amplia gama de acepciones, la estructura de propiedad como mecanismo de control enfatiza diferentes aspectos financieros relacionados con el gobierno de la empresa como la concentración de la propiedad, la existencia de accionistas con participaciones importantes, el hecho de cómo afectan a la estructura de propiedad las modificaciones a la regla "una acción un voto", y el papel que desempeñan los denominados inversores "institucionales".

Con relación al mecanismo que hemos denominado de incentivos, constatamos el *gap* existente entre los modelos óptimos de remuneración y la evidencia empírica disponible. Ni siquiera los estudios empíricos llegan a un acuerdo unánime sobre lo que se ha dado en llamar la relación pago-resultado (*pay-performance*). Aún empleando similares medidas del rendimiento o de los resultados, los estudios realizados tan sólo elucidan la necesidad de que una parte de la remuneración sea variable, pero los investigadores no llegan a un consenso acerca de cómo establecerla, es decir, con participación en la propiedad, opciones sobre acciones, planes de jubilación, planes de compensación a largo plazo, bonificaciones (*bonus*) a corto plazo, paracaídas de oro (*golden parachutes*), u otras formas.

Las garantías comprometidas por los directivos redundan en último término en la reputación (efecto señal positivo), especialmente si la sociedad no las exige. Así, por ejemplo, someterse a auditorías internas o firmar cláusulas de no trabajar para la competencia, tienen más sentido (y menor coste) que las obligaciones contables impuestas por la legislación. Las decisiones de financiación y dividendos, como es bien sabido, también dan a conocer o transmiten información acerca de la forma de actuar de la dirección, pero su utilización es más compleja, pues suelen entremezclarse los efectos positivos y negativos de unas y otras. Los resultados alcanzados en los estudios efectuados parecen desvelar que la reputación es un factor a tener en cuenta en la adopción de las decisiones financieras, principalmente en el largo plazo.

En lo referente a la supervisión jerárquica empresarial, las dos posturas tradicionales de la teoría de la estructura organizativa se centraron en las formas "U" y "M", pero la práctica común evidencia que los niveles jerárquicos intermedios no funcionan adecuadamente. Más importante es el análisis de las relaciones del consejo de administración con la alta dirección, que a menudo devienen en un mero trámite y no operan como una acción de control por parte del primero sobre la segunda, olvidándose del poder delegado para nombrar, destituir y fijar la remuneración de los directivos. Parece que los consejos se convierten, al menos en muchas empresas de nuestro país, en órganos inoperantes cuyos miembros sólo buscan la retribución por el hecho de ser consejeros, sobre todo si el consejo es de gran tamaño. A este respecto, una discusión hoy en boga es la atinente a quiénes deben formar parte de los órganos de gobierno (directivos con participación en la propiedad, consejeros independientes u otros).

Las luchas por la delegación del voto, tal y como las hemos descrito, son un fenómeno poco corriente en el panorama español, pero constituyen un medio de control habitual para "asaltar" el poder por parte del accionariado descontento en los sistemas orientados hacia el mercado, en la creencia de que se puede gestionar más eficientemente o elegir miembros más adecuados para la formación del consejo, siendo habitual que la rentabilidad de las acciones suba cuando tiene lugar esta "sublevación de las masas pasivas y dispersas".

Quizá el mecanismo de control que ha suscitado mayor atención en los últimos años tanto en la literatura teórica como empírica, ha sido la estructura de propiedad y control de la empresa, con todas sus implicaciones para el análisis de la concentración e identidad del accionariado y el gobierno de la empresa. De una parte, el prisma de la teoría de la estructura de capital en el que, una vez anclado el debate acerca de la ratio óptima de recursos ajenos a recursos propios, enraizado en el trabajo seminal de Modigliani-Miller, tras su discusión en un contexto de mercados imperfectos de capitales, acciones y obligaciones pasan a ser analizados como contratos financieros, al tiempo que la decisión de estructura de capital se reinterpreta como una decisión de gobierno de las transacciones. De otra parte, la consideración de la estructura de propiedad como mecanismo de control que incide directamente en el problema de agencia de la empresa a través del grado de concentración del voto accionarial.

La noción de estructura de propiedad atañe a múltiples cuestiones de interés que podemos ir desgranando como sigue: por un lado, el tema de la propiedad en manos del equipo directivo (*insiders*,

frente a los directivos sin participación en el capital, *outsiders*) y el efecto que su participación en el capital ejerce sobre los problemas y costes de agencia, y por ende, sobre el valor de la empresa. A este respecto, coexisten dos posiciones contrapuestas en la literatura: una, la que defiende que a mayor participación, mayor incentivo y, por tanto, mayor valor de la empresa; otra, la que sostiene que el grado de discrecionalidad directiva para participaciones pequeñas o muy elevadas coarta esta pauta de actuación, mientras que para valores no extremos se produce el fenómeno conocido como "atrincheramiento directivo".

Íntimamente relacionada con el tema anterior se encuentra la participación acumulada de la dirección (o del consejo, al igual que la de determinados accionistas) en el capital, es decir, la cuestión relativa al grado de concentración de la propiedad. En principio cabe suponer que cuanto mayor sea la concentración mayor será la probabilidad de que la propiedad esté dispuesta a realizar las funciones de vigilancia y supervisión de la dirección.

Otra dimensión del problema no menos interesante es la existencia de un importante paquete de acciones en manos de un inversor individual (*blockholder*), quién *a priori* debiera mostrar un mayor interés que un accionista de participación minoritaria en el seguimiento y control de la actividad de la empresa por mor de la cuantía de los recursos comprometidos.

Analizamos también una serie de prácticas orientadas a la modificación de la regla "una acción, un voto", como son la emisión de acciones sin voto, las recompras de acciones, los intercambios de acciones con voto por acciones sin voto, la exigencia de un número mínimo de votos para tener derecho a estar presente en la junta de accionistas, entre otras. Sin duda todos estos mecanismos, todavía novedosos en nuestro país pero práctica habitual en el sistema anglosajón, afectan a la "estructura política" de la sociedad, y en ocasiones suponen un menoscabo del accionista minoritario que se ve privado de uno de sus derechos. Como consecuencia, la estructura de propiedad de la empresa se redefine en términos de derechos de voto, frente a la mera posesión de las acciones.

Un último aspecto reseñable de la estructura de propiedad procede del conocimiento de la afiliación de los accionistas más importantes. Así se analiza fundamentalmente la participación en el capital de organizaciones económicas, como pueden ser las empresas con las que la sociedad mantiene relaciones comerciales o financieras, el Estado, fondos de inversión, fondos de pensiones, etcétera. La literatura ha prestado una atención destacada a la posesión de acciones por parte de los denominados "inversores institucionales", entre los cuales cabe hacer mención de las entidades de seguros, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones, dado que éstos parecen tener un incentivo especial en sus relaciones con el consejo de administración y la dirección de la empresa. En este sentido, se mantienen dos posturas acerca de las repercusiones de la propiedad institucional en la resolución del problema de agencia: unos autores sostienen que los inversores institucionales ejercen una especial supervisión del comportamiento de la dirección, dado que han de velar por sus inversores; otros autores plantean que la inversión institucional amplifica el conflicto de agencia pues los gestores de las entidades implicadas adoptan la misma posición que el grupo dominante o que la dirección.

El resto del Capítulo I se dedica a analizar sucintamente los mecanismos externos de control, comenzando por el mercado de capitales, que entre sus funciones cumple con la de facilitar una estimación insesgada del valor de la empresa. Sin embargo, no siempre se acepta el principio de eficiencia asignativa ni tampoco el de eficiencia informativa del mercado y se cree que dicho mercado, por el mero hecho de que en el mismo se realicen transacciones de títulos libremente entre oferentes y demandantes, no atenúa el problema de agencia al que venimos refiriéndonos, pues, si bien brinda al accionista descontento la oportunidad de deshacer su posición y abandonar la empresa, sólo movimientos de gran volumen afectarían al precio de los títulos (al menos en un mercado no competitivo).

Otro mercado que actúa como mecanismo de supervisión es el de trabajo o "talento" directivo, entendiendo por tal aquél en el cual el activo objeto de negociación son los altos ejecutivos de las empresas. Una decisión errónea, un comportamiento oportunista o una inversión inadecuada, no sólo implican el riesgo o amenaza de un despido de forma inmediata, sino también consecuencias asaz negativas en su carrera profesional cara a su posible contratación por otra sociedad. Por ello los directivos también deberían valorar *ex ante* la penalización *ex post* que pueden sufrir en caso de un comportamiento desleal.

Los mercados de productos y factores constituyen también un freno a la actuación discrecional de los administradores. La falta de diligencia por parte de la dirección en un mercado de competencia perfecta, como el contemplado en el modelo neoclásico, expulsaría a la empresa ineficiente, de forma que no sobreviviría. Si bien nadie discute este razonamiento, parece que existe común acuerdo en que la actuación de este mecanismo es muy lento y por tanto sólo es una solución a largo plazo.

Las soluciones organizativas, entendidas como nuevas formas de estructurar las relaciones internas y externas de la sociedad, contribuyen a la resolución parcial del problema de agencia. Sin embargo, sólo algunas prácticas más recientes como las asociaciones capital-riesgo o las compras de empresas apalancadas (poseídas o no por la dirección, los *Management Buy Out*, MBO y *Leveraged Buy Out*, LBO) parecen haber tenido éxito.

Pero también la banca, especialmente en aquellos países en los que ha tenido un peso fundamental derivado de sus participaciones industriales, puede ser un mecanismo de supervisión que incluso se manifiesta en su condición de prestamista de fondos o de colocadora de las emisiones de títulos de una empresa. En este ámbito, la razón de ser no es otra que su capacidad para producir información acerca de la solvencia de la empresa y disminuir los problemas de riesgo moral y selección adversa que se plantean entre prestamistas y prestatarios.

Cabe seguir la enumeración, pero tan sólo mencionaremos dos mecanismos externos más: el Estado a través de la regulación, de un lado, y los medios de comunicación y las entidades de inversión financiera, de otro.

Hemos querido reservar nuestro último comentario al hilo de este primer capítulo para el mecanismo sobre el que en gran medida gira nuestra investigación, el mercado de control empresarial, que desgajado del mercado directivo se torna operativo a través del mercado de valores mediante Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) y se constituye en un mercado en el que equipos directivos alternativos compiten por la gestión de los recursos de las empresas.

Dedicamos el resto de los Capítulos de la primera parte (II, III, y IV) a revisar las teorías y la evidencia empírica obtenida en las investigaciones orientadas a elucidar las causas de los procesos que, en términos genéricos, suelen incluirse bajo la denominación de "operaciones de toma de control empresarial".

Tras analizar el problema de la separación entre la propiedad y la gestión en la moderna sociedad anónima, así como los mecanismos internos y externos diseñados para domeñar esta manifestación del problema de agencia, nuestro interés en esta primera parte de la investigación se centra en el examen de las adquisiciones de empresas en cuanto mecanismo de control de los costes de agencia una vez que los mecanismos internos se han mostrado insuficientes para alinear los intereses de la propiedad y la dirección. Es este un planteamiento de la cuestión que no soslaya la posibilidad de que la compra o participación en el capital de otra sociedad obedezca a criterios ajenos a la realización del objetivo financiero de la empresa, como tendremos ocasión de precisar más adelante.

Al respecto, subrayamos en primer lugar que la adquisición de empresas carece de elementos distintivos, en cuanto operación de inversión, que impidan su análisis con las técnicas clásicas que nos brinda la teoría de asignación del presupuesto del capital; y sin embargo, es bien sabido que las fusiones y adquisiciones siempre figuran en los manuales de finanzas empresariales de forma separada, con un título similar a "otros temas en finanzas", como si tuviesen algunas características diferenciales que las hiciese un tanto "especiales" cara a una posible aplicación de los modelos de valoración y selección de inversiones. Además, tendríamos que preguntarnos por qué recurrimos al crecimiento externo en lugar de a la inversión interna. Estas y otras cuestiones hacen que el análisis de fusiones, adquisiciones y procesos similares tenga un lugar con nombre propio en la Economía Financiera de la Empresa.

Por ello, en el Capítulo II, pasamos revista a las teorías que hemos considerado como más "tradicionales" a la hora de explicar estos procesos. Para ello, y reafirmándonos en lo expuesto anteriormente, examinamos la decisión de adquisición como cualquier otra decisión financiera, bajo las hipótesis de mercados perfectos de capitales, discutiendo la importancia de la verificación o no del Principio de Aditividad del Valor y analizando las adquisiciones con las técnicas tradicionales de presupuesto del capital.

Posteriormente efectuamos un pormenorizado repaso de las teorías "clásicas", entre las que incluimos aquellas que barajan argumentos relacionados con el concepto de sinergia (o ganancia lograda por la combinación de empresas frente a la continuación de las actividades por separado) en sus distintas acepciones: sinergias operativas, diferenciando a su vez las ganancias generadas por economías de escala, de alcance y de integración vertical; sinergias de índole fiscal; sinergias de poder de mercado y sinergias por diversificación o reducción del riesgo.

El primer tipo de sinergias, las operativas, han sido estudiadas en profundidad desde la perspectiva de la Economía Industrial y la Teoría de la Organización. Tienen su origen en procesos que generan una creación de riqueza neta para la sociedad como consecuencia de la combinación de operaciones de dos entidades, y son indisociables de los procesos de cooperación e integración horizontal y vertical (hacia arriba o hacia abajo de la cadena).

El argumento de las sinergias fiscales, esgrimido de mil formas y maneras (diferente imposición societaria y personal, revalorización de las bases de los activos para aumentar las cuotas de amortización, créditos fiscales, etcétera) ha proporcionado razones explicativas a multitud de trabajos. Sin embargo, los resultados alcanzados en numerosos trabajos empíricos sugieren que, aún existiendo motivos fiscales en las tomas de control, las sinergias fiscales no son un factor determinante de la creación de riqueza en las operaciones de adquisición de empresas; por el contrario, su contribución apenas explica un mínimo porcentaje del aumento de valor.

Las sinergias de poder de mercado, íntimamente relacionadas con los procesos de concentración horizontal, siempre han levantado polémica en el conjunto de la sociedad acerca de si producen efectos colusivos con la consiguiente expropiación de riqueza a los consumidores. Pero ha sido probablemente la regulación de las tomas de control entre las explicaciones propuestas al respecto, la que mayor legislación ha generado en países como Estados Unidos: leyes anti-monopolio, control por la Comisión Federal de Comercio (Federal Trade Commision, FTC). Para alimentar la sempiterna polémica en torno a la regulación, y no sólo entre economistas sino también entre éstos y juristas, un buen número de trabajos enfatizan las inconsistencias de este tipo de actuaciones con la teoría del monopolio, pues si las fusiones aumentan la colusión, también aumentan el valor de la competencia, por ejemplo, y no parece encontrarse evidencia positiva al respecto. Se argumenta incluso que las autoridades regulatorias y judiciales con sus estrictos controles llegan a impedir adquisiciones susceptibles de crear riqueza neta para la sociedad.

En último término, discutimos también las supuestas sinergias que, por reducción de riesgo, entrañan los procesos de fusión y adquisición. Es cierto que la combinación de empresas puede disminuir el riesgo de las acciones, mediante una traslación del mismo a los acreedores, por ejemplo; o también sucede, a menudo, que el proceso de diversificación sólo beneficia a la dirección ocupante, que así diversifica su capital humano específico invertido en la empresa. Pero la teoría financiera nos dice que, en presencia de mercados perfectos y completos, la diversificación empresarial es irrelevante pues los accionistas se encuentran en mejores condiciones que la dirección para diversificar sus carteras de valores en los mercados de capitales.

Siguiendo con la recensión de las teorías explicativas de los procesos de tomas de control, el Capítulo III se ocupa de las que hemos tildado de "modernas", un apelativo que quizás no resulte el más adecuado, pero que nos permite agrupar a todas aquellas teorías no sustentadas en el concepto de sinergia, nexo común de las teorías arriba reseñadas.

En este ámbito teórico, discutimos primeramente la hipótesis de infravaloración de la sociedad objetivo o descuento de la misma en el mercado de capitales. Subyace la idea de que el mercado no es eficiente o, simplemente, que determinadas empresas no son valoradas correctamente, en cuyo caso cobra sentido la posibilidad de que se encuentren "gangas" en el mercado de capitales, es decir, empresas que coticen muy por debajo de su verdadero valor, incentivando la puesta en marcha de procesos de adquisición. Cabe también la posibilidad de que nos encontremos ante una "inversión inadecuada", así denominada porque el mercado está descontando vía precios el comportamiento futuro de la dirección al anticipar una política subóptima de inversiones con la consiguiente reducción del valor de sus títulos.

La hipótesis del sobrepago, e íntimamente ligada con ella la hipótesis *hubris*, sostiene que en el mercado cotizan empresas por las que los inversores de forma sistemática pagan más de lo que corresponde al valor de sus activos. Como explicación se esgrime el argumento conocido como la denominada "maldición del ganador" (*winner curse*), de acuerdo con el cual el apostante que oferta el precio más elevado está dispuesto a comprar aún sabiendo que el valor objeto de la subasta es menor. El sobrepago es pues un caso evidente de proceso de transferencia de riqueza de los accionistas de la sociedad adquirente a los de la objetivo por el importe pagado de más.

Aunque indisociable de la hipótesis de sobrepago, merece una consideración especial la denominada "hipótesis *hubris*". Según esta hipótesis, los gestores de las empresas pecan de orgullo y arrogancia y creen ser capaces de dirigir mejor cualquier sociedad, lo que les lleva a realizar adquisiciones muchas veces ineficientes pagando un precio excesivo que justifican alegando su mayor capacidad de gestión que, supuestamente, redundará en un incremento del valor de mercado de la sociedad objetivo.

Fundamentar las operaciones de adquisición como una alternativa al proceso de reorganización financiera es un argumento poderoso a la hora de explicar que una empresa puede fusionarse con otra para salvar una situación de insolvencia o de quiebra, y que, a su vez, la oferente puede beneficiarse de la operación a través, por ejemplo, de la obtención de beneficios fiscales en concepto de compensación de pérdidas acumuladas. Así justificadas, las operaciones de adquisición constituyen una forma diferente de reestructuración frente al acuerdo amistoso con los acreedores o a la intervención judicial. Los estudios previos disponibles parecen mostrar que las adquisiciones de este tenor resultan exitosas, en términos de una menor pérdida de valor.

Las implicaciones de las tomas de control para la estructura de capital de la empresa y, en particular, para su estructura de propiedad y control, han sido objeto también de una especial atención en la literatura financiera. En este punto, nos limitamos a enumerar tan sólo algunas de ellas a título ilustrativo: ¿cómo afecta a la estructura de capital la forma de financiar estas operaciones (con emisión

de títulos de diversas características, pago de efectivo o compensación mixta)? ¿cómo se modifica la estructura de propiedad y control de la empresa una vez emitidos los títulos? ¿cómo influyen sobre los conflictos de agencia? ¿cómo pueden expropiar riqueza los accionistas de la empresa objetivo a los acreedores de la oferente?

Otra de las razones esgrimidas por los defensores de la regulación de las adquisiciones es la atinente a velar para que, en el período anterior a la adquisición, no se produzcan grandes oscilaciones del precio y elevados volúmenes de transacción, probablemente debidos a la existencia de información privilegiada, y a la consiguiente demanda de más protección legal frente a este tipo de actuaciones. Sin embargo, la protección legislativa suele ser más que suficiente en la mayor parte de los países, por no decir excesiva, llegando incluso en algunos casos a entorpecer el libre funcionamiento del mercado de capitales, encareciendo los costes y disminuyendo los beneficios para la sociedad adquirente. La evidencia empírica disponible pone de relieve a este respecto que, por lo general, no se producen actuaciones con información privilegiada en el período anterior a la adquisición.

Aunque matizable, un argumento contrario a las tomas de control, sostenible desde un punto de vista económico, es el que se fundamenta en la teoría de que las adquisiciones no crean valor para la sociedad en su conjunto sino que tan sólo son operaciones en las que se producen transferencias de riqueza entre las partes contratantes con la "ficción legal" que otorga a la empresa personalidad jurídica. Si ello fuere así, sería preciso proteger a los agentes expropiados y anular la capacidad de apropiación de los potenciales expropiadores. Pero como anteriormente apuntábamos, aún en el caso de que las tomas de control no contribuyesen a aumentar la riqueza social neta de la economía, cabe contraargumentar que estos procesos permiten una reasignación más eficiente de los recursos, de modo que aquellos agentes que más los valoran (directivos, empresas) puedan decidir sobre su uso más apropiado en cada momento. Entre los posibles canales de transferencia de riqueza hemos hecho ya referencia a los que fluyen desde los accionistas de la sociedad adquirente a los de la empresa objetivo (sobrepago), desde los acreedores a los accionistas por mor de las modificaciones producidas en la estructura de capital o por mor de consideraciones ligadas a las sinergias de reducción del riesgo, pero también pueden afectar a los trabajadores vía cambios en los niveles de salario y de empleo, fondos de pensiones y planes de propiedad para los empleados, así como a los accionistas de la entidad objetivo (dependiendo de las medidas anti-toma de control adoptadas), a los directivos (por despidos anticipados, con la pérdida de valor de su capital humano específico), al Estado (vía impuestos), etcétera.

Con el Capítulo IV cerramos la primera parte de esta investigación al tiempo que focalizamos nuestra atención sobre los procesos de toma de control desde el enfoque que nos brinda la teoría del mercado de control empresarial. A modo de introducción proponemos una clasificación esclarecedora a nuestros propósitos de investigación de las tomas de control. Así diferenciamos entre tomas de control asignativas, aquellas con las que se logra disminuir el conflicto de agencia existente en la sociedad adquirente; tomas de control directivas, aquellas en las que un equipo directivo con mayor cualificación desplaza a otro menos competente, es decir, operaciones encaminadas a resolver el problema de agencia en la entidad objetivo; y finalmente, tomas de control por motivo de adquisición, aquellas que obedecen y se justifican por razón de fallos en la eficiencia de los mercados financieros. Dado que estas últimas operaciones fueron objeto de análisis en el capítulo anterior, este capítulo centra su atención en las tomas de control que tienen en común el problema de agencia, las dos primeras clases, asignativas y directivas, tanto desde la perspectiva de la empresa oferente como desde la perspectiva de la entidad objetivo.

Nuestro recorrido por esta corriente del pensamiento financiero se inicia con una breve referencia a los precursores de la teoría de la agencia, encuadrados en el movimiento gerencialista (*managerialism*) de finales de la década de los cincuenta hasta finales de la década de los sesenta, encabezados por

Baumol, Williamson, Marris y Mueller, quienes, entre otros, desarrollaron una teoría de la empresa que contraponía como metas u objetivos de la misma las funciones de utilidad de la propiedad (maximizar la riqueza del accionista) y de la dirección (maximizar su sueldo, el crecimiento, su estatus, su seguridad, etcétera), proponiendo distintos modelos de función de utilidad a maximizar sujeta a determinadas restricciones. En línea con este planteamiento teórico de la función objetivo de la empresa, Marris y Mueller analizan en sus modelos el riesgo de adquisición empresarial (la probabilidad de ser objeto de toma de control) siempre que no se verifiquen ciertas condiciones mínimas: Marris fundamenta su planteamiento en la ratio de valoración (valor de mercado de los fondos propios dividido por el valor contable de los mismos) y Mueller en la posibilidad de que el comprador utilice una tasa de descuento menor y, por tanto, la adquisición para él resulte más rentable.

Tras esta primera aproximación al estado de la cuestión nos adentramos en la arena propiamente dicha de la teoría positiva o financiera de la agencia, una construcción con entidad propia y metodológicamente diferenciada del enfoque gerencialista. Así, en el campo metodológico de la teoría de la agencia no cabe hablar de los objetivos de la empresa que deben maximizar los directivos, como ocurría en la teoría gerencialista, dado que la empresa no existe, pues es un mero nexo de contratos bilaterales entre directivos, accionistas y acreedores, principalmente. En este contexto cada agente busca maximizar su función de utilidad, los distintos intereses entran en conflicto y surge el problema de agencia, debido a que los contratos son costosos e incompletos, a que la información es imperfecta y está distribuida de forma asimétrica, a que el esfuerzo de los partícipes no es observable y a que las decisiones tienen que adoptarse en un contexto de incertidumbre.

El conflicto de intereses se traduce en una serie de costes de agencia que podemos clasificar en costes de supervisión o control, de garantía o fianza y la pérdida residual, definida como el coste de oportunidad respecto a una situación en la que no existiera el problema de agencia.

Por lo que al mercado de control respecta, analizamos algunos de los costes de agencia más comunes como el consumo en exceso por la alta dirección de recursos discrecionales (*perquisites*), el incumplimiento o la dejación de funciones (*shirking*), los problemas de infrainversión y sobreinversión, las inversiones en actividades específicas, el *hubris* y la diversificación del capital humano. Por último, dedicamos un apartado especial a un coste de agencia que tienen gran repercusión en las tomas de control: el flujo de tesorería excedentario o *free cash flow*.

Una primera aproximación al mercado de control societario es la que puede realizarse desde la perspectiva clásica de las sinergias, en este caso de tipo directivo, en el que una entidad (la oferente) adquiere a otra (la objetivo) debido a que la primera tiene capacidades y habilidades directivas en exceso y la segunda se ve privada de ellas, cual si de un caso de economías de alcance se tratase. Al hilo de esta conjetura retenemos dos teorías diferenciadas para nuestra posterior investigación empírica: la teoría de la eficiencia directiva diferencial, según la cual el grado de eficiencia de las direcciones de ambas empresas no es el mismo, por lo que de la unión de las partes se obtendrá un valor añadido para el conjunto, y la teoría de la dirección ineficiente, a tenor de la cual una de las dos sociedades no agota sus capacidades directivas, y puede incluso que la dirección se comporte de manera ineficiente. *A priori*, esta segunda teoría, que asume la hipótesis de ineficiencia directiva, bien pudiera ser la que mejor se adecuase a nuestra percepción de las actuaciones del mercado de control empresarial, pues supone reconocer que es posible disminuir la ineficiencia de la sociedad objetivo mediante una adquisición, y desde esta perspectiva es desde la que nosotros vamos a analizar las tomas de control. Obviamente, este planteamiento de la cuestión presupone que la sociedad objetivo es siempre la que presenta mayores problemas de agencia y que es adquirida por una entidad oferente con menores problemas de agencia. Alternativamente cabe admitir que, en todo caso, el problema de agencia de la empresa oferente no se

verá agravado por mor de la operación misma de adquisición, como ocurriría en aquellos casos en los que se verificase la hipótesis *hubris*. Este presupuesto o forma de contemplar la actuación del mercado subyace a las operaciones de control que podemos denominar "tomas de control eficientes".

Nuestro análisis del mercado de control societario arranca de una concepción, a la Jensen, de la yuxtaposición empresa-mercado, en la que ambas formas de organizar las transacciones y asignar los recursos compiten entre sí, no siendo relevante la pretendida separación de la empresa con los mercados. Desde esta óptica, el mercado de control societario se concibe como aquel en el que compiten equipos alternativos de directivos por el control de los derechos de gestión sobre los recursos de las empresas. La regulación no debiera constreñir el funcionamiento del mercado de control societario y el papel de los accionistas se asocia al de meros "árbitros" en la disputa de los equipos gestores contrincantes, desplazando el fiel de la balanza hacia aquel que realice una oferta más ventajosa.

Probablemente, la cuestión más controvertida de esta concepción de las fusiones y adquisiciones es la que atañe a la explicación de las diferencias habitualmente existentes entre el precio ofrecido por el título y el precio anterior a la suspensión de la cotización, es decir, a la elevada prima pagada a menudo por la sociedad oferente. Ciertamente, en el caso de verificarse la hipótesis de tomas de control eficientes, esa prima no sería más que un reflejo del incremento que experimentará el valor de la sociedad una vez que la adquisición tenga lugar, el equipo directivo anterior sea destituido y sustituido por otro más comprometido con la realización del objetivo financiero en términos de riqueza para los partícipes en la empresa adquirida. Por tanto, la prima satisfecha puede entenderse como una transferencia de recursos desde los accionistas de la sociedad adquirente a los de la empresa objetivo. Si la dirección no pensara que puede cambiar el rumbo de la sociedad adquirida y crear valor en dicho proceso, no ofrecería la prima, pues, de hacerlo, incurriría en costes de agencia, con lo que nos separaríamos del supuesto de tomas de control eficientes.

Una particularidad del mercado de control empresarial son los mecanismos a través de los cuales se instrumenta esta lucha por el control de la gestión de la empresa. La forma más habitual es plantear una OPA (*tender offer*) por un determinado porcentaje de títulos (generalmente de renta variable) a un precio previamente pactado, de manera que durante un período de tiempo más o menos amplio los accionistas de la sociedad objetivo (a los que se dirige directamente la oferta, no a su dirección ni a su consejo de administración) puedan vender o no sus títulos a la entidad adquirente. Sin embargo, el concepto de mercado de control empresarial traspasa las fronteras de las operaciones instrumentadas por medio de OPA y transgrede también las lindes de los procesos de escisión, segregación y venta de parte de los activos o de las empresas (*spin-off* y *sell-off*), la *proxy-fight* como manera de entablar batalla en la junta general de accionistas, los procesos de compra apalancada (*Leveraged Buy Out*, LBO) inclusive cuando se realizan por la propia dirección (*Management Buy Out*, MBO), las exclusiones de cotización (*going private*) y toda una panoplia de medidas defensivas en los procesos de toma de control.

Para Jensen, muchas de las razones que se han esgrimido en contra de las tomas de control son sólo formas variopintas del "folklore" como decir que perjudican a los accionistas de la empresa objetivo o que drenan recursos que deberían ser dedicados a inversiones productivas del país: son argumentos carentes de racionalidad económica y soporte empírico. Desde el otro lado de la refriega dialéctica, la postura de Jensen ha sido tachada de "cortoplacista" (*shortermism*), de desalentar las inversiones en I+D y en gastos de capital y, como consecuencia, de atentar contra la productividad de la economía norteamericana. Sin embargo, la evidencia empírica disponible al hilo de la teoría del mercado de control empresarial y de los costes de agencia ligados al del flujo de tesorería excedentario (*free cash flow*) no dejan lugar a duda de que su planteamiento ofrece una plausible explicación de los procesos de fusión y adquisición: crean valor.

¿Quiere esto decir que en todos los procesos de toma de control se crea riqueza? La respuesta ha de ser negativa al menos en un primer momento pues aunque los recursos se estén asignando de manera más eficiente, haciendo posible además que la empresa sea gestionada por aquellos que más la valoran, cabe la suerte de que los directivos se hayan equivocado en sus previsiones, actúen interesadamente o de que no estemos en presencia de una toma de control eficiente; en cuyo caso, eso sí, corren el riesgo de ser desplazados de sus puestos por un nuevo equipo directivo.

Finalizada la parte primera de nuestra investigación, dedicamos los Capítulos V, VI y VII, a efectuar una revisión de la literatura empírica y de las técnicas estadísticas al uso para analizar la ocurrencia de una OPA, y a presentar y discutir el modelo que proponemos para contrastar nuestra tesis, la metodología seguida para su análisis, así como presentar los principales resultados obtenidos.

El Capítulo V examina y sumariza las investigaciones empíricas realizadas para diferentes países y períodos al objeto de identificar los factores determinantes de una toma de control, prestando una especial atención las técnicas estadísticas empleadas. A fin de entender mejor el alcance y las limitaciones de estos estudios, centramos nuestro interés en aquellos aspectos de mayor relevancia a nuestros efectos, como son, entre otros: la especificación del suceso objeto de estudio, el tamaño y selección de la muestra de estimación, el período temporal y el país de referencia, las variables explicativas y la finalidad del modelo, así como su capacidad clasificatoria, explicativa y/o predictiva.

Posteriormente examinamos las técnicas estadísticas más usuales, distinguiendo entre modelos de regresión y modelos de clasificación. Entre los primeros nos fijamos en los que calculan la probabilidad de ocurrencia de una OPA, cuyo ejemplar más significativo es la regresión por mínimos cuadrados cuando la variable dependiente es dicotómica (modelo de probabilidad lineal), así como en las especificaciones no lineales de los modelos de probabilidad (logit y probit, en particular). Otros modelos de regresión, todavía poco difundidos en su aplicación al campo de la Economía Financiera pero de gran utilidad para la resolución de determinados problemas, son los modelos de supervivencia que, aunque no permiten estimar la probabilidad de OPA sino el tiempo que transcurrirá entre una adquisición y la siguiente, presentan algunas ventajas comparativas y proporcionan también resultados satisfactorios.

Entre los modelos de clasificación sobresale el análisis discriminante (simple o múltiple, lineal o no lineal). Pero dado que tanto el logit como el probit son también de uso habitual en las finanzas empresariales, dedicamos un breve apartado a comentar sus pros y sus contras. En los trabajos analizados se han empleado muchas otras técnicas, como son la clasificación dicotómica de Barnes, el análisis factorial, el análisis de grupos o las redes neuronales.

Finalizamos el capítulo con la presentación de unos cuadros-resumen que sumarizan los estudios efectuados sobre ocurrencia de tomas de control y que incluyen todas las investigaciones consultadas desde los primeros trabajos realizados en la década de los años sesenta hasta los publicados a finales de la década de los noventa. El capítulo se cierra con un comentario general acerca de la evidencia empírica disponible.

La tarea de proponer un modelo, formular las hipótesis a contrastar y discutir la metodología de la investigación empírica, se acomete en el Capítulo VI como colofón del análisis efectuado en capítulos anteriores. En este capítulo y en el siguiente se encuentran, a nuestro juicio, las aportaciones más novedosas de esta investigación.

Carecemos de un modelo teórico comprensivo de las diversas explicaciones que constituyen aportaciones relevantes a la literatura sobre las actuaciones del mercado de control empresarial. Es más, cuando se opta por el enfoque de agencia, como es el caso, el objetivo final se restringe al análisis de la

hipótesis del "mercado de control como mecanismo de disciplina ante el comportamiento ineficiente o discrecional en exceso de la dirección ocupante".

Por ello, el modelo propuesto toma como punto de partida la idea de que el funcionamiento de los mecanismos de alineación de intereses de la propiedad y la dirección (mecanismos internos, en su doble vertiente de incentivo y de disciplina; y externos, donde incluimos el mercado de control empresarial en su función de "amenaza") no siempre mitigan suficientemente el problema de agencia, por lo que, una vez que estos mecanismos han actuado, los costes de agencia observados permiten inferir o al menos son indicativos, al tenor de su magnitud relativa, de la mayor o menor eficiencia directiva o empresarial. Cuando la eficiencia relativa es elevada, aceptamos que el equipo gestor está alcanzado el objetivo de los accionistas, mas cuando es reducida, cabe colegir que los mecanismos de alineación no han logrado conciliar los intereses en conflicto de ambos grupos de partícipes ni, por tanto, resolver en los términos debidos el problema de agencia: para paliar estas insuficiencias entraría en funcionamiento el mercado de control empresarial, mediante la presentación de una OPA por parte de un equipo directivo que se propone como alternativa a la dirección actual. La OPA tendrá una serie de consecuencias para la sociedad objetivo, siendo probablemente la más inmediata la ocurrencia de dimisiones y ceses entre sus directivos y consejeros, así como cambios en la estructura de los activos, actividades económicas desarrolladas, etcétera.

Las variables exploradas con nuestro modelo se asignan a uno de los siguientes grupos o categorías: mecanismos internos, diferenciando entre mecanismos de alineamiento y mecanismos de control (estructura de propiedad, estructura del endeudamiento y estructura de gobierno); variables aproximadas de los costes de agencia; variables representativas del rendimiento/resultado directivo-empresarial (eficiencia directiva, rentabilidad del accionista, rentabilidad económica, eficiencia económica y eficiencia productiva); la ocurrencia o no de OPA; y los ceses en el consejo de administración tras la toma de control. Con carácter complementario se consideran otros tres grupos de variables: tamaño, fiscalidad y liquidez.

Con la integración de estas variables dentro del modelo propuesto, pretendemos contrastar cuatro bloques de hipótesis relativas a la eficacia de los mecanismos internos y externos de control, a través de sus variables representativas, y a su influencia sobre la eficiencia relativa observada, así como a los determinantes de la probabilidad de ocurrencia de OPA y las consecuencias de ésta.

El primer grupo de hipótesis atañe a los mecanismos internos de control y presume la existencia de interrelaciones de las variables que definen un mismo mecanismo; y a la vez, de los propios mecanismos internos entre sí, de forma que pueden contemplarse como complementarios o sustitutivos.

Las dos hipótesis que componen el grupo siguiente vienen a determinar la relación entre los mecanismos internos y los costes de agencia, así como entre éstos y la eficiencia relativa observada, y a predecir que ambas relaciones son negativas.

El tercer grupo de hipótesis nos permite aproximar un modelo de probabilidad de ocurrencia de OPA. Comprende cinco hipótesis acerca de los determinantes de dicha probabilidad, las tres primeras analizan como variable explicativa la influencia de los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa observada, respectivamente. La cuarta da entrada en el análisis a consideraciones fiscales y de liquidez; y por último, la quinta contrasta el modelo resultante del análisis conjunto de todas las variables anteriores.

El cuarto grupo, que se resume en una única hipótesis, vincula la ocurrencia de OPA con los ceses en el consejo de administración, prediciendo la existencia de una relación positiva.

Las técnicas empleadas para la validación del modelo y de las hipótesis que le articulan son tanto univariantes como multivariantes, efectuándose el comentario oportuno de las mismas al hilo de la exposición de los resultados.

La muestra con la que hemos trabajado en nuestra investigación se restringe a OPAs sobre sociedades cotizadas por motivo de toma de control ocurridas en España a partir del momento de entrada en vigor del actual Real Decreto que las regula (agosto de 1991) hasta el 31 de diciembre de 1995, con una serie de exclusiones por causas muy diversas, lo que reduce considerablemente el número de operaciones objeto de estudio hasta un total de 24 empresas objetivo de OPA. Para su análisis comparado, se procedió a seleccionar otra muestra de empresas no objeto de OPA, homogénea con la anterior en términos de año de ocurrencia, como referencia de partida para la construcción de la base de datos, sector y tamaño, configurando así una muestra final formada por un total de 48 empresas, 24 adquiridas y 24 no adquiridas.

El capítulo VII y último presenta los resultados más relevantes alcanzados en nuestra investigación empírica tras la contrastación del modelo propuesto y de las hipótesis relativas a las relaciones entre los mecanismos de incentivo y de control interno, los costes de agencia, la eficiencia relativa observada, y tras la estimación de los factores determinantes de la probabilidad de OPA y las consecuencias de la misma sobre la ocurrencia de ceses en el consejo de administración.

Finalizamos con una exposición sucinta de las conclusiones de la investigación, los anexos y las referencias bibliográficas.

Con la contrastación de las hipótesis y del modelo planteados pretendemos falsar la tesis propuesta para la colación del grado de doctor, y que sintetizando esta presentación, puede enunciarse como sigue:

"Las interdependencias existentes entre las variables que componen y activan los mecanismos de incentivo y control explican las interacciones de estos mecanismos a la hora de resolver el problema de agencia que entraña la separación de la propiedad y la dirección en las grandes sociedades anónimas españolas. Cuando los mecanismos de incentivo y control no reducen suficientemente los costes de agencia, se generan oportunidades de beneficios y creación de riqueza cuya explotación requiere la intervención del mercado de control societario mediante una Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) al objeto de llevar a cabo una toma de control que mejore la eficiencia de la gestión y que, probablemente, exija cambios y ceses en el Consejo de Administración de la empresa objetivo".

PARTE I

CONTROL EMPRESARIAL: MECANISMOS ALTERNATIVOS Y JUSTIFICACIONES

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

CAPÍTULO I

LOS MECANISMOS DE CONTROL EN LA GRAN SOCIEDAD ANÓNIMA

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

La gran sociedad anónima -lugar de transacción alternativo al intercambio en el mercado- institución que se ha ido forjando a lo largo del presente siglo con unos caracteres bien definidos tales como el gran tamaño, la elevada complejidad de la actividad o la dispersión de la propiedad, demanda ante el hecho de la separación entre las funciones de la gestión de los recursos y el control de los mismos, el establecimiento de una serie de mecanismos de control. Unos son internos a la propia organización empresarial en sí, en tanto que otros -externos- vienen propiciados fundamentalmente por las actuaciones de diversos mercados.

A efectos de su descripción y estudio, los mecanismos internos de control los hemos dividido en: la estructuración y formalización contractual, las actividades de garantía, la supervisión por la estructura jerárquica de la sociedad o por votación disputada en Junta de Accionistas, para terminar con el amplio concepto de la estructura de propiedad.

Por su parte, los mecanismos externos hacen referencia a distintos mercados (de capitales, de control empresarial, de trabajo directivo, de productos y factores) junto con otro tipo de soluciones, como las organizativas, la banca u otros mecanismos de supervisión externa.

BIBLIOTECA VIRTUAL

1.- A modo de introducción: El lugar de transacción y el problema del control.

El desarrollo de la actividad directiva en la gran sociedad anónima, entendida de una manera laxa, se ve constreñido por una serie de mecanismos que intentan controlar la discrecionalidad que se puede producir en el comportamiento del equipo gestor[1]. Ello se debe a que la empresa, y en particular la sociedad anónima plena, es decir "aquella forma empresarial que ha desarrollado más la especialización de funciones, llegando a separar propiedad y control en manos de accionistas y directivos respectivamente" (Arruñada, 1992b, pág. 29), como mecanismo de asignación-gestión de recursos alternativo al mercado, presenta una diferencia fundamental con éste: en dichas organizaciones es habitual que el decisor (directivo) no sea propietario de los recursos que gestiona y a pesar de ello determine cuál será el empleo óptimo de los mismos, no recayendo las consecuencias de las acciones que acometa sobre su patrimonio personal (del decisor-directivo) sino sobre el del propietario (accionista). Esta característica constituye el núcleo del conflicto de intereses que demanda la presencia de mecanismos de control (Arruñada, 1990a, pág. 193), dado el oportunismo manifiesto con el que se comportaría la dirección frente a la propiedad si no se dispusiera de esos mecanismos.

Cuando la transacción se realiza en el mercado, el sistema de precios sirve de mecanismo de control natural, automático y explícito al cumplir las siguientes funciones (Jensen y Meckling, 1986 en Arruñada 1990a, pág. 193): (1) asigna los bienes y recursos a aquellos que los valoran en mayor medida, (2) fija el precio de los bienes, y (3) retribuye a los propietarios de los bienes con los cambios de valor que experimentan como consecuencia de la actuación de aquellos. La característica de enajenabilidad del derecho de propiedad sobre el bien constituye, por tanto, lo que va a permitir interiorizar por parte del titular las consecuencias de sus actos sobre el mismo, resolviéndose así el problema del control siempre que, siendo posible definir tal titularidad, las figuras de decisor y titular coincidan (Arruñada, 1990a, pág. 194), como por ejemplo, en el caso del intercambio de un bien por cuenta propia.

---

[1] Para Arruñada (1990b, ppág. 26-27), la actividad empresarial ejercida por una sociedad anónima dentro de una economía de mercado está sujeta a unos mecanismos de control a tres niveles. Un primer nivel lo constituye el control interno, un segundo nivel el mercado de control societario, y el tercer nivel viene determinado por la competencia en los mercados de productos y factores, así como por la regulación.

Si hemos dicho que en el mercado se produce una transferencia (enajenación) de derechos de propiedad, por comparación, lo que ocurre en el seno de la empresa es una transferencia de derechos de decisión, y dado que quien los recibe no soporta el beneficio o pérdida económica de su actuación, se hace necesario el establecimiento de mecanismos internos de control[2], siendo su finalidad reproducir en el seno de la empresa la función que desempeña el sistema de derechos de propiedad cuando la organización de la actividad se encauza a través del mercado, de forma que se realicen en el interior de la misma aquellas acciones que de forma automática lleva a cabo el sistema de precios (Arruñada, 1990a, págs. 194-195).

No siempre es factible especificar las acciones dentro de una empresa por adelantado. Para coordinar actividades muy relacionadas dentro de una sociedad se deben poder establecer las acciones correctas de todos los que participan en las mismas, misión que recae en la dirección general. Si todos confían en la dirección, no tienen por qué conocer todas sus decisiones ni verificar todas sus actividades.

La relación contractual es factible para un número reducido de alternativas a cubrir y cuando las acciones de cada parte se pueden vigilar con relativa facilidad, siendo muy importantes los problemas de coordinación a través del mercado si el número de actividades es elevado y éstas pueden operar de formas diferentes, pues supondría la necesidad de celebrar muchos contratos independientes, con gastos de todo tipo de recursos (tiempo, dinero,...), y aún así nunca serían totalmente completos, bien porque los costes de la protección completa son inadmisibles o porque ni los mejores planificadores pueden preverlo todo. Esto no supone un problema si todas las alternativas se recogen en un contrato más amplio, a saber, el sistema legal vigente, de manera que los desacuerdos se resuelvan de forma rápida y fácil. Así, si las leyes no contienen ambigüedades no habría necesidad de un contrato formal, excepto para confirmar el reconocimiento de la ley y la aceptación de sus implicaciones. Sin embargo, la ley tampoco resuelve todos los casos, no comtempla todas las situaciones. Además, aun cuando los contratos recojan todas las posibilidades, puede acabarse en litigio si las partes no se ponen de acuerdo acerca de los elementos del caso.

Con la finalidad de resolver el problema de discrecionalidad directiva que puede ponerse de manifiesto en la actuación de la gerencia, los propietarios necesitarían incurrir en una serie de costes, tanto financieros como de otro tipo, que habitualmente se denominan como costes de obligación del cumplimiento (*enforcement cost*), entre los que podemos destacar, siguiendo a Hay y Morris (1991, pág. 277), los siguientes: a) conocer con cierto detalle el rendimiento (*performance*) de la empresa en la medida que sea posible, así como dirimir la responsabilidad de la dirección actual sobre el mismo; b) identificar la posibilidad de que la dirección actual pudiera rectificar su actitud y comparar el potencial con el que alcanzaría otro equipo, así como conocer en qué medida el rendimiento actual no es consecuencia de una estrategia para lograr un mayor rendimiento a largo plazo; c) intentar cualquier accionista la destitución de un miembro de la dirección, para lo cual necesitaría ganar una votación en junta general de accionistas (*proxy fight*), proceso costoso en tiempo y dinero, y del cuál no se tiene certeza de su éxito.

Si dichos costes no existieran, los accionistas podrían asegurar la maximización del beneficio si esa fuera su voluntad, pero la realidad económica nos muestra que dichos costes están presentes y que son de magnitud importante, lo que otorga una elevada discrecionalidad a la dirección al fallar mecanismos de restricción del comportamiento directivo. Algunas causas de que en la realidad nos

---

[2] Como examinaremos posteriormente, esos mecanismos internos de control que se desarrollan en el seno de la empresa tienen su complemento en el control que proporcionan las fuerzas del mercado (mecanismos externos).

encontremos con dichos costes son: la limitada información disponible para los accionistas acerca de si la dirección está maximizando los beneficios, los costes de supervisar el resultado o rendimiento, la dificultad de reemplazar la experiencia específica a la empresa obtenida por los directivos, junto con los costes de establecer, disputar y ganar una *proxy fight*.

La coordinación vía mercado cabe que resulte poco satisfactoria en algunos casos (costes de transacción excesivamente elevados o resultados difíciles de supervisar), pudiéndose disminuir estos problemas dentro de la empresa si la dirección general asume en caso de litigio poderes de arbitraje entre las unidades integradas. La planificación anticipada resuelve el problema de la "incompletitud" de los contratos, además, la empresa se puede adaptar más fácilmente a las situaciones a medida que ocurren y la gerencia controla cada actividad mejor que el mercado (Sutton, 1983, págs. 41-44).

El incentivo de integrar verticalmente frente a coordinar vía mercado puede aumentar si no hay un modo aceptable de asignar costes entre los asociados comerciales, teniendo el incentivo más fuerza si, por ejemplo, la transacción exige activos específicos no transferibles o las partes adquieren el monopolio del mercado pertinente o del conocimiento técnico (Sutton, 1983, págs. 54-55). En cambio, la integración vertical puede ser menos efectiva que la coordinación vía mercado, según Sutton (1983, págs. 58-60), porque la administración de la empresa puede carecer de las habilidades necesarias para la operación conjunta de las actividades relacionadas verticalmente o por los problemas que surgen cuando se relacionan procesos diferentes que tienen escalas óptimas (de tamaño) también diferentes (Stigliz, 1951).

El acuerdo de colaboración, como forma de integración intermedia, es mejor que la fusión si hay un marcado carácter de temporalidad en la relación o si sólo una pequeña parte de las actividades se complementan (Sutton, 1983, págs. 152-153). Sin embargo, el convenio exige un contrato muy específico que se ha de revisar si cambian las condiciones del entorno, pero a la vez se puede ver como un paso intermedio antes de la fusión definitiva.

A decir de Porter (1982, págs. 328-329), "es esencial reconocer la posibilidad de que ciertas economías de la integración podrían obtenerse por el tipo adecuado de contratos a largo plazo o incluso a corto plazo entre empresas independientes". Sin embargo, los contratos no son la panacea, pues con ellos generalmente no se logran todas las economías de integración y además puede ser imposible llegar a un acuerdo por mantener las partes intereses divergentes o por el riesgo de disputas contractuales.

Dentro del esquema de propiedad-decisión de la empresa necesitamos incorporar el estudio de quién se constituye en el sujeto perceptor de la renta residual, o lo que es igual, determinar la asunción del riesgo -en términos de consecuencias económicas- derivado de la decisiones adoptadas. La coincidencia de las figuras de gestor y de perceptor residual en el mismo sujeto económico parece adecuada en algunas situaciones (por ejemplo, para el caso de un individuo que actúa de controlador de un equipo) pero, por lo general, presenta ciertas desventajas. La separación de las funciones de decisión y asunción del riesgo es posible gracias a tres conjuntos de factores (Arruñada, 1990a, págs. 196-197): (1) las economías de especialización que surgen de separar propiedad y gestión (lo que permite diversificar los capitales unidos a las tareas directivas y laborales y a la asunción de riesgos), de no coincidir habilidad directiva y riqueza, y del empleo y producción eficientes de la información necesaria para la toma de decisiones; (2) el menor coste de obtención de la información para la adopción de decisiones, ya que en los niveles inferiores de la jerarquía se dispone de información de naturaleza específica; y (3) la existencia de mecanismos de control que reducen los costes de agencia inherentes a la separación propiedad-gestión.

Una vez vista la diferenciación del problema de control cuando la organización económica se realiza a través de la empresa o por medio del mercado, es importante fijarnos en el tipo de organización objeto de análisis, pues la sociedad anónima plena[3] (centro fundamental de nuestro trabajo) presenta dos características que hacen posible la actuación de unos mecanismos de control específicos a la misma. Esas características son: la cláusula de responsabilidad limitada en los contratos de propiedad de la empresa y la titularidad no restringida.

Dado que la responsabilidad del accionista derivada de la posesión de acciones[4] no supera a su capital aportado a la sociedad cuando adquirió su cartera de títulos, no se ve obligado a mantener una continua supervisión y control sobre la situación patrimonial de la empresa y de los demás accionistas.

Del hecho de que la titularidad no está restringida, en el doble sentido de que ni se requiere la participación activa del accionista en el proceso diario de decisión-gestión empresarial, ni está limitada la venta de acciones (aunque a veces legalmente no se puedan vender por separado los distintos derechos que la acción incorpora, siendo ello un elemento restrictivo para alcanzar las ventajas potenciales de la especialización de funciones), unido a la existencia de un mercado activo de acciones[5] (la bolsa de valores), facilita la especialización de funciones[6] entre accionistas y directivos dado que: (1) favorece que se forme un consenso social, ya que los disidentes con la política dictada por la mayoría no están obligados a seguir en la empresa; (2) proporciona una estimación del valor de la empresa por medio de la cotización, lo que sirve a los accionistas para valorar la gestión del equipo directivo; y (3) hace factible la actuación del mercado de control empresarial (Fama y Jensen, 1983a, pág. 313). Por el contrario, la ventaja de la especialización de funciones se ve contrapesada en la sociedad anónima plena con la mayor posibilidad de aparición de los problemas de agencia (que generarán un coste importante). En la sociedad cerrada, la mayor ligazón entre propiedad y dirección evita gran parte de los costes de agencia, si bien, por el contrario, se producen costes en forma de asignación ineficiente del riesgo residual y de infrainversión[7].

Cabe añadir que la acción otorga la propiedad sobre los flujos netos de tesorería que generen las inversiones empresariales presentes y futuras en un horizonte temporal ilimitado, lo que unido a las anteriores características, y en presencia de mercados perfectos, se traduce en la maximización del valor de mercado de los títulos como el objetivo financiero empresarial perseguido por los propietarios de los derechos residuales. Como recogen Weston *et al.* (1990, págs. 48-49), cuando las acciones de

---

[3] Podríamos afirmar que el concepto de sociedad anónima plena aquí expuesto presenta un paralelismo total con el de *public corporation* de Fama y Jensen (1985), frente a la *closed corporation* (sociedad cerrada) que generalmente son empresas de menor tamaño y en las cuales los derechos residuales están muy restringidos a los agentes de decisión.

[4] Se reconoce que el empleo de este título de propiedad es atractivo en actividades arriesgadas de cierta complejidad en las que el importante volumen de riqueza que aportan los perceptores de la renta residual es necesaria con el fin de garantizar los grandes pagos prometidos a muchos otros agentes empresariales (Fama y Jensen, 1983a, pág. 312).

[5] Dicho mercado viene fomentado por el hecho de la naturaleza no restringida de los derechos residuales de las grandes sociedades anónimas, especializándose el mercado en valorar tales derechos y transferirlos entre inversores a bajo coste (Fama y Jensen, 1985, pág. 102). Weston *et al.* (1990, pág. 48) afirman que la naturaleza no restringida de las acciones comunes de las corporaciones abiertas (*open corporations*, o sociedades anónimas plenas) fomenta el desarrollo de un mercado de capitales eficiente.

[6] Ello permite la adaptación de una organización compleja a los cambios del entorno económico (Fama y Jensen, 1983a, pág. 312).

[7] Así, por ejemplo, la sociedad cerrada mantiene niveles de inversión inferiores debido a: (1) la limitación en la riqueza personal; (2) aplicar un coste del capital superior dada la infradiversificación de su cartera, lo que implica invertir menos en proyectos arriesgados; y (3) la incertidumbre generada sobre la percepción del valor completo de los derechos residuales en el futuro ante el abandono de la empresa, dadas las restricciones a la enajenabilidad de los títulos, lo que deriva en abordar un número menor de proyectos a largo plazo (Weston, *et al.*, 1990, pág. 49).

las empresas se negocian sin costes de transacción, en un mercado de capitales perfectamente competitivo y sus precios reflejan correctamente la información disponible, todos los accionistas están de acuerdo en que todas las decisiones de la empresa deben ser evaluadas de acuerdo con *la regla del valor de mercado*, esto es, en virtud de su contribución al valor de mercado actual de los derechos residuales en poder de los accionistas.

2.- Mecanismos internos de control.

Examinados a grandes rasgos el origen del problema del control, la manera diferente de abordarlo cuando la transacción se produce en el mercado o en la empresa y las peculiares características de la gran sociedad anónima, pasamos a continuación a analizar los diferentes mecanismos de control. Algunos de estos mecanismos podemos calificarlos como "gratuitos"[8] y externos a la empresa (fundamentalmente el mercado de valores, el de control corporativo *vs*. las soluciones organizativas, el mercado de trabajo directivo, y el de productos y factores), que en caso de funcionar eficientemente harían innecesaria la existencia de mecanismos internos a la empresa como la estructuración y formalización contractual, la garantía o la supervisión interna[9]. En tanto que la estructuración y formalización contractual generan un coste *ex ante*, esto es, previamente a que se manifieste el conflicto de objetivos entre la propiedad y la dirección, las actividades de garantía y los mecanismos de supervisión interna actúan *ex post* (Arruñada, 1991a, pág. 5).

Se debe hacer notar que esta clasificación de mecanismos internos/externos (y sus agrupamientos) no ha de ser interpretada de forma estricta, sino con finalidad de claridad expositiva, intentando en todo caso evitar las redundancias al comentar las aportaciones más relevantes.

En general, la variedad de mecanismos internos de control con los que cuenta la empresa[10] realizan funciones de: (1) división y asignación de derechos de decisión entre sus miembros (delegación), (2) evaluación de la actuación de éstos (evaluación); y (3) retribución de acuerdo a su actuación (compensación) (Arruñada, 1990a, pág. 195), funciones todas ellas que constituyen una faceta fundamental de la estructura organizativa y ocupan una parte creciente de las tareas directivas a medida que ascendemos en la escala jerárquica (Jensen, 1983a, pág. 325).

Examinamos a continuación algunas aportaciones de la literatura teórica y la evidencia empírica que consideramos relevantes acerca del funcionamiento de los principales mecanismos internos de control.

2.1.- La estructuración y formalización contractual.

Los contratos celebrados entre la propiedad y la dirección[11] persiguen definir de forma óptima la asignación de tareas, evaluación de las mismas y las compensaciones asociadas[12]. Una característica

---

[8] Al menos en cierta medida, por existir cumpliendo otras funciones, aún en ausencia del problema del control.

[9] Recientemente, Jensen (1993, pág. 850) se ha referido a la existencia de cuatro fuerzas de control que operan en la sociedad anónima para resolver los problemas derivados de la divergencia entre las decisiones de los directivos y aquellas que son óptimas desde un punto de vista social: mercados de capitales, el sistema regulatorio-político-legal, los mercados de productos y factores, y el sistema de control interno, encabezado por el Consejo de Administración.

[10] Por lo general, en lo que sigue, asociaremos el término genérico de empresa con el de sociedad anónima plena cuyos títulos cotizan en una bolsa de valores.

[11] Estos contratos se refieren tanto a los estatutos sociales como al contrato privado de trabajo. En ambos casos la legislación aplicable establece el marco regulador y evita (y a veces impone) costes contractuales, así como establece

importante es que los contratos son incompletos, factor que ha demostrado ser especialmente eficiente, no exento de costes, en situaciones como la descrita a continuación: siendo imposible poder redactar un contrato exhaustivo que recoja el comportamiento de la dirección y la propiedad ante cada posible contingencia (dada la incertidumbre que existe acerca de los eventos futuros y el elevado coste de redactar cláusulas que intenten abarcar todas las situaciones), si además consideramos que existe asimetría informativa entre las partes, nos vemos obligados a delegar una gran autonomía decisoria, que empleada de forma oportunista, puede conducir al beneficio de la dirección a costa de una pérdida de riqueza de los propietarios[13] (Ocaña y Salas, 1983, pág. 157).

La marcha del día a día de la Sociedad Anónima se encomienda a la dirección, por la imposibilidad manifiesta de que un gran grupo de propietarios, generalmente carente de habilidades directivas específicas, poco cohesionado y sin gran interés por la tarea directiva, pueda realizar una gestión eficaz y eficiente, lo que no es impedimento para que determinados poderes últimos sigan recayendo en la propiedad. El problema que plantean Berle y Means ante esta situación es: ¿por qué la dirección no abusará del poder encomendado? Los estatutos sociales representan en este punto un papel fundamental. La solución que recoge Hart (1988, págs. 469-470) se basa en el hecho de que la empresa, con anterioridad a emitir las acciones al amplio público, es poseída por un propietario que redactaría un estatuto que protegería a los accionistas de los abusos de los directivos, con el incentivo de poder conseguir un mayor precio por los títulos al sacarlos a oferta pública. Dichos estatutos contendrían el esquema de incentivos óptimos para la dirección, las provisiones sobre las condiciones bajo las que sería destituida, las penalizaciones ante comportamientos desleales, etc. Sin embargo, el propio autor (Hart, 1988, pág. 470) reconoce la imposibilidad práctica que existe en el mundo real para redactar un contrato (estatuto) extenso, dada la dificultad que entraña para el propietario-directivo la anticipación al entorno futuro en el que operará la empresa.

Además del contenido retributivo, otro aspecto fundamental de la contratación es la asignación que se realiza de las fases del proceso decisorio, las "reglas del juego" para los diferentes niveles de la alta dirección, incluyendo el sistema para supervisar las acciones del agente, que se examinan en un apartado posterior, al estudiar los mecanismos de supervisión.

En resumen, son los estatutos sociales y los contratos de trabajo suscritos con la dirección, los contratos más importantes que establecen las obligaciones de una parte con la otra. En ambos casos, la eficacia de la formalización viene determinada por el marco jurídico y judicial y por la estabilidad del entorno económico del país (Arruñada, 1991a, págs. 5-6).

---

los mecanismos para dirimir los conflictos que pueden surgir.

[12] Un aspecto que aquí no vamos a analizar pero que se incluiría como una forma de retribución es la posibilidad de ascenso (promoción) como medio de reconocer la valía de un directivo, y por tanto como elemento motivador (y quizás a veces complementario de la remuneración). En este sentido, vérse el estudio de Medoff y Abraham (1980) que considera además de la remuneración, el nivel del puesto de trabajo; y los trabajos de Baker *et al.* (1988) y Baker (1990), así como las referencias allí recogidas. En todo caso, los ascensos de puestos suelen ir acompañados de aumentos a la vez en la retribución asignada.

[13] Cabría añadir que desde una perspectiva de la teoría del *stakeholder* (para algunos teoría de la agencia ampliada), podría ser igualmente una pérdida por parte de cualquier otro de los grupos que forman la "red contratual" empresarial.

2.1.1.- La riqueza del directivo: El esquema retributivo.

Los tres componentes básicos dentro del esquema retributivo o política de compensación[14] de una sociedad hacia su equipo directivo, que en la realidad adopta variadas formas como exponemos a continuación, suelen estar constituidos por el sueldo, los consumos de extras (*perquisites*), los incentivos (*bonus* a corto plazo, planes de compensación a largo plazo, paracaídas de oro, indemnizaciones por despido, etc.) y otros conceptos (planes de pensiones, seguros, operaciones a precio inferior al de mercado, etc.)[15,16]. A ello debemos añadir, si lo que queremos es examinar el conjunto de la riqueza del directivo implicada en la empresa, su participación en los títulos emitidos por la misma (centrando nuestra atención en el análisis de las acciones y otros títulos convertibles). La posesión de acciones por parte de la dirección puede provenir de una decisión propia de ésta (efecto garantía, que se examina en un apartado posterior) o de que parte de su compensación la perciban en derechos que directa o indirectamente vinculan su valor a la percepción de la renta residual, en cuyo caso formarían parte de lo que hemos denominado como otros conceptos, abordando en nuestra exposición, en lo fundamental, esta segunda perspectiva[17]. Por otra parte, si consideramos su riqueza total, deberíamos dar entrada al resto de títulos que pueden formar parte de su cartera financiera y que serán relevantes ante el problema de diversificación financiera[18]. De todos ellos, nos referiremos seguidamente al sueldo y los incentivos[19].

El problema de la compensación directiva es un exponente claro de la problemática principal-agente. Así, por una parte, los beneficios que logren los accionistas dependen del esfuerzo de los directivos, que generalmente no es observable directamente por aquéllos; y por otra, dado que el esfuerzo genera desutilidad para el directivo, este manifiesta un incentivo a minimizarlo y con ello a

---

[14] Aún cuando aquí analizaremos la política retributiva de forma aislada, en algunos casos existen interrelaciones entre las políticas financieras (inversión, financiación y dividendos) y de compensación empresariales (Smith y Watts, 1982 y 1986, citado en Mehran, 1992, pág. 541). Por ejemplo, Lambert *et al.* (1989) analizan la relación entre compensación directiva en forma de planes de opciones para la dirección y política de dividendos. En estos casos, las interrelaciones tan sólo las examinaremos como medios alternativos o complementarios de control y alineamiento de incentivos, cuando así proceda.

[15] Cabría incluir la posibilidad de pérdida del conjunto de sus componentes retribuitivos, como consecuencia del despido ante un rendimiento pobre en la gestión de la empresa, con la pérdida que ello acarrea en su capital humano específico y la posible humillación social (Jensen y Murphy, 1990a, pág. 142), pero estas cuestiones las abordaremos posteriormente.

[16] Además, quizás pudiéramos preguntarnos por las posibles compensaciones no monetarias de la dirección. Con relación a ellas Jensen y Murphy (1990a) declaran que "a menos que las recompensas no monetarias varíen positivamente con el valor de la empresa, no son más efectivas para motivar a los Consejeros Delegados (*Chief Executore Officers*) a actuar en interés de los accionistas que las compensaciones en efectivo. Además, dado que (las recompensas no monetarias) tienden a ser función de la posición o del rango, es difícil variarlas de período en período basandose en el resultado".

[17] Junto con dichos efectos, no debemos olvidar en todo caso el peso de la retribución percibida por dividendos que se deriva de la posesión de acciones.

[18] Además, otro problema colateral de diversificación es el de su relación laboral, en el sentido de prestar sus servicios en más de una sociedad (que como veremos también tiene un efecto garantía o señal asociado). Dentro de esta panorámica, una dificultad crucial la plantea el capital humano específico, es decir, aquel conocimiento del directivo que sólo es valorable para el desempeño de su actividad en la misma empresa. Los trabajadores se muestran renuentes a invertir en él ante la incertidumbre de su pérdida en caso de despido por parte de la empresa; y ésta también puede mostrar reticencia al desarrollo de capital específico ante la posible desaparición del mismo en caso de que el directivo decida marcharse. Se hace necesario un contrato de incentivo que suponga una división, entre trabajadores y empresa, de los costes y rendimientos de la inversión en capital específico (Becker, 1962, 1975; tomado de Lazear, (1992, pág. 338).

[19] Los *perquisites* o consumos de extras ya serán comentados cuando abordemos las diferentes formas de manifestación de los costes de agencia.

atribuir los malos resultados a fluctuaciones aleatorias del entorno económico[20]. Además, existe también un incentivo por parte de la dirección a detraer recursos de los propietarios para su propio consumo o en general a no realizar las acciones más adecuadas. De esta forma, cabe esperar que los componentes retributivos sean diseñados para resolver el oportunismo de forma que se minimicen los costes de agencia surgidos de la relación directivos-accionistas[21]. Existe una gran evidencia de que determinados componentes del paquete retributivo percibido por los ejecutivos pueden reducir los costes de agencia asociados con la actitud hacia el riesgo y el horizonte temporal relevante para las decisiones (Agrawal *et al.*, 1989; Lewellen *et al.*, 1987).

Ante una situación caracterizada por la incertidumbre, el esquema óptimo de compensación del equipo directivo supondrá también una división óptima del riesgo entre principal y agente[22]. Así, por ejemplo, si el agente es averso al riesgo (con la mayor parte o todos sus ingresos dependientes del esquema de compensación) pero el principal es más probable que sea neutral al mismo (dada la posibilidad de diversificación de su cartera), la división óptima del riesgo supone que el principal soporte la mayor parte del riesgo, lográndose ello con un salario cierto y especificado; pero entonces el directivo no tiene un incentivo a contribuir a la empresa con su esfuerzo óptimo, pues para que esto se produjera su ingreso debería ir unido a la rentabilidad de la empresa, lo cual supone exponerle al riesgo (Hay y Morris, 1991, pág. 312).

La configuración de la retribución directiva en la práctica empresarial con más de un componente, no sólo se justifica por las distintas finalidades que cubre cada uno de ellos, sino que en su conjunto todos deben ir encaminados a dar una aproximación del resultado del individuo o del equipo en el logro del objetivo empresarial. En este sentido se justifica, de acuerdo con un modelo contratual teórico, por qué al aumentar el número de criterios de medición del mismo, la valoración de la efectividad del evaluado (por ejemplo, el CEO) llega a ser "más" óptima (Holmstrom, 1979), pues la combinación ayuda a eliminar parte del ruido de medición en que incurre cada uno de los componentes por separado; unido a que las medidas del rendimiento no sólo van encaminadas a asegurar que el CEO actúe en el mejor interés de los accionistas, sino también a salvaguardar algunos de sus propios intereses, ya que de otra forma se puede sentir explotado o amenazado y cabe que no actúe en el mejor interés de la empresa (Lambert y Larcker, 1985).

Evaluaremos los diferentes esquemas alternativos de compensación de la dirección desde la perspectiva de mecanismos para lograr el mejor alineamiento de incentivos entre la propiedad y la dirección (Smith y Watts, 1982, 1983); pero también puede ocurrir que su empleo responda a los

---

[20] Jensen y Murphy (1990b, pág. 226) se refieren al conflicto entre accionistas y CEO como un ejemplo del conflicto principal-agente: "Si los accionistas tuvieran información completa en relación con las actividades del CEO y las oportunidades de inversión de la empresa, podrían diseñar un contrato especificando y forzando la acción directiva que se adopte en cada estado de la naturaleza. Sin embargo, las acciones directivas y las oportunidades de inversión no son perfectamente observables por los accionistas; de hecho, los accionistas a menudo no conocen las acciones que el CEO *puede* tomar o cuáles de esas acciones aumentarán la riqueza del accionista. En estas situaciones, la teoría de la agencia predice que la política de compensación será diseñada para dar incentivos al directivo para que seleccione y desarrolle acciones que aumenten la riqueza del accionista". Sin embargo, la política de compensación se puede examinar desde otras teorías como el modelo de torneo o el modelo de poder directivo, que al menos resultan complementarias a la luz de cierta evidencia (Lambert *et al.*, 1993).

[21] Brander y Poitevin (1992, pág. 63) muestran cómo la compensación directiva también puede ayudar a disminuir los costes derivados del conflicto accionistas-acreedores. Así, el empleo de los contratos directivos como mecanismos de obligación con los acreedores se puede ofrecer como una explicación para la observación de que raramente se alinean las recompensas del directivo con los intereses del accionista y que los directivos son más conservadores que lo que implicaría la maximización de la riqueza de los propietarios.

[22] Para un resumen introductorio a la literatura principal-agente véase Ocaña y Salas (1983).

beneficios fiscales que reportan[23] (Miller y Scholes, 1982; Hite y Long, 1982), sin descartar otras hipótesis, como la adopción para señalar buen rendimiento y su empleo para investigar a los directivos candidatos, dado que tan sólo determinados tipos de directivos (por ejemplo, los aversos al riesgo) buscarán el empleo bajo algunos planes de compensación (Raviv, 1985, págs. 242-244).

Comenzamos nuestra exposición de la evidencia empírica relativa al alineamiento de incentivos logrado a través de los diferentes mecanismos de compensación haciendo referencia al trabajo de Raviv (1985, págs. 239-240) el cual a su vez recoge un resumen de las conclusiones alcanzadas en una serie de artículos publicados en un número monográfico de la revista *Journal of Accounting and Economics* dedicado a los temas de remuneración directiva. Entre las más importantes destacan que:

1) Se demuestra como la compensación ejecutiva depende del rendimiento de la empresa (Murphy, 1985; Coughland y Schmidt, 1985; y Benston, 1985), siendo difícil establecer el sentido de la causalidad; aunque Tehranian y Waegelein (1985) muestran que los cambios en los planes de compensación afectan al rendimiento empresarial más que a la inversa.

2) El inicio o los cambios en los contratos de compensación afectan a los precios de las acciones de las empresas implicadas (Brickley *et al.*, 1985; y Tehranian y Waegelein, 1985).

3) La introducción de contratos de rendimiento afecta a las decisiones directivas (Healey, 1985).

4) Los esquemas de compensación que se emplean tienen en cuenta algunos de los costes en los que se incurre al desarrollarlos. Así, por ejemplo, se ha encontrado cómo los planes de opciones sobre acciones para los ejecutivos se emplean con mayor frecuencia como elemento retributivo en los períodos impositivos más favorables.

5) Los esquemas de compensación, la disponibilidad de paracaídas de oro, así como la dependencia de la riqueza personal del directivo con respecto a los cambios en los precios de las acciones, parece que afectan al comportamiento de la dirección cuando adopta las decisiones de adquisición y resistencia en las operaciones de toma de control. Además, control y talento directivos son factores importantes en la determinación del rendimiento empresarial, lo que se muestra en la reacción de los precios de mercado de las acciones a la muerte del ejecutivo (Lambert y Larcker, 1985)[24].

La compensación directiva siempre ha dado lugar a una gran polémica tanto en el mundo académico (fundamentalmente en cuanto a su composición y su relación con medidas de la eficacia, eficiencia o resultados de la empresa), como en la opinión pública (centrándose el debate principalmente en el montante de la misma). En este sentido Jensen y Murphy (1990b) critican el hecho de que la discusión general sobre el nivel de retribución de la alta dirección resulta erróneo al fijarse más en cuánto se les paga que en la forma de hacerlo, pues suele producirse una independencia entre compensación y resultado, que para estos autores es lo verdaderamente relevante. Los primeros análisis empíricos examinaron las variables relevantes que guardan relación con la retribución (en magnitud o incremento) en serie temporal o de corte transversal. Posteriormente, se introdujo el

---

[23] Aún cuando la adopción pudiera venir motivada por su efecto fiscal, sirve al interés de los accionistas al menos de dos formas (Brickley *et al.*, 1985, pág. 118): (a) menores impuestos a pagar por la dirección pueden permitir una reducción en los salarios brutos, incrementándose la renta residual del accionista y (b) incluso en ausencia de reducción de los salarios brutos, los accionistas pueden resultar beneficiados si el aumento de los beneficios después de impuestos atrae a mejores directivos o reduce la rotación (*turn-over*).

[24] Slovin y Sushka (1993) examinan las repercusiones de la muerte de un propietario de un gran paquete de acciones del grupo de control sobre el valor, trabajo que se analiza posteriormente.

estudio de la relación entre pago a la dirección y resultado (*pay-performance*)[25] y el efecto sobre el valor de mercado de los títulos de la empresa ante el anuncio de la adopción de una forma determinada de retribución. También se han analizado la relación entre políticas de pago a la dirección y otras decisiones financieras empresariales. Todos estos trabajos nos permiten aproximarnos al examen de la retribución directiva como elemento de alineamiento de incentivos con la propiedad de la empresa.

2.1.2.- Panorámica general de la relación *pay-performance*.

Podemos afirmar que el análisis de las variables determinantes de la retribución de la dirección ha sido una constante en la literatura económica predominante en el momento y al menos desde mediados del presente siglo, siempre bajo el prisma de la teoría de la empresa (o de la teoría económica de los salarios o de los contratos). Así, los primeros estudios intentaban contrastar las hipótesis formuladas por las teorías gerencialistas de la empresa (maximización de objetivos directivos *vs.* objetivos empresariales).

Los estudios econométricos realizados con tal finalidad generalmente han indicado que el tamaño de la empresa (por ejemplo medido por las ventas) es el único determinante importante de la compensación del ejecutivo, desempeñando el resultado un papel menos relevante[26], si bien esos estudios son muy criticables[27]. El trabajo de Murphy (1985) presenta que el resultado empresarial (*performance*), medido por el rendimiento obtenido por el accionista, se encuentra fuerte y positivamente relacionado con la remuneración directiva (cuando se consideran todos los elementos que la comprenden), y también con el crecimiento en las ventas. No obstante, la relación que presentan Jensen y Murphy (1990b) entre el paquete completo retributivo y el resultado es positiva pero muy pequeña (en términos relativos con la riqueza implicada).

Desde una perspectiva contable Riahi-Belkaoui (1992) muestra cómo las ventas y los beneficios, corregido el efecto tamaño, se relacionan positiva y significativamente con la compensación a corto plazo, cambiando el signo del beneficio si incluimos la compensación a largo plazo. También evalúa la significación de otras variables explicativas que miden la "efectividad organizativa" (signo positivo) y el rendimiento social (signo negativo).

Cabe pensar que la relación compensación/alineamiento pudiera ser diferente para empresas con características especiales como son las de servicios públicos, o en general para todas las empresas reguladas. Para las empresas de servicios públicos (*utilities*), el estudio de Agrawall *et al.* (1991) muestra que existe una evidencia particular al no encontrar una relación positiva entre la compensación directiva y el resultado empresarial, lo cual pudiera interpretarse como que no surge la necesidad de incentivar, dado que la regulación suministra seguridad en los beneficios[28]. En su estudio

---

[25] Ver en Baker (1990, ppág. 53-61) un análisis general de los efectos de los sistemas de remuneración basados en el resultado.

[26] Por ejemplo, McGuire *et al.* (1962) es uno de los primeros trabajos realizados con el fin de contrastar las hipótesis "directivistas" de Baumol (1959). Consultar Ciscel y Carroll (1980) y los comentarios recogidos en este artículo sobre estudios previos, así como la relación positiva encontrada por Hirschey y Pappas (1981) entre compensación y resultados, tanto en términos de ganancias como para ventas. El trabajo de Boyd (1994) recoge referencias de trabajos más recientes en relación al rendimiento de acciones, ventas y crecimiento de las ventas como factores determinantes de la compensación directiva.

[27] Las críticas proceden de tres frentes: la utilización de la técnica de corte transversal, una consideración limitada del paquete de compensación y el empleo de medidas del resultado basadas en datos contables (Murphy, 1985).

[28] En el estudio de Hirschey y Pappas (1981) se encuentra que la compensación directiva no viene influida significativamente por las ventas para las empresas reguladas, pues la regulación les otorga un cierto poder de

realizan una revisión de la literatura para empresas reguladas y no reguladas, fijándose fundamentalmente en las ventas (hipótesis gerencialista) y la rentabilidad, como principales factores determinantes de la retribución. Los trabajos empíricos previos sostienen que, para las empresas reguladas, se produce una relación positiva entre ambas variables; en tanto que para las segundas, es positivo el signo de las ventas y negativo el de la rentabilidad (con las reservas ya expresadas por las críticas anteriormente expuestas). Estos autores concluyen que la compensación de la dirección alinea el interés de ésta con el de los accionistas, pues encuentran una relación positiva entre cambio de compensación total y rendimiento de las acciones, tanto para el CEO como para el conjunto de los directivos.

Lewellen *et al.* (1992), además de recoger una extensa relación de los estudios empíricos previos, encuentran una relación positiva significativa entre resultado y retribución de los ejecutivos *senior* de los niveles más elevados de la alta dirección. La muestra empleada en su estudio demostró en un trabajo previo que la composición del paquete de compensación empleado venía dada por la presencia de problemas de agencia.

También Main (1991) constata una relación positiva significativa entre pago de los altos ejecutivos y resultado. Además, muestra cómo se produce una compensación por el rendimiento anormal de las acciones (que es una recompensa a los ejecutivos por batir al mercado en el período de estudio), a la vez que una mayor tasa de compensación por el rendimiento normal (lo cual constituye un componente retrospectivo de la remuneracion, retribuyendo al ejecutivo por los rendimientos que los accionistas esperan que se produzcan dado el rendimiento reciente de la empresa). Se manifiestan significativas variables como que sea el presidente el más pagado del consejo y la estructura del consejo (número de directivos consejeros y no consejeros) permite explicar la compensación del ejecutivo de mayor nivel.

El estudio de Zenger (1992) encuentra una relación compensación-resultado positiva y significativa para los niveles extremos de los resultados (altos o bajos), siendo además más probable que ambos grupos de directivos puedan ser despedidos, frente a los que presentan unos resultados medios. Resulta ser una variable importante para la adopción de este mecanismo de remuneración que los costes de supervisión sean moderados.

2.1.3.- Planes de *bonus* a corto plazo.

Otra forma de compensación que a veces se incluye en el paquete retributivo de la dirección viene constituida por los planes de recompensas extras, bonificaciones o pluses (*bonus*)[29] que se adoptan por las empresas como medio para solucionar los problemas de incentivo (agencia) siguientes (Tehranian y Waegelein, 1985):

1) La aversión al riesgo que existe debido a que el directivo persigue maximizar su propia utilidad, por lo que una recompensa basada en un contrato de salario fijo no le remunera por aceptar riesgo. Los planes ayudan a que acometa inversiones más arriesgadas dado que es mayor su participación en el

---

mercado. Faith *et al.* (1984) presentan que en las empresas reguladas disminuye la remuneración directiva, lo cual quizás sea prueba de que son dos mecanismos de control complementarios para el mismo fin. Posteriormente volveremos a comentar la regulación como mecanismo complementario de disciplina o alineamiento.

[29] Para un análisis de las características principales de los planes de compensación a corto plazo véase Tehranian y Waegelein (1985, pág. 132).

resultado, por lo que si basamos su remuneración en un porcentaje de los ingresos de la empresa, el directivo estará motivado a acometer proyectos que previamente no hubiera realizado[30].

2) El horizonte de planificación (véase Jensen y Smith, 1985). La sociedad tiene una vida indefinida, en tanto que el derecho (*claim*) del directivo es función de su vinculación laboral a la empresa. Por ello, un directivo presenta incentivos a invertir en proyectos con resultados próximos en el tiempo aún cuando sean menos rentables que otros que los produzcan a más largo plazo[31]. En principio, la recompensa con planes de *bonus* a corto plazo agrava el problema, pero puede ayudar a solucionarlo si se difiere la compensación al período de retiro.

3) La sobreretención, que nace como consecuencia de que los directivos tienen incentivos a retener fondos de la empresa y no repartirlos como dividendos para con ellos aumentar el alcance de sus derechos salariales fijos. Se podría controlar este problema ligando la contribución máxima con *bonus* al nivel máximo de distribución de dividendos. Según la evidencia presentada por Tehranian y Waegelein (1985) parece que el mercado valora positivamente el anuncio de la adopción de un plan de *bonus* a corto plazo, produciéndose un incremento significativo del precio de las acciones, si bien los rendimientos que posteriormente le siguen pueden responder a razones diferentes a la de alineamiento de incentivos.

Con relación a los costes de agencia derivados del consumo de gastos discrecionales, desde un punto de vista teórico se argumenta que en la adopción de un contrato de compensación a corto plazo se pueden producir dos efectos contrapuestos: por un lado, un "efecto sustitución", ya que el nuevo contrato penaliza dichos consumos dado que disminuye el beneficio; por otro, un "efecto renta" puesto que el contrato permite al directivo recibir parte del beneficio generado por su esfuerzo, lo que le puede llevar a que el incremento de compensación le permitirá consumir más gastos discrecionales. La evidencia de Larcker (1987) muestra cómo no existe rendimiento en exceso significativo en el período alrededor de comunicar al mercado la adopción de un plan de retribución a corto plazo, si bien se asocia con la caída en gastos discrecionales, lo cual es consistente con su idea de que se produce un cambio en la combinación de esfuerzo directivo con gastos discrecionales.

2.1.4.- Los planes de compensación a largo plazo.

Un medio diferente de retribución que persigue como finalidad fundamental el alineamiento de incentivos es la adopción de planes de compensación a largo plazo, los cuales pueden revestir formas diversas, vinculándose la remuneración tanto a medidas del rendimiento de las acciones como a medidas del rendimiento contable. Entre los primeros, tenemos los planes de opciones sobre acciones (*Executive Stock Option Plans*, ESOP), los derechos de apreciación de acciones (*Stock Appreciate Rights*, SAR), los planes de acciones restringidas, los planes de acciones fantasma y las unidades de

---

[30] Cuando se incluye este tipo de remuneración, la compensación total requerida por la dirección es mayor dado que la diversificación de la cartera del directivo es menor, por lo cual, al ser un medio más costoso de retribución y no llevar aparejado un efecto fiscal (generalmente), debemos pensar en razones, como el efecto incentivo, para explicar su existencia en la práctica (Watts y Zimmerman, 1986, ppág. 202-203).

[31] Smith y Watts (1982) comentan que los planes de *bonus* a corto plazo pueden afectar a las decisiones de inversión real y de financiación de la empresa, no acometiendo proyectos de inversión con VAN positivo pero elevado *pay-back*, a la vez que incentiva a la dirección a seleccionar determinadas técnicas contables (ver Healey, 1985). Por su parte, Narayanan (1985) formula un modelo que explica la preferencia por los proyectos de inversión a corto plazo en términos de obtención de una mejora en la percepción que tiene el mercado de la capacidad del directivo al comienzo de su trabajo, consiguiendo con ello poder obtener mayores salarios.

dividendo[32]; en tanto que los segundos están constituidos por los planes de rendimiento (resultado)[33] sobre diferentes medidas contables del mismo.

Como tendremos ocasión de comentar al analizar otros componentes del paquete retributivo, se espera que los planes de compensación a largo plazo sirvan como mecanismo de alineamiento de los gestores con el interés de los accionistas (y de esta forma ayuden a solventar los problemas de agencia), afectando al comportamiento directivo de forma que pierda peso el énfasis en el corto plazo, y en su lugar la dirección se vea alentada a explorar nuevas oportunidades de inversión a largo plazo (Larcker, 1983), con lo cual podemos afirmar que supera a la retribución basada en *bonus* por fomentar la inversión atendiendo al largo plazo, y con ello aliviando el problema del horizonte temporal.

Para el caso de los planes de rendimiento, también superan a los planes de opciones sobre acciones pues, según Kumar y Sopariwala (1992, págs. 563-564): (1) el pago de las opciones sobre acciones a menudo es un indicador impreciso del rendimiento directivo, dado que los precios de las acciones también dependen de factores que se sitúan más allá del control de los gestores, lo que produce que se concentren en el logro de medidas de rendimiento a corto plazo que son más fácilmente supervisables (esto podría presuponer un cierto comportamiento "miope" del mercado de valores, o en caso contrario de los propios directivos); y (2) no suministran incentivo alguno bajo ciertas circunstancias como, por ejemplo, el caso de posesión de acciones en empresas maduras, en las que la apreciación del precio del activo subyacente está potencialmente limitada, existiendo evidencia de que los planes de rendimiento son adoptados con más probabilidad por dichas sociedades (Garver, 1992). Además, al igual que la adición de cualquier otro componente al paquete de compensación percibido que no presente correlación perfecta con los ya existentes, diversifica la cartera de remuneración del directivo[34], con lo que puede desear emplear la beta del proyecto objeto de evaluación en lugar de su riesgo total, y por tanto no rechazar proyectos con VAN positivo (Garver *et al.*., 1989), como así parece suceder dada la evidencia de relación entre adopción de planes de redimiento y aumento de gastos de capital (Gaver *et al.*, 1989; Larcker, 1983). En este sentido, el estudio de Jenkins y Seiler (1990) se centra en al análisis de la repercusión de la adopción de los planes de compensación a corto/largo plazo y los gastos de capital, publicidad e I+D de la empresa, resultando sólo significativamente mayores los de capital para los contratos a largo plazo, lo cual es consistente con la evidencia de Larcker (1983).

Una característica común que a veces liga a los planes de gratificaciones y de rendimiento es que la magnitud empleada para definirlos es una cifra contable concreta, generalmente relacionada con las ganancias, como medio de evaluar el resultado (*performance*) empresarial. En este sentido, Watts y Zimmerman (1986, págs. 201-204) justifican el empleo de tal medida por razón de: (1) la dificultad de cálculo del valor de la empresa cuando gran parte de la deuda no cotiza en bolsa, dado que se espera que el valor de la empresa varíe con las ganancias al igual que el valor de las acciones lo hace con éstas; (2) la posibilidad de asignar o calcular resultados por áreas de la empresa y por tanto ligar más la compensación del ejecutivo a su área de responsabilidad; y (3) por razones fiscales (Miller y Scholes, 1980). En contra, cabe argumentar la manipulación de que pueden ser objeto los datos contables por

---

[32] Para una argumentación teórica con relación a estas formas retributivas nos remitimos a lo expuesto en el apartado posterior en el que se aborda la compensación por opciones y la tenencia de acciones por parte de la dirección.

[33] Una explicación de los principales planes de compensación a largo plazo empleados en EE.UU. (que son a los que aquí nos remitimos) se encuentra en Brickley *et al.* (1985, pág. 117) y en Tehranian *et al.* (1987b, pág. 53). Las diferencias principales con los planes a corto plazo se recogen en Tehranian y Waegelein (1985, pág. 132).

[34] Este hecho tiene otras repercusiones ya mencionadas anteriormente.

parte de la dirección (incluso con el fin de afectar a su remuneración), de lo cual existe amplia evidencia.

En relación a cómo reacciona el mercado ante la adopción de estos planes, los resultados al respecto no son totalmente concluyentes. Brickley *et al.* (1985) presentan resultados acerca de cómo la adopción supone una mejora en la contratación entre directivos y accionistas, pues incrementa la riqueza de estos últimos (al menos en algunos de los intervalos temporales analizados), sin que encuentren diferencias significativas entre unos planes y otros[35], por lo que concluyen que diferentes tipos de planes pueden responder a distintas situaciones particulares de cada empresa (en definitiva, creemos que una posible causa sería que se deban a distintos niveles del conflicto de agencia). Larcker (1983) también recoge un rendimiento positivo significativo en la fecha del anuncio de la adopción del plan. Por el contrario, el estudio de Garver *et al.* (1989) no recoge una reacción significativa del precio tras la adopción, para las mismas cuatro fechas del estudio de Brickley *et al.* (1985), pero sí en los dos días alrededor de la Junta de Accionistas, atribuyendo su hallazgo a la información adicional revelada al mercado en dicho momento. Por último, el estudio de Kumar y Sopariwala (1992) encuentran que se produce una reacción positiva significativa del precio alrededor del anuncio, que es consistente con la hipótesis de que el plan reduce los costes de agencia[36]. El estudio de Jenkins y Seiler (1990) halla un mayor incremento en la riqueza de los accionistas con la adopción de planes a largo plazo que en planes a corto plazo.

El marco teórico y la evidencia empírica nos permite interpretar la adopción de planes de rendimiento a largo plazo como un medio para disminuir los costes de agencia. Sin embargo, como reconocen Tehranian *et al.* (1987b, pág. 55, nota al pie 7), la adopción de este tipo de compensación puede ser endógena, en el sentido de que en las empresas que acomenten esos planes subyace un conflicto de incentivo más severo entre la propiedad y la dirección, suponiendo la adopción unos costes para las partes contratantes que se ven más que compensados por la reducción del conflicto. Por consiguiente, aquella empresa que no manifieste este problema es menos probable que adopte dichos medios de compensación, pues los beneficios que de ellos obtendrían serían mayores que los costes.

Por tanto, cabe concluir que podrían no existir diferencias significativas en la reacción del mercado de valores ante sucesos como el anuncio de una operación de fusión en aquellas sociedades que compensan a sus ejecutivos con planes de rendimiento a largo plazo frente a las que lo hagan con planes a corto. Sin embargo, los resultados de Tehranian *et al.* (1987b) muestran que las entidades oferentes en una fusión que compensan a sus directivos con planes de rendimiento a largo plazo experimentan un rendimiento positivo significativo, en tanto que las que no los emplean sufren una pérdida significativa, alcanzándose el mismo resultado cuando controlamos por la variable alfa (porcentaje de acciones poseído por la dirección)[37].

---

[35] Sin embargo, los planes de rendimiento pueden ser criticados por el hecho de poner como referencia una medida del rendimiento contable y no de los flujos de tesorería logrados por los accionistas, con lo que puede llevar a que los directivos sesgen sus decisiones de inversión hacia aquellas que incrementen más el rendimiento contable, aún cuando no generen un VAN positivo (Tehranian *et al.*, 1987a y b).

[36] Una medida indirecta de demostrar este extremo es analizar si la adopción del plan lleva consigo que, *ex-pos,t* se cumplan las medidas de rendimiento empleadas en la evaluación-remuneración de los directivos, como así se demuestra en el trabajo de Kumar y Sopariwala (1992): las empresas que adoptan estos planes, con anterioridad a la adopción, tuvieron un crecimiento en la rentabilidad menor que un grupo de control, en tanto que tras la adopción, superaron el nivel de logro de las metas de rentabilidad alcanzadas por las empresas del grupo de control.

[37] Ello se puede deber a una complementariedad de ambos mecanismos: compensación y toma de control. Bajo la hipótesis de funcionamiento "adecuado" del mercado de valores, dado que la fusión es una operación siempre amistosa (pues en caso de negarse a ella quizás es mejor esperar y presentar lucha en una OPA), auspiciada por la dirección y con el voto favorable del accionariado, se entiende que la propiedad muestra su acuerdo con la operación

Las empresas que emplean planes de rendimiento a largo plazo obtienen un rendimiento positivo significativo alrededor del anuncio de una renta parcial de la empresa (*sell-off)*, en tanto que si no emplean esos contratos obtienen rendimiento anormal negativo no significativo (Tehranian *et al.*, 1987a)[38].

2.1.5.- La propiedad de acciones, opciones y títulos similares.

En relación con la propiedad de acciones por parte de la dirección de la empresa, cuyo porcentaje es conocido como alfa, conviene señalar, como expondremos con posterioridad, que dicha tenencia puede constituir tanto un medio de compensación como un mecanismo de garantía, si bien es difícil marcar claramente los límites (si los hubiera) entre ambos. Dos características importantes debemos resaltar en cuanto al empleo de uno u otro medio. Como mecanismo de compensación, se aborda a continuación la situación en la que la empresa remunera a la dirección con acciones, opciones sobre acciones u otros títulos de naturaleza análoga, que generalmente presentan la particularidad de tener restringidos algunos de los derechos que normalmente incorporan (por ejemplo, la libre transmisibilidad). Desde esta óptica, la posesión de acciones por parte de la dirección ha sido motivada por las condiciones particulares de su contrato de trabajo, en las que se estipula tal medio de retribución, pero la negociación del conjunto del contrato es consecuencia de la fuerza de cada una de las partes (empresa y dirección), por lo cual sería muy relevante saber si la inclusión de ese concepto responde a la libre voluntad del directivo (en cuyo caso el efecto alineamiento se ve reforzado por un efecto señal positivo) o al proceso de negociación. En cambio, cuando la dirección emplea la propiedad como garantía de su comportamiento futuro, libremente decide la adquisición de los títulos sin que exista norma alguna que le obligue.

A pesar de su evidente carácter alineador, al menos desde un punto de vista teórico, ya que repercute sobre su patrimonio las decisiones no adecuadas ejecutadas para dirigir la empresa sin considerar los intereses de los accionistas; sin embargo, la retribución basada exclusivamente en acciones supone un riesgo excesivo para el directivo (por ejemplo, el CEO) puesto que el precio de las acciones, como hemos señalado anteriormente, incluye factores que escapan al control de la dirección, lo que puede animar estrategias más conservadoras con la finalidad de proteger sus propios intereses personales y renunciar a proyectos de inversión arriesgados con altos rendimientos potenciales para los accionistas. Hart (1988, pág. 470) recoge cómo la posesión de acciones puede ayudar a resolver el problema de incompetencia directiva, pues el directivo que además es propietario de alguna fracción del capital, tiene un incentivo a abandonar la empresa ante la presencia de un directivo alternativo superior (en cuanto a su capacidad de gestión), dadas las ganancias de capital que puede obtener al deshacer su posición en la empresa, una vez que los títulos se hayan revalorizado (por las buenas perspectivas del nuevo equipo directivo). Este sería un caso de complementariedad entre la compensación directiva y la toma de control. Tucker (1991) mantiene la hipótesis de que los directivos de empresas objetivo de una adquisición con una porción pequeña de su retribución en forma de salario e incentivos mantendrán un mayor alfa, pues su venta a un precio elevado les servirá de compensación, encontrando que la dirección de las empresas objetivo de una adquisición con relación

---

porque valora que la dirección actúa correctamente, dado que sus incentivos están alineados con los de los accionistas para las decisiones de inversión a largo plazo, y el mercado consecuentemente reacciona positivamente. Por el contrario, si se emplea remuneración con planes a corto plazo, ello puede afectar a la confianza del mercado en la motivación de la fusión (pues la dirección en este caso tiene un menor alineamiento de incentivos), y reacciona negativamente. No cabe duda que este razonamiento se podría extender al análisis de la información (completa/incompleta, simétrica/asimétrica) entre los directivos, los propietarios y el mercado de valores.

a las empresas no objetivo, presentan una mayor alfa y su remuneración por salario y *bonus* como proporción de las ventas es menor. Sin embargo, este medio de participación en la propiedad presenta algunos problemas[39].

El estudio de la influencia de la propiedad de acciones por parte de la dirección se ha abordado en la literatura por dos caminos diferentes: (a) dividir la muestra objeto de análisis en las empresas controladas por la dirección y las controladas por la propiedad, siendo generalmente éstas últimas aquéllas en las que se podían identificar a un accionista con una participación significativa que se intuía que le permitiría ejercer el control (a menudo igual o superior al 5%)[40], y (b) examinar la relación entre valor de la empresa (bien directamente o a través de medios o medidas que supongan un aumento o disminución de los costes de agencia) y la participación directiva. Nuestro interés se centra principalmente en el segundo grupo de trabajos, pues mantenemos que la metodología del primer grupo es bastante arbitraria en el tratamiento del problema. Como ejemplo del primer conjunto de trabajos, podemos referirnos al estudio de Tosi y Gómez-Mejía (1989) en el cual, mediante una encuesta, intentaron analizar si existían diferencias en la supervisión y alineamiento de incentivos entre las empresas controladas por los accionistas *vs.* las controladas por la dirección, encontrando que, por lo general, el nivel de supervisión y las actividades de alineamiento de incentivos fueron mayores en el primer grupo.

El resto de trabajos que mencionamos a continuación se encuadran en el segundo grupo, adoptándose como criterio general medir la participación de la propiedad de la dirección (y/o del consejo) en términos de porcentaje (denominado habitualmente como alfa) sobre las acciones en circulación[41]. Así, Weisbach (1988) contrasta como a mayor propiedad de acciones por parte de la dirección (CEO) es menor la probabilidad de sustitución (rotación), lo que parecería que viene a demostrar el alineamiento de incentivos a través de la tenencia de acciones. Además, a mayor fracción de votos del CEO, de todos los altos directivos y consejeros, y de los consejeros externos (los no directivos) es menos probable la adopción de acuerdos anti-toma de control, acuerdos que por término medio (tanto para aquellos que son de precio justo *-fair price-,* como para los que son de atrincheramiento) suponen una caída significativa en el valor de las acciones (Bhagat y Jefferis, 1991). La evidencia indirecta proporcionada por el estudio de Mc Williams (1990) acerca de la relación entre

---

[38] Véase la discusión de la nota anterior.

[39] Siguiento a Hart (1988, pág. 470): (a) los gastos extras discrecionales (*perquisites)* que percibe por detentar el poder pueden ser mayores que la ganancia de capital en sus acciones; (b) su incompetencia en gestionar la empresa puede llevar a que también lo sea en buscar un adecuado sustituto (supuesto que el propio mercado no lo busca o evalua correctamente); y (c) puede que la dirección no sea consciente de su incompetencia o se muestre remisa a admitirla.

[40] Cosh y Hughes (1987, ppág. 305-310) emplean cinco criterios diferentes para clasificar las sociedades anónimas del Reino Unido y de los Estados Unidos como controladas por la dirección o por la propiedad, resultando clasificadas un 66% de igual forma por al menos cuatro de los criterios (si bien, a menudo cambia el criterio que clasifica erróneamente).

[41] Esta metodología no está exenta de críticas. Así, Cosh y Hughes (1987, pág. 302) critican tomar alfa en porcentaje, dado que puede llevar a conclusiones erróneas desde un punto de vista de la motivación, pues un pequeño porcentaje de acciones cuando el volumen de dinero implicado es importante, puede afectar mucho a la riqueza del directivo. Es decir, que no se considera cuál es el peso del componente alfa en la propia cartera del directivo (para así ver su riqueza comprometida y en último extremo su grado de diversificación). Cabe añadir al problema de infradiversificación, el hecho de no considerar el tamaño de la empresa (que puede determinar el nivel de alfa necesario para poder ejercer más o menos control, o de forma complementaria, el grado de concentración de la propiedad), así como su estructura de votos (que se puede solventar determinando el valor de alfa para cada tipo de títulos en circulación, tanto por derechos de voto como por tipo de renta percibida u otras características resaltables a efectos de control). Esta última cuestión se aborda posteriormente al centrarnos en la discusión de la estructura de

alfa, la adopción de acuerdos anti-toma de control y el efecto del anuncio sobre el valor es positiva para niveles de propiedad inferiores al 10%, y ese efecto compensa más que de sobra el efecto negativo que se produce cuando nos movemos hacia porcentajes superiores de propiedad, mostrando los resultados una consistencia en el efecto positivo para todos los acuerdos, salvo los de *fair price*.

En el estudio de Lewellen *et al.* (1985) se emplean las características de la compensación directiva y la tenencia de acciones por la dirección para calcular *a priori* hasta qué punto los intereses de los gestores están alineados con los de los accionistas. Según estos autores, a mayor participación de la dirección en la propiedad (mayor alfa) mayor alineamiento, pero en su análisis ignoran el riesgo de la corriente de compensación (Mikkelson y Ruback, 1985a, pág. 235). Otros autores sostienen que, dada la poca participación de la dirección en la propiedad de la empresa, su compensación está unida sólo de forma aproximada al rendimiento del precio de la acción (Jensen y Murphy, 1990b).

Pero el debate fundamental en la posesión de acciones por parte de la dirección como mecanismo de incentivo[42] se ha centrado en determinar empíricamente para qué porcentajes de propiedad directiva se produce el efecto alineamiento[43] y para cuales el atrincheramiento de la dirección en sus posiciones, pues parece existir un consenso en que ambos efectos se producen para determinados tramos de alfa. Así, para Morck *et al.* (1988b) el alineamiento de incentivos depende del porcentaje de acciones poseído por la dirección: al principio, según aumenta la posesión de acciones por los directivos o consejeros, aumenta el valor de la empresa (demostrándose el efecto "alineamiento"); pero a partir de cierto nivel (5%), incrementos sucesivos reducen el valor (como consecuencia del efecto "atrincheramiento"), y por último, si la dirección posee un volumen de acciones que le permite detentar el control absoluto (>25%), se encontrará totalmente atrincherada, e incrementos sucesivos de la posesión de acciones aumentarán el valor, aún cuando podría producirse una disminución por el mayor incentivo de expropiación hacia los acreedores.

Jensen y Warner (1988, pág. 13) se muestran excépticos con estos resultados, sorprendiéndose de que tan sólo con un 5% la dirección tenga un poder de control tan importante como para causar la caída del valor de la empresa. Además, el 25% de participación como límite a partir del cual existe un control efectivo por parte de los gestores es inconsistente con la evidencia proporcionada por Jarrell y Poulsen (1988) que muestra el efecto negativo mayor de las recapitalizaciones de doble clase de acciones (*dual class recapitalizations)* cuando la propiedad de la dirección está entre el 30% y el 55%, concluyendo que "si los directivos de esas empresas ya tienen un control efectivo con el 25% (como

---

propiedad.

[42] En la literatura, además del efecto incentivo como explicación de la compensación de la alta dirección con fondos propios (Lewellen, 1968; Smith y Watts, 1982 y 1983; Eaton y Rosen, 1983; entre los primeros trabajos que exponen esta perspectiva), se han propuesto dos explicaciones alternativas (Bhagat *et al.*, 1985, ppág. 195-196): (a) el efecto fiscal (Hite y Long, 1982; Miller y Scholes, 1982; y Smith y Watts, 1982), pues la remuneración con acciones podría suponer un menor pago de imuestos para la empresa o para la propia dirección y (b) el efecto señal, adoptándose en este caso la compensación basada de forma total o parcial en fondos propios como un medio de señalar a la bolsa el optimismo de la dirección sobre el futuro de la empresa, verificando la condición de equilibrio de señalización de Spence (1974), y limitándose el problema de señal falsa, dadas las restricciones a la venta de títulos que suele llevar aparejada esta compensación.

[43] Frente a la ventaja del alineamiento entre los incentivos de la dirección y de los accionistas cuando la primera incrementa su participación en la propiedad de la empresa, conforme aumenta alfa surgen problemas de infradiversificación. Por una parte, la proporción de los títulos de la empresa en la cartera de mercado raramente coincidirá con el nivel óptimo del alfa directivo; y por otra, el directivo ya tiene invertido en la empresa otro activo, su capital humano, que normalmente está diversificado en un nivel inferior al adeucado, que además presenta la característica de ser un activo más difícilmente negociable que las acciones, lo que conjuntamente va a provocar que la dirección presente una aversión al riesgo superior a la de los propietarios (Shavell, 1979; Smith y Watts, 1983), y por tanto un agravamiento de otro conflicto de agencia.

indican Morck *et al.*, 1988b), no se obtendrían valores negativos de la concentración adicional de poder de voto en manos internas tras una recapitalización" (Jensen y Warner, 1988, pág. 13).

A resultados similares llegan Carter y Stover (1991) para el caso de determinadas instituciones financieras, mostrando que la relación entre la compensación y la propiedad directiva es negativa para los tramos inferior y superior de alfa (alfa<15% y alfa>27%), en tanto que positiva en tramos intermedios (15%<alfa<27%), resultados que están de acuerdo con la hipótesis de convergencia para los niveles superior e inferior, y con la de atrincheramiento en el intervalo central[44].

Por su parte, Belkaoui y Pavlik (1992) encuentran una relación negativa entre rendimiento y paquete accionarial de la dirección para los tramos de alfa 0%-5% y >25%, y positiva para 5-25%; resultados parecidos a los que llegan Hermalin y Weisbach (1991), quienes muestran cómo para niveles inferiores al 1% y entre el 5%-20% existe relación positiva rendimiento-alfa, mientras que para el tramo 1%-5% y valores superiores al 20% es negativa. Ambos estudios ofrecen una evidencia que hasta cierto punto es contraria a Morck *et al.* (1988b) y parece más acorde con Jensen y Warner (1988).

McConnel y Servaes (1990) presentan una relación curvilínea entre alfa y valor de la empresa (medido por la ratio Q), positiva para niveles bajos y negativa para los elevados, siendo positivo el signo de alfa y negativo el de su cuadrado, ambos significativos.

También se han analizado las repercusiones de la compensación en acciones y opciones sobre la adopción de decisiones financieras. El estudio y la evidencia recogida por Agrawal y Mandelker (1987) muestra cómo la tenencia de acciones y opciones por parte de los ejecutivos se asocia con la adopción de decisiones de inversión[45] que son acordes con el interés de los accionistas (aún cuando aumentan el riesgo); si bien, Lambert *et al.* (1991a) muestran que esta característica asociada a las opciones depende, entre otras cosas, de la pendiente de la función de utilidad del directivo. Existe también evidencia del impacto de los Executive Stock Option Plans (Planes de Opciones sobre Acciones para los Directivos, ESOP) en la política de dividendos manifestada con posterioridad a su adopción (Lambert *et al.*, 1989) y que la tenencia de acciones puede completar o modificar la influencia de la compensación directiva en las decisiones de aquélla (Agrawal y Mandelker, 1987; Kim *et al.*, 1988; Lewellen *et al.*, 1985 y 1989; Morck *et al.*, 1988b). Papaioannou *et al.* (1992) examinan la relación entre exceso de liquidez (con sus consecuencias en relación con el riesgo y rentabilidad de la empresa, e incluso como manifestación de la hipótesis de *free cash flow,* flujo excedentario de tesorería, que analizaremos posteriormente) y la participación directiva en la propiedad. Al igual que el trabajo previo de Elliot (1972), que no halló diferencias significativas en el nivel de liquidez entre empresas controladas por la dirección y por los accionistas, no encuentra una relación significativa entre esas variables y sí que es determinante la capacidad de la empresa para obtener rentas económicas (medido por la Q de Tobin).

La posesión de acciones afecta también al empleo de otros mecanismos de compensación. En este sentido, existen estudios que muestran cómo a menor porcentaje de acciones poseído por la dirección se tiende a introducir más como mecanismo de retribución la adopción de planes a largo plazo unidos

---

[44] Ver en este trabajo las referencias sobre estudios empíricos previos que han examinado propiedad directiva o del consejo de administración y rendimiento/resultado empresarial en el sector de las instituciones financieras.

[45] También recogen que la tenencia de títulos por parte de la dirección ayuda a mitigar el conflicto de agencia entre la dirección y los accionistas con relación a la decisión de financiación empresarial, pues a mayor alfa, mayor apalancamiento financiero (para recoger el aumento de valor, sin la penalización por quiebra o penalización *ex-ante* en los fondos propios, haciendo caso omiso de la diversificación del directivo), con sus repercusiones positivas sobre el valor.

al rendimiento (Travlos y Waegelein, 1992, pág. 493). Otros autores como Bhagat *et al.* (1985), analizan si el efecto incentivo derivado de la propiedad de acciones por parte de los gestores como resultado de planes de retribución sin incentivo fiscal, motiva de forma diferente a la alta dirección frente a los empleados de niveles inferiores, dado que las decisiones y acciones tomadas por la primera es más probable que afecten en mayor medida al precio de las acciones en el mercado (Smith y Watts, 1983); si bien, se encuentra escaso refrendo empírico de este punto, aún cuando hay una reacción positiva del mercado a la adopción del plan por parte de ambos grupos, no viniendo explicado por efectos fiscales (ni posiblemente por un efecto señal).

La relación entre alfa y procesos de toma de control también ha sido estudiada en profundidad. Vemos como la evidencia refleja que se pueden dar dos efectos contrapuestos (alineamiento *vs.* atrincheramiento), los cuales afectarán directamente a los resultados de una toma de control, pues mientras el primero motiva a la dirección de la empresa objetivo a aceptar la oferta si ésta es beneficiosa para sus accionistas (Harris y Raviv, 1988a), el segundo puede aumentar la probabilidad de bloqueo de la toma de control por parte de la dirección ocupante (Harris y Raviv, 1988a; Stulz, 1988). Walkling y Long (1984) encuentran evidencia del efecto alineamiento, en el sentido de que es menos verosímil la oposición a la oferta cuanto mayor es la propiedad de acciones de los directivos-consejeros; en tanto que Mikkelson y Partch (1989) muestran cómo a menor posesión de acciones es menos posible un cambio en el control (porque la dirección no obtiene ganancia alguna con el mismo). Estos últimos autores ofrecen evidencia, al igual que Walkling (1985), que a menor posesión de acciones por parte de la dirección de la empresa objetivo, mayor es la probabilidad de recibir una oferta de toma de control. Además, el efecto alineamiento según aumenta alfa se contrapone, como hemos comentado anteriormente, con que los directivos mantengan carteras diversificadas, lo cual les puede llevar a agravar los costes de agencia por infraapalancamiento como medio de reducir el riesgo de la empresa[46] (Smith y Stulz, 1985).

En un análisis de la posesión de acciones como variable que afecta a la forma de financiar la adquisición Amihud *et al.* (1990) encuentran que, a mayor alfa, menos interés en financiarla con acciones, para así evitar la dilución del poder de voto.

Firth (1980) obtiene evidencia acerca de que la reacción negativa del valor de mercado de las acciones de la empresa adquirente fue mitigada en parte por aquellas empresas donde la dirección *senior* tenía una participación sustancial de acciones con riesgo. Igualmente Amihud *et al.* (1990), examinan cómo las sociedades oferentes que obtienen bajos rendimientos se caracterizan por una baja propiedad de acciones por parte de los directivos.

Para Firth (1991, pág. 427) el proceso de adquisición conduce invariablemente a un aumento en la remuneración directiva, lo que parece proceder del aumento del tamaño, no de un incremento en la rentabilidad de las acciones de la entidad oferente, pues aún cuando el rendimiento es negativo, parece que hay incremento en la recompensa percibida por la dirección, luego la adquisición ha resultado guiada por la maximización del propio interés de la dirección (en una perspectiva gerencialista).

En relación con la valoración que realiza el mercado del anuncio de adopción de planes de opciones sobre acciones, se produce un aumento de la riqueza del accionista en las fechas alrededor del anuncio de un plan de este tipo como medio retributivo de la dirección, a la vez que un aumento de la varianza implícita en el precio de las acciones (lo que puede suponer una modificación del incentivo

---

[46] Esto no implicaría una relación negativa entre alfa y grado de apalancamiento, al menos para niveles elevados. El estudio de Mehran (1992) no muestra, en general, dicho sentido en la relación.

de la dirección con respecto al riesgo[47]) acometiendo proyectos más arriesgados; y una reacción negativa en el mercado de deuda, quizás por la expropiación de riqueza derivada del cambio en el nivel de riesgo (DeFusco *et al.*, 1990). Los resultados de este estudio contrastan con los alcanzados posteriormente por los mismos autores, encontrando que el aumento de incentivos por el empleo de planes de opciones sobre acciones produce una caída de las ganancias de la empresa en relación con su sector y un descenso del rendimiento anormal acumulado, a la vez que existe evidencia opuesta, desde una perspectiva de agencia, en cuanto a la reducción de determinados gastos tras la adopción (DeFusco *et al.*, 1991).

2.1.6.- Los paracaídas de oro.

El último mecanismo de incentivo al que nos referiremos son los denominados "paracaídas de oro" (*golden parachutes*), que consisten en una indemnización pagadera a la dirección cuando pierden sus empleos como consecuencia de un cambio en el control de la empresa (toma de control, en general). Por tanto, este componente de la remuneración tienen un carácter diferido y está íntimamente relacionado con las tomas de control (fundamentalmente con la OPA hostil).

En principio se diseñan como elemento motivador para que la dirección se preocupe de negociar un precio satisfactorio en la venta de la empresa[48], compensando con su percepción la pérdida que experimentan en el capital humano los directivos como consecuencia de abandonar la empresa, capital humano que por otra parte le interesa proteger a la propia empresa para que los futuros directivos no se muestren renuentes a realizar las inversiones necesarias en el mismo. El hecho de que sólo se perciba en caso de abandono del empleo es criticable, ya que pudiera incentivar perversamente la destrucción de su capital humano específico a la empresa (Jensen, 1984, pág. 118).

El volumen de la indemnización a percibir debe ser suficiente, pero un exceso en la misma presenta dos problemas: (1) que los directivos estén más interesados en ceder el control que en negociar un buen precio para sus accionistas y (2) que el pago suponga un incremento en el coste de la operación de adquisición pudiendo llegar a hacerla prohibitiva. En este sentido, parece que un medio adecuado de formalizar esta compensación es la entrega de opciones de compra sobre las acciones de la empresa que sólo sean ejercitables en caso de cambio en el control de la sociedad (Jensen, 1986, págs. 24-25).

Habitualmente, este tipo de compensación ha gozado de poca aceptación, lo que es contradictorio tanto con la teoría como con la evidencia empírica. Así, Lambert y Larcker (1985) encuentran que la adopción de paracaídas de oro incrementa el valor de las acciones; si bien, ello pudiera deberse a que transmiten una señal relativa a que es posible un cambio de control en el futuro.

Knoeber (1986) analiza los paracaídas de oro como un medio de garantía para eliminar la posibilidad de oportunismo por parte de la dirección, siendo dos conjuntos de variables los que explican su adopción: aquellas que evalúan la ganancia que se obtendrá por esperar información futura con el fin de evaluar a los directivos, y las variables que miden la probabilidad de que sea solicitada una OPA hostil. Los estudios previos muestran que: (1) cuanto más tienen que ganar los accionistas por el empleo de contratos implícitos de compensación diferida, más pobre es la información actual

[47]Así, pueden ayudar a solucionar el problema de los costes de agencia por infraapalancamiento (Smith y Watts, 1982 y 1986) ya que la dirección tendrá un incentivo a aumentar el apalancamiento según aumenta su compensación en opciones sobre acciones no ejercitadas, si bien lo contrario también puede ser cierto (Mehran, 1992, pág. 542).

[48] Berkovitch y Khanna (1991) analizan un modelo en el que se muestra que los pagos por paracaídas serían mayores

sobre el resultado del directivo con relación a la información que llegará a estar disponible con posterioridad; y (2) dicho contrato llega a ser menos aceptable para los directivos, cuanto mayor es la probabilidad de OPA hostil y la posibilidad concomitante de oportunismo. La evidencia de este trabajo muestra que los paracaídas de oro son ventajosos y surgen para asegurar a los gestores contra el oportunismo relacionado con ofrecer acciones en una OPA. Por su parte, Singh y Harianto (1989) examinan las variables más influyentes en la probabilidad de adopción de paracaídas, resultando una relación positiva y significativa para el porcentaje de acciones poseído por los directivos externos, la amenaza de toma de control (medida por la revelación previa de participaciones significativas); en tanto que negativa y significativa para el alfa directivo, lo que supone evidencia favorable acerca de la supervisión y complementariedad de los mecanismos de control.

Wade *et al.* (1990) examinan los paracaídas de oro desde el argumento dado por O'Reilly *et al.* (1988, 1990) con relación a que el CEO puede ejercer su influencia social para determinar la adopción de algunas medidas que no benefician a los accionistas, demostrándose que la adopción de paracaídas responde tanto a cuestiones de alineamiento de intereses como de influencia social[49].

2.1.7.- Algunas reflexiones críticas.

Baker *et al.* (1988) se refieren a los diversos sistemas de compensación y la forma óptima de fijarlos para el conjunto de trabajadores de la empresa, afirmando que es en la alta dirección donde el pago de incentivo se espera que desempeñe un papel más importante, pero argumentan que los contratos de compensación de ejecutivos empleados en la realidad empresarial son muy diferentes a los predichos por la teoría económica. Así, la relación empírica entre pago y resultado, si bien es positiva y significativa, su nivel es ínfimo. Parecen más adecuados las medidas del resultado empresarial con relación al de su mismo sector o de la economía en su conjunto, si bien esto no se suele aplicar por parte de los consejos de administración.

El análisis de Jensen y Murphy (1990b) muestra unos resultados que son inconsistentes con las implicaciones que se derivan de los modelos de agencia (normativos) que establecen la contratación óptima. Ellos encuentran que la relación entre retribución del ejecutivo de alto nivel y el resultado empresarial están relacionados positiva y significativamente, pero con un valor muy pequeño. Además, las dimisiones no son fuente de incentivo directivo, dado que la probabilidad de que se produzcan como consecuencia de un deficiente resultado de la sociedad y la penalización asociada es muy pequeña[50]. El paquete accionarial de la dirección tampoco suministra un gran incentivo. Para estos autores, los resultados empíricos parecen que son consistentes con un conjunto de hipótesis alternativas (Jensen y Murphy, 1990b, pág. 227): (a) los CEOs puede que sean recursos poco importantes en el proceso de producción; (b) las acciones poseídas por los CEOs pueden ser supervisadas y evaluadas fácilmente por los Consejos de Administración; y (c) el papel que desempeñan las fuerzas políticas en el proceso de contratación es muy importante, dado que

---

en caso de OPAs que en fusiones.

[49] Consúltense las referencias en este trabajo en relación a la adopción de los paracaídas de oro y su influencia en el rendimiento de la empresa.

[50] Dos trabajos previos, Warner *et al.* (1988, pág. 461) y Weisbach (1988, pág. 431), encuentran que en 500 cambios en la dirección empresarial producidos durante veinte años, tan sólo una veintena de casos se corresponden directamente con mal resultado.

implícitamente regulan la compensación de los niveles ejecutivos al limitar la tipología de contratos que se pueden redactar entre la dirección y los accionistas[51].

En todo caso, Hirshleifer (1992a, pág. 176) señala que la posesión de acciones (y de opciones) como medio de resolver los problemas de agencia tiene diversos límites: (1) es costoso imponer riesgo a un directivo con aversión al mismo, (2) la aversión al riesgo puede motivar que un directivo cuya remuneración es muy sensible al rendimiento empresarial sea muy conservador al seleccionar proyectos de inversión; y (3) si los directivos y consejeros mantienen muchas acciones, y estas tienen voto, un alto poder de voto puede debilitar la supervisión por parte de otros accionistas.

Los contratos de compensación suponen poca motivación para la dirección dada la imperfección de este mecanismo. La teoría de los contratos sugiere que las ineficiencias son ineludibles a causa de la información privada de los directivos, su aversión al riesgo, las restricciones de riqueza y su posibilidad de cambiar de trabajo (Hirshleifer, 1992c, pág. 639). Además, las políticas de contratación y dimisión son diseñadas por el propio consejo de administración que en muchas ocasiones es cooperante con los gestores. En estos casos, el medio alternativo disponible por los accionistas para limitar la discrecionalidad directiva es intentar alinear los intereses de los directivos con sus propios intereses, ideando contratos de incentivos apropiados.

Puesto en relación con el mecanismo de disciplina que suponen las tomas de control, la compensación directiva es importante por dos razones (Mikkelson y Ruback, 1985a, pág. 233): (a) desde la perspectiva de la empresa oferente la operación de toma de control supone una gran inversión, de manera que en la medida en que ésta se realiza por un interés propio de la dirección en lugar de la maximización de la riqueza del accionista, suministra una indicación de cómo son de efectivos los planes de compensación para eliminar el conflicto de intereses entre accionistas y directivos de la atacante; y (b) la oposición de la dirección de la empresa objetivo ante un intento de toma de control puede suponer un incremento en el coste de la oferta, indicando la relación oposición/compensación de la dirección de la sociedad objetivo el punto hasta el cual la negativa viene motivada por el propio interés de la dirección ocupante.

Boyd (1994) nos presenta un trabajo en el que se analizan conjuntamente distintas variables como factores determinantes de la compensación, mostrando que el mayor efecto lo presenta las características del consejo de administración como mecanismo interno de control (siendo mecanismos sustitutivos), en menor medida el tamaño (existiendo una relación positiva) y menor aún la rentabilidad.

Existe evidencia de un rendimiento anormal negativo para los títulos de una sociedad oferente de fusión con éxito en la fecha del anuncio y alrededor del mismo (Mandelker, 1974; Langetieg, 1978; Asquith, 1983), demostrando Larcker y Balkcom (1983) que la caída en el precio es mayor cuanto mayor es la proporción de los ingresos de los directivos de la adquirente que se apoya en medidas contables del rendimiento.

Desde una perspectiva de agencia se pueden argumentar distintos costes y beneficios para la dirección de la empresa compradora en una fusión que reduzca el valor. Entre estos últimos están la mayor compensación y/o la menor variabilidad de la riqueza de su capital humano, en tanto que los costes serán mayores cuanto mayor es la propiedad de acciones por parte de la dirección. En el estudio

---

[51] Estos autores muestran evidencia de que un aumento en la regulación iría unido a una disminución de los incentivos pago-resultados, como así parece que ha ocurrido en EE.UU. en el periodo 1930-1980; sin embargo, sería de esperar un aumento de la propiedad accionarial por parte de la dirección y justamente ocurre lo contrario (Jensen y Murphy, 1990b, pág. 258).

de Lewellen *et al.* (1985) se encuentra una relación positiva y a menudo significativa entre rendimiento anormal y alfa, empleando distintas medidas.

En general, todos los medios y mecanismos de compensación expuestos en las páginas precedentes deberían ir encaminados a que la alta dirección, o el órgano de gobierno similar, ejecute sus acciones teniendo en mente la creación de valor para los accionistas (o en términos más amplios, para todos los partícipes en la "empresa"), siendo básico para ello (y lo único relevante con mercados perfectos de capitales) que la remuneración suministre incentivos para emprender todos los proyectos rentables para la empresa, aún en el caso de que el valor que generen los mismos no se realice hasta después de que el ejecutivo haya abandonado su puesto en la sociedad.

En este sentido, se han argumentado diversas razones por las que la política de compensación arrastra a la dirección a un comportamiento miope a corto plazo (*short terminism*) dado que: (a) los *bonus* basados en ganancias contables son una parte importante de su compensación, (b) los ejecutivos responden de forma predecible a los planes de compensación basados en medidas contables de ganancias; y (c) por término medio, los ejecutivos están próximos a dejar su empleo (al menos en relación con el período de recuperación de muchas inversiones). En esta última línea, Gibbons y Murphy (1992a) examinan el comportamiento de la dirección con relación a la inversión en I+D, publicidad y gastos de capital, encontrando evidencia que parece confirmar que se produce un aumento de estos gastos en la proximidad del final de las carreras profesionales de los directivos, lo cual es contrario a lo predicho. Por otra parte, Dechow y Sloan (1991) muestran que la tasa de crecimiento en los gastos de I+D disminuye durante el último año de la vida del CEO y en el año de transición tras el cambio de CEO, incrementándose si la posesión de acciones y opciones es baja, lo cual reafirma que la tenencia de dichos títulos ejerce funciones de incentivo, si bien estas evidencias no son del todo concluyentes.

2.2.- Las actividades de garantía[52].

Las actividades de garantía tienen como denominador común que es la propia dirección la que voluntariamente decide incurrir en el coste que suponen, y con ello asegurar que se aplicará en la consecución de los objetivos de los accionistas, dadas las repercusiones negativas que en otro caso experimentarán los ejecutores en su reputación, su remuneración o su empleo (presente y futuro).

2.2.1.- La reputación del directivo.

Los directivos pretenden conseguir o mantener una elevada reputación sobre su habilidad y capacidad profesionales, lo cual les motiva a esforzarse en el logro del objetivo financiero. Este aspecto de las actividades de garantía ha sido analizado recientemente en trabajos empíricos. Así, los ejecutivos y consejeros que no desempeñan su función de forma adecuada tienden a perder oportunidades de dirigir otras empresas, pues Kaplan y Reishus (1990) demuestran que los altos ejecutivos que gestionan sociedades con malos resultados (una vez que se controlan otros factores como el número de consejos de administración a los que pertenecen, el alfa en su empresa, la antigüedad en el consejo y el puesto ocupado), es menos probable que trabajen como consejeros

[52] En multitud de casos, los razonamientos encaminados a justificar determinadas actividades de la dirección en aras a garantizar un comportamiento adecuado son difíciles de deslindar de los efectos de señal positiva con que el mercado recibe sus decisiones. Asimismo, se debe reseñar que muchos de los mecanismos de garantía que aquí se analizan se podrían examinar como mecanismos de control externo (fundamentalmente en el papel de supervisión)

externos[53], en tanto que la probabilidad de que el directivo pierda su puesto de externo está negativamente relacionado (de forma no significativa) con el resultado de su empresa. Por tanto, si un mal resultado implica una dirección ineficiente y a la inversa, se prefiere a los buenos directivos para ocupar puestos de externos (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983a). Además, la simple posesión de acciones de la empresa por parte de la dirección no ayuda necesariamente a solventar el problema de reputación, ya que un directivo puede realizar actuaciones consistentes con aumentar el precio de las acciones justamente antes de deshacer su posición en el mercado (Hirshleifer, 1992b, pág. 177).

Se podría interpretar las posibilidades de ser consejero externo en otro consejo como una buena valoración en el mercado de trabajo directivo, con lo que el valor de los directivos se relacionaría positivamente con el resultado en su empresa, aún cuando caben otras interpretaciones. Los resultados de Gilson (1990) para el caso de empresas con dificultades financieras muestran que los administradores externos dimitidos sirven posteriormente en un menor número de consejos de otras sociedades54.

2.2.2.- Las decisiones de estructura de capital y de dividendos[55].

Existen otros medios de garantía, aparte de perseguir elevar o mantener la reputación directiva. Así, la posibilidad de quiebra[56] puede ser un factor que ayude a resolver el problema de incentivos, dado que si la dirección no persigue el mejor bienestar de sus accionistas a través de la obtención de altos beneficios económicos, es más probable la posibilidad de dificultad financiera, y con ello la pérdida en consumos de *perquisites* (quizás de su trabajo, y por ende de su sueldo y de su capital humano específico)[57]. En esta situación, y teniendo en cuenta que las empresas maduras siguen un proceso de determinación de la estructura financiera que recae habitualmente en manos de la dirección, cabe preguntarse ¿por qué los gestores incrementan el nivel de deuda dadas las consecuencias perniciosas para su riqueza debido a la elevación de la probabilidad de quiebra?, o expresado en otros términos, ¿cómo no acometen políticas encaminadas a elegir niveles de deuda más conservadores, a reducir la variabilidad de sus flujos de tesorería (por ejemplo, diversificando en nuevas líneas de negocio, invirtiendo en proyectos de menor riesgo o en medios de cobertura)? La respuesta que sugieren Grossman y Hart (1982) es que, ante una dirección que no acude a la

---

dadas las relaciones que mantienen muchas de las actividades de garantía con las actuaciones de los mercados.

[53] Dentro de los integrantes del consejo de administración diferenciamos dos grupos: consejeros internos (aquellos que desempeñan funciones de dirección en la empresa) y consejeros externos (no involucrados en la dirección, y generalmente escogidos por su especial valía como supervisores o aportantes de criterio en las deliberaciones).

54 Gilson (1990), para empresas con dificultades financieras, muestra que más del 50% de los consejeros internos y CEOs son cesados cuando se produce una crisis financiera (quiebra o reestructuración de deuda).
Además, hay evidencia que ante problemas financieros, la tasa de cese de un ejecutivo es más del doble y los despedidos se quedan por término medio tres años sin encontrar trabajo en otra sociedad cotizada, frente a empresas que comparativamente obtuvieron un mal resultado similar (pero sin incurrir en dificultad financiera), siendo los bancos prestamistas responsables de uno de cada cinco despidos en el primer grupo (Gilson, 1989).

[55] Muchos de los comentarios que aquí se van a exponer tienen una relación directa con la actuación de los mercados de capitales, y en particular los mercados de valores y la supervisión por parte de las entidades financieras.

[56] La inspección y el análisis de la misma puede ser ejercido por la autoridad reguladora, los acreedores en general (y en particular los obligacionistas y las instituciones financieras) o el mecanismo judicial. Si realizáramos el análisis desde esta perspectiva nos estaríamos refiriendo a un mecanismo externo de supervisión.

[57] No hay que olvidar que las dificultades financieras también implican costes ("directos" e "indirectos") para los accionistas, habiendo sido analizado extensamente el papel desempeñado en la determinación de la estructura de capital (o de propiedad, en términos más amplios). Ver, por ejemplo, las referencias contenidas en Gilson (1989, pág. 241, nota al pie 1).

financiación por deuda, los partícipes en el mercado pueden pensar que se encuentra menos motivada a cumplir con los objetivos de los accionistas, con lo que pueden modificar sus estimaciones sobre el valor de la empresa, produciendo una caída de la cotización y por tanto un coste del capital más elevado, ocurriendo a la inversa que si se procede a emitir deuda, justificando por tanto una relación positiva entre el valor de mercado de la empresa y el nivel de deuda[58]. La dirección puede perseguir entre sus objetivos la maximización del valor de mercado si: (a) repercute en un aumento de su salario percibido, (b) disminuye la probabilidad de una toma de control y/o (c) facilita la obtención de nueva financiación en los mercados de capitales (con lo que una mayor disponibilidad de recursos puede permitirles aumentar su consumo de *perquisites*). Para los autores mencionados anteriormente, la actuación de la dirección procediendo a emitir deuda, aún a sabiendas de sus repercusiones negativas para los miembros del equipo directivo, supone un ejemplo de un mecanismo de garantía: "al emitir deuda el agente (la dirección) cambia deliberadamente sus incentivos de tal forma que los conduce en línea con los de los accionistas (principal)". Llegan a esta conclusión aún cuando la propiedad de acciones por parte de la dirección sea nula (o próxima a este valor), en cuyo caso los aumentos de deuda no vienen motivados con el fin de incrementar el valor de los fondos propios y en cambio sí que aumentan la probabilidad de quiebra, siendo relevante un cambio en la misma a la vista de la penalización que dicho proceso lleva asociado.

La evidencia proporcionada por el estudio de Gilson y Vetsuypens (1993) revela que, junto a la reestructuración de los contratos de deuda, las empresas en crisis financiera modifican los incentivos de los altos directivos ligando en mayor media la riqueza con el resultado empresarial, los CEOs suelen ser reemplazados o sufren grandes recortes de sueldos (¿el valor de mercado de su habilidad directiva cae?) y los nuevos CEOs provienen fundamentalmente de fuera de la empresa y perciben una gran proporción de su compensación en forma de opciones sobre acciones y acciones restringidas.

Otras decisiones adoptadas por la dirección de la empresa pueden servir también de garantía del cumplimiento de sus obligaciones con la propiedad. Jensen y Meckling (1976) y Stiglitz (1974) analizan el caso de un empresario-propietario que no dispone de fondos para financiar un nuevo proyecto de inversión, con lo que si sólo acude a la financiación externa a través de acciones debe plantearse el problema que le supone retener una fracción del capital inferior al 100%. Si aún con ello se sitúa por encima del 50%, retiene el control (aunque de hecho puede que este porcentaje sea más bajo y no necesite llegar a la mayoría del capital para detentar el control), con lo que garantiza que en su gestión velará por los intereses de los accionistas, pero se verá inducido a un consumo desproporcionado de *perquisites* (con relación a cuando poseía el 100% de la empresa). Si llega a perder el control efectivo, ello puede servir a fin de garantizar que se comportará sin excederse en los consumos de extras (si es que existe una supervisión y disciplina interna por parte del resto de los propietarios que sea efectiva, pues en caso contrario se exacerban los costes de agencia derivados de dicho consumo). Por contra, podría optar por financiar el proyecto a través de la emisión de deuda, en cuyo caso sigue siendo el propietario del 100% de la renta residual y no tendrá un aliciente a un consumo superior de recursos (salvo para expropiar a los acreedores, lo que agrava el conflicto accionistas-obligacionistas, pero en última instancia ello le llevaría a la quiebra, que él querrá evitar), actuando también en esta situación como medio de garantía que permite una expansión de la empresa sin sacrificar incentivos. Todo lo expuesto anteriormente supone un empleo de la deuda, o en términos más generales, de la estructura de capital, como mecanismo de garantía, si bien también es posible

[58] Obviamos en este análisis la posible repercusión negativa que puede tener el incremento de la deuda sobre el valor de la deuda previamente emitida, así como el hecho de que la nueva financiación se dedique a proyectos de inversión que modifican sensiblemente el riesgo de la empresa, pues entonces se agravaría el conflicto de intereses entre accionistas y acreedores, o en todo caso, suponemos que el balance en costes totales de agencia es positivo.

analizarla desde la perspectiva de mecanismo de control complementario/sustitutorio, o por el hecho de cómo afecta el apalancamiento a otros mecanismos de control. En este sentido, Mehran (1992) encuentra una relación positiva entre apalancamiento financiero y compensación total de los directivos por planes de incentivo de opciones, alfa de los directivos, porcentaje de representantes de banca de inversión en el consejo de administración y porcentaje de acciones poseído por un gran accionista individual, lo que en conjunto cabe interpretarse como que estos mecanismos eliminan o alivian el coste de agencia por infraapalancamiento (infradiversificación), o como que la deuda (o mejor su proporción frente a los capitales propios) refuerza a dichos mecanismos (que se examinan en este mismo capítulo).

Por último, podríamos considerar el efecto garantía asociado a la decisión de distribución de dividendos. En principio cabe justificar que la dirección de una empresa (sin reparar en cuál es su participación en la propiedad de la misma) podría evaluar negativamente el hecho de proceder a distribuir dividendos, ya que ello supone una merma de los recursos dinerarios bajo su control, y por ende, menos posibilidades de consumos de *perquisites*. Por otra parte, está demostrado empíricamente que el mercado valora positivamente tanto el anuncio como el hecho del reparto de dividendos, con lo cual, ¿puede la dirección decantarse por el reparto aún cuando le pueda perjudicar? Respondemos afirmativamente, actuando los dividendos, en este caso, como un medio con el cual la dirección puede garantizar (o señalar) que seguirá un comportamiento leal con los accionistas[59].

Además del efecto garantía que pueden incorporar algunas decisiones financieras fundamentales, dentro de la literatura se han propuesto otras explicaciones del por qué de estas decisiones y su efecto sobre el valor de la empresa, siendo de destacar el efecto "señal" asociado a algunas de ellas[60].

2.2.3.- El papel de la contabilidad.

Otros mecanismos que pudieran actuar como medios para reducir el conflicto de agencia entre la dirección y la propiedad, y que se pueden examinar desde una perspectiva de mecanismos de garantía, podrían ser la presentación de estados financieros intermedios[61] o finales, el seguimiento de determinadas normas contables en la confección de los mismos, el empleo de sistemas de presupuestación o la auditoría[62] (tanto interna como externa) de los estados financieros[63]. Todas estas

---

[59] Como hemos comentado anteriormente, la política de dividendos puede verse influida por el contrato de compensación de la dirección. Easterbrook (1984) argumenta que los dividendos colaboran a solventar el problema de agencia entre accionistas y directivos, dado que para una política de inversión dada, el pago de dividendos fuerza al directivo a obtener fondos del mercado financiero para acometer la política de inversiones, luego la distribución de dividendos actuaría de mecanismo de supervisión. Lewellen *et al.* (1987) encuentran que la ratio de distribución de dividendos se relaciona positivamente con el porcentaje de la compensación directiva total que se percibe por salario más *bonus* anuales, y negativamente (no significativa) con el porcentaje de compensación total que es función del precio de las acciones. Lambert *et al.* (1989) encuentran que tras la adopción de ESOPs, se produce un descenso significativo en el nivel de los dividendos empresariales, lo cual puede venir explicado por la adopción de dicho contrato de remuneración directiva que les incentiva a repartir menos dividendos.

[60] Baste señalar los trabajos de Ross (1977, 1978) donde la ratio de apalancamiento actúa de señal. Igualmente, Bhattacharya (1979, 1980), John y Williams (1985) y Miller y Rock (1985) para los dividendos como señal.

[61] Para el caso concreto de la información intermedia presentada por las empresas y su análisis en términos de costes y beneficios desde una perspectiva de agencia véase López Gracia (1993, ppág. 169-176) y Lefwich *et al.* (1981). Así, se justifica la información intermedia como medio para disminuir la asimetría informativa, que podría constituir una garantía si es voluntaria, e incluso puede llevar asociada un efecto señal.

[62] La propia auditoría de magnitudes y procedimientos contables constituyen un mecanismo de control que ayuda a disminuir los costes de agencia (Francis y Wilson, 1988 en López Gracia, 1993, pág. 165).

operaciones relacionadas estrechamente con el ámbito contable pueden alentar un efecto garantía especialmente cuando son libremente adoptadas por la dirección (pues si no debieran evaluarse mejor como un medio de supervisión interno, si es acuerdo contractual) y no vienen impuestas por la regulación (normas legales, pues encajaría mejor su estudio en el análisis del marco regulador como mecanismo de control). En este último sentido, los informes que proporciona la contabilidad son demandados por cumplir con las funciones de información para la toma de decisiones y para el control de la actividad de la dirección (López Gracia, 1993, págs. 162 y ss.)

En efecto, es práctica común que los contratos de remuneración de la dirección y los contratos de deuda hagan referencia a magnitudes y conceptos contables[64] (ver a este respecto Watts y Zimmerman, 1986, págs. 201-217). Para Watts y Zimmerman (1986, págs. 196-198) la contabilidad cumple un papel importante en los términos contractuales y en la supervisión de los mismos, pues los datos contables se emplean con frecuencia en los contratos de deuda, de compensación de la dirección, estatutos sociales y reglamentos. Igualmente, la auditoría desempeña una función trascendental en la supervisión de los contratos, y además se emplea por los acreedores y en los planes de compensación en forma de *bonus*. Agregan estos autores que "si la contabilidad es una parte importante del proceso de contratación de la empresa y los costes de agencia varían con diferentes contratos, los procedimientos contables tienen el potencial de afectar al valor de la empresa y/o a la compensación de los directivos"[65]. Para Jensen (1983a) los sistemas contables constituyen una parte integral de la estructura de cada organización y podemos afirmar que los medios anteriores podrían responder a la demanda de una mejor información. Sin embargo, para que tales medios sean un verdadero mecanismo de garantía, parece adecuado que el coste derivado del establecimiento del mismo recaiga en la dirección, si no, deben ser considerados como medios de formalización y estructuración contractual si se pacta *ex-ante* (muchas veces derivados del propio ordenamiento jurídico) o cuando no son prescritos por una norma, como mecanismos *ex-post* de supervisión.

No obstante, no debemos olvidar aspectos remarcables, como por ejemplo, el hecho de que la adopción de pautas de retribución de la alta dirección basadas en datos contables, cuando es aquella la que tiene en su mano la selección del método de información contable a emplear, puede llevar a que se produzca un problema de incentivo[66] Ng (1978, pág. 917), demostrándose que son opuestas las

---

[63] Para un análisis de la contabilidad desde una perspectiva de agencia pueden consultarse las recensiones de Baiman (1982 y 1990), en las que se recogen los principales desarrollos de las teorías principal-agente, costes de transacción y literatura positiva de la agencia (o como el autor denomina, literatura de Rochester).

[64] Afirma Pina (1989, pág. 13) que el papel desempeñado por la contabilidad en el contexto de la empresa, dentro de la teoría de la red contractual, es el de facilitar la información en función de la cual se determinan las prestaciones económicas de cada contrato.

[65] Consultar en este sentido la evidencia de Abdel-Khalik (1985) (citado en Dechow *et al.*, 1994) en cuanto a la relación entre cambio en el criterio de contabilización de existencias (FIFO a LIFO) y compensación del CEO. Podría también suponer una evidencia a considerar los estudios de Lambert y Larcker (1987a) y Sloan (1993) que encuentran una asociación positiva entre compensación en efectivo de los CEOs y rendimiento actual en términos de ganancias, presentando más relación la compensación con una medida contable de la ganancia que con el rendimiento de las acciones. Otros efectos examinados son los de cambios en la forma de contabilización de las pensiones y la valoración de los inventarios (Abdel-Khalik *et al.*, 1987), o ante la previsión contractual de la ocurrencia de los costes derivados de grandes reestructuraciones (Dechow *et al.*, 1994). Por el contrario, Healey *et al.* (1987) no encuentran relación entre la compensación del CEO y los cambios en los métodos de valoración de inventarios y de amortización, en tanto que Defeo *et al.* (1989) no hallan evidencia de intervención activa del comité de compensación para operaciones se *swaps* de fondos propios por deuda.

[66] Fundamentalmente en cuanto a los criterios de contabilización. Así, Hagerman y Zmijewski (1979) encuentran evidencia de que factores como la existencia de planes de remuneración de la alta dirección basados en una cuota de las ganancias afectan a la probabilidad de adopción de una determinada política contable.

preferencias de los propietarios y de los directivos en cuanto a métodos de información contables alternativos (Ng, 1978, págs. 913-916 y Verrecchia, 1986, págs. 175-195).

2.2.4.- Fianzas constituidas y otros medios de garantía.

Al igual que hemos argumentado anteriormente acerca del papel de la contabilidad, la dirección puede constituir fianzas ejecutables en favor de la empresa ante comportamientos poco adecuados o lícitos. Sin embargo, es difícil establecer los contratos precisos que las establezcan, al igual que ocurre con la retribución, dados los costes de contratación, de vigilancia y la incertidumbre ante los sucesos que puedan acaecer.

Otros medios de garantía por parte de los gestores pueden ser el compromiso explícito de no divulgar información relevante de la empresa a la competencia una vez extinguido el contrato o de no trabajar con las empresas competidoras hasta pasado un plazo desde su cese. En todo caso, habría que arbitrar los mecanismos adecuados de vigilancia y control.

En una valoración de conjunto de los mecanismos de garantía, Arruñada (1991a, págs. 5-6) comenta que estas actividades representan un papel secundario (caso de la reputación, dado que la contratación de la dirección es no repetitiva) o son poco relevantes (como las fianzas explícitas o las auditorías de los estados financieros).

2.3.- La supervisión por la estructura jerárquica y organizativa empresarial.

En términos generales, el primer y más importante mecanismo de supervisión interna[67] se debe al hecho de la escisión de las fases del proceso decisorio, siendo asignadas a distintos agentes la iniciación y ejecución, por un lado, y la selección y revisión, por otro, o en terminología de Fama y Jensen (1983a, págs. 303-304), las fases de gestión de la decisión, y las de control de la misma. Así, la parte que asume el riesgo es la que lleva a cabo el control de las decisiones, aunque suela delegar la gestión de éstas, generalizándose el uso de este mecanismo a lo largo de todas las relaciones verticales de la estructura organizativa, de modo que las decisiones ejecutadas en un determinado nivel son ratificadas y revisadas por el inmediato superior[68,69] (Fama y Jensen, 1983a, pág. 310). Otros medios que colaboran con la escisión de las fases del proceso desisorio son: (a) la existencia de procesos de control mutuo entre agentes de igual rango de la estructura jerárquica, que permiten aprovechar la información obtenida a bajo coste como subproducto de la interacción laboral y de la competencia entre agentes (Fama y Jensen, 1983a, pág. 310); (b) los órganos de control de las decisiones formados por varias personas, en los que se produce un control colegiado que reduce las posibilidades de un

[67] Se entiende por tal la observación directa o indirecta del esfuerzo o comportamiento del agente durante un período de tiempo.

[68] Esa escisión se suele producir en los distintos niveles de la pirámide jerárquica de la empresa, uniéndose en un mismo nivel tareas de gestión y de control pero sobre conjuntos distintos de decisiones. En esa relación jerárquica se produce el control de los superiores sobre los inferiores en las tareas de motivación y medida de su productividad, siendo posible que el producto marginal de un directivo sea función de los demás directivos que están tanto por encima como por debajo, y que del descubrimiento de su incompetencia o de la falta a su obligación se deriven recompensas (Fama, 1984, pág. 56).

[69] La propia estructura organizativa empresarial, su forma uni o multidivisional, el hecho de ser filial de una extranjera o de ser la matriz de una empresa multinacional (en este caso sería un mecanismo externo de control), actúan como mecanismos de control del comportamiento directivo, temas en los que no ahondaremos en nuestra investigación.

comportamiento aprovechado (sopesado con el coste derivado del hecho de producirse por un colectivo, como analizaremos posteriormente; Arruñada, 1990a, pág. 199).

Relacionado con la propia estructura organizativa de la empresa, o diseño organizativo, dependiendo de cuál sea la estructura de la organización (Jacquemin, 1982, pág. 164), que evoluciona cada vez más hacia formas descentralizadas en las que cada departamento se erige en un centro de beneficio casi autónomo, es susceptible de crear de nuevo en el seno de la gran empresa, especialmente en el caso de la sociedad multinacional, unas condiciones de funcionamiento próximas a las de un mercado competitivo. La estructura de la organización interna vendría a tomar el relevo como instrumento de presión susceptible de asegurar la convergencia de los objetivos entre accionistas y directivos.

Los sistemas internos de control dependen de forma decisiva de la estructura organizativa. Históricamente, parece que en un principio se adopta lo que se denomina como forma U de la estructura organizativa (estructura organizativa unitaria), en la que los controles son muy limitados y externos, realizándose directamente por los accionistas, soportando éstos elevados costes para hacer cumplir a la dirección con los objetivos de aquellos. Posteriormente se evoluciona hacia la forma M (estructura organizativa multidivisional), que supera muchas de las ineficiencias de la anterior, a la vez que permite auditar las líneas de producto individuales y localizar la responsabilidad y los resultados en los individuos, elevándose a la categoría de estándar la existencia de un resultado identificable a la hora de realizar el control, lo que no quiere decir que esté exenta de problemas (Hay y Morris, 1991, págs. 308-311).

En la gran sociedad anónima cotizada en bolsa se suele producir la delegación de la mayor parte de las decisiones, que en otro caso debería de adoptar la propiedad de la empresa a través de la Junta de Accionistas, en el Consejo de Administración[70], reservándose aquella tan sólo la capacidad decisoria en algunas cuestiones de la máxima trascendencia para la vida de la sociedad (como fusiones, elección de los miembros del consejo, emisión de acciones o modificaciones estatutarias). Las razones obedecen fundamentalmente a una asignación óptima por economicidad y eficacia, pues si no se pierde una de las ventajas que incorporan las acciones (no obligatoriedad de implicarse en la gestión diaria de la sociedad), que en otro caso daría lugar a problemas de acción colectiva e ineficacia por incompetencia y falta de interés. El Consejo de Administración supone el último supervisor interno, desempeñando un papel de escrutar la toma de decisión en los niveles más altos de autoridad, ejerciendo el poder formal sobre la dirección que les otorgan los accionistas; si bien, muchos autores discrepan de esta visión (consultar referencias en Mizzruchi, 1983). Aunque, no cabe duda que el consejo desempeña otras misiones[71].

También recaba información de los directivos de un nivel inferior para evaluar las iniciativas de decisión y el resultado de la alta dirección, fijar la retribución por categorías y elegir entre sus iniciativas de decisión. La alta dirección, especialmente la que pertenece al consejo (directivos internos), con el fin de proteger los flujos de información sólo podrá ser despedida con el consentimiento de éste, para evitar represalias de otros directivos (Fama y Jensen, 1983a, pág. 314).

---

[70] Según Williamson (1985, pág. 298) el consejo debe ser considerado, en primer lugar, como una estructura de gobierno que sirve de garantía entre la empresa y los accionistas y secundariamente, como un medio por el cual se garantiza la relación contractual entre la empresa y su dirección.

[71] Así, por ejemplo, Williamson (1988, pág. 580) se refiere a él como un medio por el cual se reduce el coste del capital para proyectos que implican una posibilidad de reorganización (*redeployment*) limitada.

En esta escisión de las fases del proceso decisorio es fundamental, para la eficacia de la misma como mecanismo interno de control, que la alta dirección esté protegida de las consecuencias personales adversas derivadas de aquellos resultados que escapan a su control o de pérdidas a corto plazo en las que pudiera incurrir al acometer inversiones que generarán flujos de tesorería en el futuro (Baysinger y Hooskisson, 1990, pág. 76). En definitiva, el mecanismo de penalización o recompensa no debería actuar ante resultados que están fuera del alcance de la alta dirección, si bien el problema fundamental lo constituye el hecho de poder evaluar insesgadamente cuándo se da esa situación, dada la incertidumbre y la asimetría informativa que caracteriza la decisión en el seno de la empresa.

Así, quizás el máximo exponente de la separación gestión/control de las decisiones se corresponde con la que se produce entre el Consejo de Administración[72] y la Alta Dirección, reservándose el primero la facultad de contratar, despedir y compensar a los directivos (derechos de control), mientras que el segundo desempeña las funciones de gestión de la decisión (Fama y Jensen, 1983b, pág. 332). Una explicación al hecho de que los directivos quieran que el consejo verifique su honestidad puede tener su origen en la comunicación de la naturaleza de la empresa sin riesgo moral, pues ante el problema de la asimetría informativa, contribuiría a mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo (Barnea *et al.*, 1981b, pág. 12).

El consejo de administración (CA) a su vez delega la mayor parte de sus funciones en lo que podríamos denominar la Alta Dirección (AD) de la empresa (que a veces toma la forma de Comité Ejecutivo, CE, encabezado por una figura que se suele denominar como presidente del CE, consejero delegado, asimilandolo a lo que en la terminología anglosajona es el *Chieff Executive Officer*, CEO), reservándose el CA las facultades de ratificar o supervisar las principales iniciativas políticas y contratar, despedir y remunerar a los miembros de la AD[73] (Fama y Jensen, 1983a, pág. 313). En palabras de Mizruchi (1983, pág. 430), podemos decir que la dirección se ocupa del control de la marcha día a día y el CA ejercita su control sobre la política a largo plazo. El problema surge cuando el CEO posee un gran poder de control sobre la CE y el propio CA, lo que podría significar la ausencia de separación entre dirección y control de la decisión. Ese dominio se puede justificar por su mayor capacidad para trabajar con los sistemas de control de decisión (Fama y Jensen, 1983a, págs. 314-315), pero habitualmente los CEO's tienen un papel importante en la determinación de sueldos y otros consumos extras de los miembros de CA, por lo que su independencia es muy cuestionable[74] (Herzel, 1992, pág. 473) y los administradores raramente son efectivos en lograr parar el comportamiento de los directivos no maximizadores del valor, pues los consejeros elegidos a menudo son leales al CEO y suelen carecer de conocimiento suficiente para decidir si una inversión cumple o no con dicho objetivo. Además, la sucesión del CEO no parece ser un ejemplo donde el consejo muestre su poder, dado que parece una prerrogativa del CEO saliente (Shleifer y Vishny, 1986, pág. 8). En definitiva, entre AD/CE y CA se establecen un conjunto de relaciones de poder (y de agencia) que determinan el comportamiento y los resultados de otros grupos contratantes de la empresa (principalmente,

---

[72] Fama (1984, pág. 57) habla del consejo de administración en los siguientes términos "... una institución inducida por el mercado, el último control interno del conjunto de contratos que llamamos empresa, cuyo rol más importante consiste en escrutar a los decisores que estén en lo más alto de la empresa".

[73] Para Hart (1988, pág. 473) si bien la AD es un agente del CA, este último no tiene tal consideración en relación con los accionistas, al menos en su sentido formal, pero mantiene una responsabilidad fiduciaria (en derecho anglosajón), pudiendo ser demandados por deslealtad y deshonestidad, aunque los accionistas no tienen derecho legal a decirle al CA lo que debe hacer.

[74] Algunos medios que se argumentan para solucionar el problema del control entre CA y CEO son los inversores institucionales, la existencia de un CEO independiente, el cambio de la legislación que afecta a los miembros del consejo, reducir el número de miembros de los CA, además de otros mecanismos de remuneración (Herzel, 1992,

accionistas y acreedores) lo que nos puede inducir a formular diversas hipótesis contrastables derivadas de todo lo expuesto anteriormente.

En el plano teórico no se ha alcanzado un acuerdo unánime en torno a la división óptima de funciones, responsabilidades y recompensas entre CA/CE/CEO, lo que además se ve reforzado con que en la actualidad parece que se alzan voces discordantes con el funcionamiento de la relación entre el CEO (o los directivos en general) y el CA. En este sentido, Patton y Baker (1987) realizan un análisis, a la vista de un estudio empírico, de lo que a su juicio son las principales causas del debilitamiento en la gestión de las empresas norteamericanas. Estos autores atacan prácticas como unir en la misma persona los puestos de CEO y de presidente del CA, el hecho de que los CA son muy numerosos, lo que dificulta los acuerdos y el poder escuchar las voces de todos, las preferencias del CEO por colocar a sus amistades en los puestos del consejo o en la dirección de la empresa, la baja participación de los consejeros externos en el capital de las sociedades, la dificultad de atender convenientemente a la empresa si se pertenece a más de un CA o si a la vez que se desempeña el cargo de CEO se pertenece a otros CA, la preponderancia que dentro del grupo de los consejeros "externos" están tomando los CEOs jubilados, los procesos de contratación, sustitución y despido de directivos y del CEO, o los controles de la dirección sobre el comité de compensación. Algunas de estas cuestiones son abordadas a continuación con cierto detalle.

Uno de los aspectos que mayor polémica ha suscitado es la composición más adecuada del Consejo de Administración. Con relación a la composición y el grupo con mayor poder dentro del CA la cuestión fundamental planteada es si éste debe ser dominado por administradores internos (aquellos que a la vez desempeñan puestos de responsabilidad en la dirección de la empresa) o por externos, diferencia que es relevante incluso a efectos de la forma que tienen ambos grupos de evaluar a la dirección[75]. Así, el CA puede estar dominado por agentes que son decisores expertos dada la existencia del mercado de tomas de control que actúa de tribunal externo de último recurso para la protección de los accionistas (propietarios residuales) y que será objeto de análisis posterior. Si se compone de expertos, naturalmente sus miembros más influyentes serán los consejeros internos, dado que poseen información específica de valor sobre las actividades de la sociedad[76]. De igual modo, si el sistema de control interno de la decisión funciona de forma adecuada, los consejeros externos serán nombrados por los internos[77]. Sin embargo el CA no será un mecanismo efectivo para ejercer el control de la decisión a no ser que se limite la discrecionalidad de la AD. Para llevar a cabo esto, y lograr una separación efectiva de la dirección y el control de la decisión de alto nivel, es de esperar que el CA incluya miembros de la AD (Fama y Jensen, 1983a, pág. 314).

La relación entre el CA y los accionistas es una relación de agencia y en la elección del CA se plantea el clásico problema de elección colectiva (que deriva en los comportamientos de *free-rider*),

---

ppág. 473-474).

[75] Baysinger y Hoskisson (1990) justifican cómo, en relación con la evaluación de sus tareas, la relación de los internos con la dirección se realiza según la calidad de sus decisiones más que según los cambios periódicos en los flujos de tesorería (son relaciones abiertas y subjetivas basadas en el control estratégico), en tanto que los externos mantienen relaciones más analíticas (basadas en el control financiero).

[76] Ello no implica total discrecionalidad, dado que los internos son evaluados por los externos y a menudo son candidatos potenciales a la sucesión del CEO (Mace, 1971; en Mizruchi, 1983).

[77] La evidencia empírica recogida por Weisbach (1988) muestra que los consejeros externos suelen ser seleccionados por los directivos y se alían con ellos, que existe un reforzamiento de la capacidad de control del CA cuando lo forman un 60% o más de consejeros externos, así como que a mayor posesión de acciones por los dos ejecutivos de nivel más elevado y por el resto del CA, menor es el número de consejeros externos en la composición del mismo (lo cuál quizás supone evidencia de cómo la posesión de un alfa elevado por parte de los internos es un medio de control -alineamiento de incentivos- alternativo a la existencia de externos en el CA).

siendo común que los consejeros sean propuestos por el CEO, con lo cual la independencia y eficacia del consejo queda totalmente en entredicho.

A pesar de ello, la pertenencia de externos al CA ofrece cierta independencia respecto a la AD porque tienen que cumplir determinadas obligaciones legales con los accionistas y se les podría exigir responsabilidad por daños si fallan ello; además de que pueden desear establecer o mantener una reputación como buenos supervisores y competentes hombres de negocio[78], lo cual no quiere decir que determinadas funciones no las desempeñe mejor un consejero interno, tales como dar información y opinión sobre la marcha diaria de la empresa y facilitar la sucesión del CEO, con la finalidad de ir preparando a su sustituto en el conocimiento de los problemas de la empresa, lo que permite que los externos se puedan formar una opinión más adecuada sobre su capacidad, a la vez que el hecho de ser más de uno se justifica para fomentar la competencia entre ellos.

La existencia del mercado de acciones y del mercado de control empresarial explican algunas de las características especiales de los CA (en la sociedades estadounidenses): (a) los miembros del CA que son directivos (consejeros internos) son por lo general más influyentes que los externos (que no forman parte de la AD de la sociedad) y (2) los consejeros externos suelen ser directivos de otras organizaciones complejas (Fama y Jensen, 1983a, pág. 313).

En lo que sí parece existir consenso es que en la composición del Consejo parece que no es óptimo que esté dominado por el pequeño accionista (no nos referimos al propietario de un porcentaje importante de las acciones), pues éstos no muestran demasiado interés en la marcha de la empresa dada la diversificación de su cartera. Por otro lado, si existe competencia entre los directivos superiores, quizás sean los más indicados para controlar dicho órgano, pero en tal caso podrían iniciar políticas de colusión y expropiación de riqueza de los accionistas con el fin de evitar la competencia interna entre ellos, pero se puede intensificar este proceso si participan directivos externos, que disciplinados por la valoración fuera de sus órganos en su papel de árbitros, estimulen y supervisen la competencia entre la alta dirección de la empresa (Fama, 1984, págs. 56-57). Ese arbitraje se produce en los conflictos entre administradores internos, y entre accionistas y directivos (por ejemplo, en la compensación y contratación de ejecutivos). Los administradores externos tienen incentivos para desarrollar una reputación como expertos en el control de decisiones dado que suelen detentar puestos de AD en otras organizaciones (Fama y Jensen, 1983a, págs. 314-315). Así, su actuación como administradores externos señala en los mercados de directivos (en el mercado directivo externo general y en el mercado interno de la propia organización a la cual pertenecen como directivos) su capacidad de gestión y control de decisiones, señales tanto más creíbles cuanto menor sea su retribución como consejero y mayor la devaluación de su capital humano ante situaciones en las que no actúen adecuadamente en el proceso normal de control (Arruñada, 1990b, pág. 22). Sin embargo, Patton y Baker (1987, pág. 11) critican el hecho de que la pertenencia de los externos a varios CA[79]

---

[78] La evidencia de Hermalin y Weisbach (1988) así parece confirmarlo, pues es más probable que entren a formar parte del CA administradores externos cuando la empresa ofrece un resultado pobre o sale de un sector. El estudio de Brickley y James (1987) muestra que la proporción de consejeros externos es significativamente menor en los CA de los bancos de estados norteamericanos con legislación que establece restricciones a las adquisiciones de dichas organizaciones, sugiriendo que los externos tienen importancia en la evaluación de las propuestas de tomas de control (papel que es anulado por la regulación), a la vez que si el CA está dominado por externos, estos ayudan a controlar el consumo de *perquisites* por parte de la dirección.

[79] En cambio, parece ser que a menor número de puestos de consejeros en otras empresas es más probable la hostilidad ante una oferta de toma de control (Shivdasani, 1993), lo que cabría interpretarse como que velan más por los intereses de sus accionistas y por ello presentan resistencia ante la oferta (para lo cual debería controlarse si la oferta incrementaba o no la riqueza de los accionistas de la sociedad objetivo), si bien podrían exponerse otros argumentos justificativos.

(que comentamos anteriormente que tenía un efecto reputación positivo) puede llevarles a no comprender la gestión de cada negocio suficientemente bien como para llegar a ser realmente efectivos. Consecuentemente, los administradores externos pueden sufrir una desventaja comparativa, en relación con los internos, para discriminar con precisión aquellos rendimientos financieros de la empresa que se deben a una pobre gestión, de los originados por fuerzas que escapan al control de la dirección (Williamson, 1975).

Para una primera aproximación a la evidencia, exponemos a continuación las principales conclusiones del trabajo de Cosh y Hughes (1987) en el que comparaban la composición de los CA en el R.U. y en los EE.UU., estudio que muestra como el porcentaje de internos en el primer país es sustancialmente superior al del segundo (2/3 *vs.* 1/3); la edad suele estar en torno a mediados los 50 y comienzos de los 60 años para internos y externos, respectivamente; en ambos países los internos es menos probable que mantengan puestos de externo en otras sociedades (salvo el CEO en EE.UU.); y los internos llevan más años de pertenencia a la empresa, siendo menor su estabilidad en el empleo. Además, un 40% de los externos son internos de otras empresas industriales en el momento o con anterioridad al estudio (ver los estudios de Herman, 1981, para EE.UU. y Useem, 1984, para el R.U.). El peso del accionariado familiar como consejero externo es superior en USA (9%) no existiendo en UK, y la participación de las entidades financieras en esos puestos es del 16% y 20%, respectivamente. Añadir que la pertenencia no se restringe a un solo consejo, sino que por termino medio pertenecen a otros tres.

El papel importante desempeñado por los consejeros externos viene refrendado por la evidencia empírica. Así, el nombramiento de un administrador externo se une a un rendimiento en exceso positivo y significativo de las acciones de la sociedad, aún cuando la mayoría de los CA previamente estaban dominados por externos, luego "los beneficios esperados del consejo recibido de los externos que se gana con esos nombramientos compensan los costes esperados de atrincheramiento potencial de la dirección y de adopción de decisiones ineficiente" (Rosenstein y Wyatt, 1990, pág. 176) que se produciría si los externos están dominados por el CEO y los internos son más eficientes en el control del mismo, no apareciendo evidencia de preferir que el externo sea independiente (neutral) o pertenezca a un sector económico determinado (financiero o industrial) para ayudar a la dirección. Estos autores no interpretan necesariamente la evidencia como que los consejeros externos sean superiores a los internos, y alternativamente consideran que puede que lo verdaderamente importante no sea la opinión aportada por el externo sino que su incorporación indique un cambio en la estrategia empresarial. Por otra parte, la evidencia de Baysinger y Butler (1985) muestra que las empresas estadounidenses que para el período 1979-1980 incluyeron consejeros externos, obtuvieron en promedio un rendimiento mayor en sus títulos; sin embargo, la dominación externa no garantiza el buen rendimiento del CA ya que aún en el caso de que los externos sean elegidos y cambiados generalmente por la dirección, tienen poco incentivo al esfuerzo (Hirshleifer, 1992b, pág. 181). Para el caso de privatizaciones de empresas, el trabajo de Rosenstein *et al.* (1992) indica que en esas transacciones el aumento en la riqueza del accionista es mayor cuando el consejo tiene mayoría de externos independientes (frente a internos y externos afiliados, en el sentido de vinculados con otras organizaciones).

Una diferenciación complementaria en cuanto a la composición del consejo, superando la dicotomía de consejeros internos/externos, es la que se centra en la relación que guardan los externos con la empresa. Se ha argumentado anteriormente la importancia que su presencia tiene para el buen funcionamiento del Consejo, sin embargo, debemos distinguir dos situaciones: (a) una primera, en la que el consejero externo mantiene relaciones con la empresa (entidad bancaria o de seguro, abogado de la empresa, cliente importante, etc.), y (b) un segundo caso, en el que el administrador externo es

totalmente independiente de la empresa a cuyo consejo pertenece. La anterior distinción es de importancia pues el incentivo de supervisión y disciplina de la dirección puede ser diferente para ambos grupos. Así, en un estudio realizado por Byrd y Hickman (1992) se encuentra que el cambio de cotización de la empresa oferente de OPA es significativamente mayor cuando al menos la mitad de los puestos del consejo los ocupan consejeros externos independientes, presentado dichas empresas otras características remarcables (proporcionalmente buscan objetivos en sociedades de menor tamaño y ofrecen una prima menor). Además, los resultados muestran que la relación rendimiento/proporción de externos independientes no es lineal, no habiendo evidencia de supervisión para valores inferiores al 35%, una relación positiva entre el 40-65% y negativa cuando la proporción supera el 65%, lo cual es consistente con que todas las categorías de administradores con una composición determinada reportan beneficios al funcionamiento del órgano. Con respecto a las operaciones de MBO, Lee *et al.* (1992) muestran cómo en dichas transacciones los accionistas obtienen mayores ganancias cuando los CA están dominados por administradores externos independientes, encontrándose una relación similar -aunque algo más débil- para los segmentos de negocio.

La adopción de píldoras venenosas (*poison pills*) y su repercusión sobre el valor también se ha analizado atendiendo a la composición del CA, y así el estudio de Brickley *et al.* (1992) expone como aquellos consejos con mayoría de externos independientes obtienen un rendimiento anormal positivo y significativo en la fecha de adopción del acuerdo, siendo el rendimiento en caso contrario negativo y también significativo; en tanto que si atendemos a la simple clasificación de internos/externos, no existen diferencias reseñables en la respuesta del precio a la adopción de píldoras venenosas por empresas dominadas por externos frente a aquellas dominadas por internos. Por otra parte, Hermalin y Weisbach (1991) no encuentran relación entre composición del consejo y el resultado, exponiendo varias explicaciones para justificar su hallazgo.

No sólo la composición, sino que incluso el número total de consejeros que forman el órgano puede afectar al rendimiento empresarial, mostrando el estudio de Murphy (1992) que en el caso de fusiones bancarias, los CA de mayor tamaño se asocian con menores rendimientos para los accionistas.

Como medio de evaluar la supervisión del CA sobre el Comité Ejecutivo podemos realizar un análisis directo del cese del equipo directivo y sus repercusiones sobre el valor[80], lo que no descarta su análisis indirecto a través de las modificaciones en la estrategia y el resultado[81] o el control por el tipo de propiedad[82]. Como recoge Hart (1988, pág. 470), el problema de la relación resultado-cese, desde la perspectiva del modelo de un pricipal (propietario) y un agente (directivo), si el propietario está preocupado por la incompetencia directiva, redactará un contrato que diga que el directivo puede ser despedido si su *performance* no satisface un criterio cierto; y si es difícil la especificación del criterio

---

[80] Una de las relaciones más extensamente analizada (junto con la relación *pay-performance*), tanto en la vertiente teórica en la como práctica, ha sido la existente entre resultado empresarial (*performance*) y cese del CEO o de otras posiciones de la AD, presentando la evidencia estudios a favor y en contra (ver las referencias del trabajo de Puffer y Weintrop, 1991, pág. 1). No olvidemos que cuando abordamos los mecanismos contractuales hacíamos mención expresa a la posibilidad de cese (sustitución), y su relación con el resultado obtenido (evaluación), como un aspecto más de la relación contractual.

[81] Por ejemplo, en un estudio de Finkelstein y Hambrick (1990) se encuentra que el tiempo que permanece un equipo directivo en la empresa tiene un efecto significativo en la estrategia y el resultado, de forma que equipos que se han mantenido durante largos períodos presentan estrategias más estables en el tiempo, que se ajustan a las tendencias centrales del sector y muestran un resultado próximo a la media del mismo.

[82] James y Soref (1981) sólo encontraron que un número muy reducido de los CEOs de las 300 mayores empresas industriales de EE.UU. en 1965 fueron objeto de cese, sin que hubiera diferencias entre la forma de control de las mismas (dirección/propiedad).

preciso bajo el cual la dirección abandonaría, entonces el propietario retendrá el derecho a cesar al directivo en cualquier momento (de su relación contractual); si bien, ambas soluciones son esencialmente imposibles en el marco de una sociedad de propiedad ampliamente difusa, pues la primera solución presenta el problema de quién se encargará de buscar una nueva dirección, ¿quizás todos los accionistas en su conjunto?, en tanto que la segunda adolece de rigidez (si se requiere un acuerdo de una gran fracción de la propiedad para acordar el cese) o de anarquía (si el porcentaje requerido es pequeño).

En el plano empírico, en primer lugar merece la pena destacar el trabajo de Salancik y Pfeffer (1980) en el que se revisan las teorías que permiten justificar los cambios en la dirección, mostrando su estudio que éstos se relacionan negativamente con los márgenes de beneficios (para el caso de empresas controladas por un grupo de externos), no siendo la proporción de internos en el CA significativa para explicar el cese. En otros trabajos parece que los cambios en la alta dirección vienen en parte motivados por los malos resultados alcanzados por sus empresas, encontrándose evidencia de una relación negativa significativa entre cotización y probabilidad de cambio en la dirección[83] (Coughan y Schmidt, 1985), siendo más fuerte si el CA está dominado por consejeros externos (Weisbach, 1988), y viéndose reforzada por la actuación de control de grandes accionistas y otros directivos (Warner *et al.*, 1988) y por los acreedores (Gilson, 1989).

Weisbach (1988) nos muestra cómo los CA con mayor número de directivos externos están más dispuestos a despedir ante los malos resultados de la compañía, así como que el precio de las acciones en promedio aumenta de forma significativa ante un anuncio de dimisiones del CEO (encontrando Beatty y Zajac, 1987; y Warner *et al.*, 1988 evidencia contraria), lo cual se puede deber a un doble efecto: (a) por un lado, a que suponga la diseminación de una buena noticia en el mercado, bien por el hecho de marcharse un mal directivo, o porque se demuestra que el CA se preocupa de supervisar el resultado de la gestión de la AD, y (b) por otro lado, a una mala noticia, pues pone de manifiesto que la empresa y el directivo no están actuando todo lo bien que sería de desear (Hirshleifer, 1992a, pág. 178). Además, el modelo de Hirshleifer y Thakor (1994) predice un aumento del precio de las acciones si se produce un despido cuando la información pública del rendimiento del directivo es adversa, y aún una reacción positiva mayor cuanto mayor es la probabilidad *ex ante* de que el CA sea poco estricto en su vigilancia, en tanto que esa reacción más positiva la asocian Bonnier y Bruner (1989) y Weisbach (1988) al hecho de que la información *a priori* fuera pobre.

El estudio de Hermalin y Weisbach (1988) confirma que cuando las empresas obtienen malos resultados suelen cesar a los administradores internos, lo cual se puede deber a que aquellos fueron los responsables de los resultados y a añadir nuevos externos para tener candidatos ante el cese del CEO; o bien, que el pobre resultado fue origen de un mayor problema de agencia y se incorporen externos para supervisar mejor al CEO. Sin embargo, con esta explicación queda por resolver por qué no se reemplazan los consejeros externos que existían al haber fallado en su vigilancia de los internos. Además la destitución del CEO es más probable que se produzca en consejos dominados por externos independientes que por internos, estando asociada la destitución con un rendimiento anormal positivo (Weisbach, 1988).

Morck *et al.* (1989) muestran como el CA despide al directivo si su rendimiento es malo con relación al sector, pero no si el sector en su conjunto padece problemas. Los cambios provocados por fuerzas externas (toma de control hostil) parece que actúan más sobre sectores que en su conjunto no

---

[83] Esta relación puede padecer el problema de estimación conjunta de dos hipótesis: (1) la información sobre la calidad de la gerencia se incorpora a los indicadores del resultado empresarial y (2) la gerencia es evaluada a través

marchan bien, con lo cual la justificación del cambio de la AD puede provenir del hecho de que el agravamiento del conflicto accionistas-directivos se deba a circunstancias especiales del sector, y en particular a disponer de tesorería discrecional procedente de modificaciones estructurales del mercado o a la resistencia de los equipos del sector en su conjunto a tomar decisiones de concentración productiva (Arruñada, 1990b, pág. 61).

Por su parte, Puffer y Weintrop (1991) hallan una relación negativa entre el resultado empresarial y el cese del CEO, que crecerá más cuanto la cantidad del resultado refleje las expectativas del CA sobre el mismo (medida por una *proxy*: las expectativas de los analistas financieros), frente a otras variables como el rendimiento acumulado de las acciones en el ejercicio.

La posibilidad de que el directivo en el último año de su pertenencia a la empresa pudiera presentar con mayor probabilidad un comportamiento oportunista, aunque otros mecanismos distintos del despido pueden permitir un mejor control de los costes de agencia en este caso, se revisa en Butler y Newman (1989). Además, es importante establecer la separación entre aquellos directivos que continuarán en el mercado de trabajo y los que llegan a la edad de jubilación, pues los primeros pueden ser penalizados por las futuras empresas que les contraten (el proceso de *ex post settling up* de Fama, 1980). La evidencia de estos autores no soporta la hipótesis de un mayor comportamiento oportunista cuando se controlan variables como la disminución posible en gastos de I+D o de capital, o el aumento en la producción.

Por último, comentar que para algunos autores (Fizel y Louie, 1990) la destitución o el mantenimiento del CEO son un mejor indicador del sistema de incentivo/recompensa mostrado que la propia compensación, al menos si se parte de una premisa de interdependencia de los mercados de trabajo interno y externo de CEOs. Dichos autores no encuentran una ligazón entre variables de resultado de la empresa y recompensa del CEO (entendida en los términos expuestos anteriormente)[84].

Frente al cese, otro aspecto analizado ha sido la reacción del mercado ante la muerte del CEO. En este sentido, Slovin y Sushka (1993) encuentran que cuando muere un propietario de un bloque de acciones que era el CEO se produce una reacción positiva en el precio de mercado de los títulos, lo que aporta evidencia al sostenimiento de la hipótesis de atrincheramiento directivo (pudiera ser tanto por el hecho de ser el CEO, como por ser propietario de un bloque), en tanto que el estudio de Johnson *et al.* (1985) encontró que la muerte del CEO no tenía efecto significativo sobre el valor. (Ver también el trabajo de Lambert y Larcker, 1985).

El análisis realizado se puede completar con las repercusiones que se producen en el valor como consecuencia del nombramiento de un nuevo cargo directivo. Así, el nombramiento de las primeras posiciones de la AD parece que supone un incremento positivo significativo de la cotización de las acciones de la empresa (Weisbach, 1988; encontrando Warner *et al.*, 1988, evidencia escasa), mayor en el caso de administradores internos que de externos (Furtado y Rozeff, 1987). También existe un leve rendimiento positivo anormal significativo al sustituir al máximo ejecutivo (Weisbach, 1988; no significativo en Warner *et al.*, 1988).

---

de dichos indicadores (Arruñada, 1990b, pág. 60).

[84] Un análisis pormenorizado de la evidencia existente sobre los factores determinantes, consecuencias y efectos sobre el rendimiento de las acciones tras un cambio de la dirección se recoge en Furtado y Karan (1990).

2.4.- La supervisión por votación disputada en Junta de Accionistas.

Junto a la división de poderes entre CA, CE y CEO, las decisiones más trascendentales para la vida de la sociedad anónima (o al menos algunas de ellas) siguen recayendo en la Junta de Accionistas de la sociedad, máximo órgano de expresión de la soberanía de los propietarios de la empresa. Por ello, un último recurso al que puede recurrir el accionariado descontento es luchar en la junta de accionistas porque salgan hacia delante sus propuestas (en último extremo destituir a los consejeros o al CA en su conjunto que a juicio de los disidentes es inoperante) y/o bloquear las que se les presentan. Este mecanismo se articula mediante el empleo del derecho de voto (con los requisitos legales establecidos), tanto propio como aquel que se pueda obtener por poderes de delegación o representación, con lo que el mecanismo de supervisión se concreta en una lucha por los votos (*proxy fight* en la terminología anglosajona), entre administradores y accionistas descontentos. Según Manne (1965) este mecanismo reúne las características de ser el más dramático, caro e incierto en cuanto al resultado y el menos utilizado de los mecanismos de control (en comparación con la fusión y la OPA). La lucha es más probable que se produzca cuando la propiedad de la empresa está ampliamente distribuida, no existiendo grandes accionistas en la estructura de su propiedd, pues si no la posibilidad de acuerdo es mayor.

Diferentes hipótesis pueden justificar la presentación de una lucha en Junta de Accionistas: (1) el hecho de que la dirección ocupante sea ineficiente, (2) porque la empresa distribuya dividendos inferiores a los de su sector, (3) a causa de unas ganancias inferiores a las de empresas similares de su sector, o (4) por tener un nivel de riesgo inferior (consultar Hancock y Mougué, 1991, para una justificación y las referencias allí citadas).

Pound (1988a, pág. 238) sugiere y contrasta, con resultado positivo para una muestra de 100 cambios de control entre 1981 y 1985, tres razones principales por las que este mecanismo es menos preferido con la finalidad de imponer un cambio en el control empresarial: (1) la ineficiencia en la legislación que regula cómo los directivos y disidentes solicitan el voto de los accionistas, partiendo los administradores ocupantes de una situación ventajosa[85]; (2) el hecho de que algunos inversores institucionales muestran conflictos de intereses en el empleo de este mecanismo que no se producirían en el caso de una OPA, votando en el mismo sentido que la dirección de la empresa aún en contra de sus intereses fiduciarios; y (3) el escaso compromiso de recursos implicados en la operación de lucha por parte de los disidentes en comparación con el empleo de una OPA, por lo que los otros accionistas externos les miran con reticencia; presentando también este método además el problema de que el iniciador del proceso tiene que compartir las ganancias con los demás que le apoyan en la votación (salvo por el beneficio de poder lograr él mismo un puesto de representación en el CA).

Sin embargo, la votación disputada, frente a la OPA, es más eficiente para introducir un cambio en la dirección en los siguientes casos: (1) cuando el disidente anticipa que una oferta directa de adquisición será muy difícil o imposible de realizar dadas las iniciativas defensivas emprendidas por la empresa o (2) cuando el objetivo perseguido por el disidente no es obtener el control total de la empresa sino ir en contra de una iniciativa particular o ganar representación minoritaria en el Consejo de Administración para ejercer un papel de supervisor (Pound, 1988a, pág. 244).

El efecto que tendría el anuncio de una votación disputada sobre el valor de la acción en el mercado sería un aumento, reflejando el mayor valor del derecho a voto (derecho sobre el control) y la

---

[85] Las modificaciones en la legislación que regula los procedimientos de obtención de voto en los EE.UU. han tenido un efecto nulo sobre el número pugnas en Junta de Accionista o la participación de accionistas en las mismas, aunque sí que han encarecido el proceso electoral (Easterbrook y Fischel, 1983, ppág. 419-426).

actualización del valor de la ganancia potencial que se obtendría si quien presenta la lucha por el poder puede gestionar mejor la empresa (Manne, 1965, págs. 114-115).

La evidencia empírica sugiere que los accionistas mejoran su posición cuando una pugna por el poder trae consigo un cambio de la dirección (Ikemberry y Lakonishock, 1991), encontrando Dodd y Warner (1983) rendimientos anormales positivos hasta la fecha del anuncio (lo que es contrario al argumento de Manne según el cual se identifica la dirección ineficiente por una caída o depresión previa en el precio de las acciones, salvo que el rendimiento positivo se deba a un efecto información), aún cuando los disidentes sólo obtuvieron una representación mayoritaria en el CA en la quinta parte de los casos, apuntándose que el propio desafío (Sharpe, 1981, pág. 328), aún cuando no se produzcan cambios en el consejo, puede llevar a que los consejeros ocupantes cambien sus políticas (hipótesis "*kick in the pants*" de Bradley *et al.*, 1983), al igual que ocurre ante un intento de OPA (aún cuando ésta finalmente no tenga éxito)[86]. Ese rendimiento anormal positivo no es compensado por la escasa pérdida que se produce en caso de que no obtuvieran ningún puesto en el CA[87]. En el estudio de De Angelo y De Angelo (1989), para una muestra de votaciones disputadas entre 1978 y 1985, tras producirse este hecho siguieron dimisiones de ejecutivos, aún cuando los disidentes no lograban una mayoría en el CA, y además se produjeron con posterioridad frecuentes operaciones de absorciones y liquidaciones[88], de forma que menos del 20% de las empresas siguen independientes bajo la misma dirección (lo que muestra una evidencia de grandes cambios en la política empresarial tras la lucha por el control). Además, el éxito de los disidentes en su propósito es función inversa del número de accionistas y de la propiedad institucional de las acciones (Pound, 1988a).

Dood y Warner (1983) contrastan la hipótesis sugerida por Manne (1962) de que parte del aumento de valor de la acción en una lucha por el control en la Junta de Accionistas proviene de un aumento del valor del derecho de voto, dada la mayor demanda que se produce de los mismos tanto por ocupantes como por disidentes, y así parecen confirmarlo parcialmente los resultados, ya que tras la fecha de registro de los apoderamientos se generan rendimientos negativos, lo que implica que habrá otros factores influyentes.

Las empresas cuyos directivos llegan a ser objeto de una votación disputada por el nombramiento de consejeros experimentan una tasa de rendimiento contable por debajo de la del mercado, al menos tres años antes de la votación (luego parece que se disciplina a las empresas de resultados pobres). El rendimiento de las acciones más bien supera a la rentabilidad del mercado en el período que va desde seis meses antes de la votación hasta la fecha de la misma, lo que parece reflejar las expectativas del mercado de que se produzca un cambio en el equipo directivo o en sus políticas (De Angelo y De Angelo, 1992, pág. 226). Además, los estudios muestran que el aumento de valor tras el anuncio de votación disputada se debe en parte a que con posterioridad los disidentes van a proceder a la venta o liquidación de la empresa objetivo (de lo que ofrece evidencia Pound, 1980), con lo que este mecanismo parece ser un paso previo cuando las defensas adoptadas contra las tomas de control por

---

[86] Podría también argumentarse que ante una lucha sin éxito (no se logra la mayoría de los asientos en el CA) no se esperarán cambios en las decisiones adoptadas por la dirección, y dado que los ocupantes han empleado recursos internos para defender su posición, sería de esperar una reacción negativa en el precio de las acciones, al igual que si se interpreta el fallo de la operación de control como una capacidad que tendrá la dirección ocupante para aislarse en el futuro de la disciplina de la Junta de Accionistas (Dood y Warner, 1983, pág. 407).

[87] Ese descenso es interpretado por Manne (1962) como una bajada en el valor de mercado del derecho a voto, y por tanto en el valor de los títulos que lo incorporan, una vez que se conoce el desenlace de la lucha por el control.

[88] También encuentra un rendimiento anormal positivo hasta la fecha del anuncio, que es independiente del resultado de la disputa (sólo triunfan un tercio), y un rendimiento negativo al conocerse el resultado de la disputa si no logran ningún puesto.

los directivos o la severidad de la legislación (estatal) hacen que el mecanismo de la OPA sea prohibitivamente caro.

Autores como DeAngelo (1988) y Mukherjee y Varela (1993) indican que las variables contables son mejores indicadores que las variables financieras para medir el rendimiento de la empresa objeto de disputa en Junta de Accionistas. Con un enfoque basado en variables financieras, Hancock y Mougoué (1991) hallan que las variables PER (*Price-Earning Ratio)*, tasa de distribución de beneficios y rentabilidad de los fondos propios (ROE, *Return over Equity)* son importantes en la determinación de la probabilidad de presentación de lucha por el control a través de la recogida de votos, descendiendo significativamente el PER y la tasa de distribución de beneficios cuando la lucha es ganada por los disidentes. Además, encuentran que esta última variable, junto con la rentabilidad económica (ROA, *Return over Assets) y* el rendimiento medio en exceso sobre el mercado, son factores que afectan significativamente al resultado de la lucha[89].

Los mecanismos de supervisión interna se encuentran con una serie de problemas tanto más importantes cuanto mayor es la especialización de funciones (propiedad-gestión) en la sociedad (Arruñada, 1991b, pág. 2): (1) no existen incentivos para que el accionista se preocupe de la supervisión directa, ya que cada accionista sólo percibe una parte mínima de los beneficios alcanzados; y además, si lo hiciese se pierden las ventajas de la especialización de funciones; (2) la interposición del Consejo de Administración como representante de la propiedad tiene los problemas de toda representación y su voluntad tiende a ser "capturada" por la alta dirección; y (3) las demandas judiciales interpuestas por la propiedad contra la dirección sufren de los problemas de "acción colectiva", siendo a veces ineficientes y de elevado coste.

2.5.- La estructura de propiedad.

Demsetz (1983) reconoce que el accionista de una gran sociedad anónima, como consecuencia de una propiedad ampliamente distribuida, soporta una pérdida de control sobre los recursos empresariales, de tal manera que por sí sólo no puede ejercer un poder real de supervisión del rendimiento directivo. Ante esta situación, la dirección gozará de más libertad en el uso de los recursos que si la sociedad fuera gestionada por los propietarios o que al menos existiera mayor concentración de la propiedad. Berle y Means (1932) entienden que dada la no coincidencia de intereses entre los accionistas y la dirección, unido a la existencia de una estructura de propiedad ampliamente dispersa, provoca que el conflicto (entre accionistas y dirección) se resuelva a favor de esta última, lo cual supone para estos autores un serio deterioro de la función social de la propiedad privada (Demsetz, 1983, pág. 375).

La especialización de la propiedad lleva aparejada dos fuerzas opuestas (Demsetz, 1983, pág. 382): por un lado, la reducción de los consumos en el trabajo (*on-the-job consumption*) por debajo de los niveles que se producirían si los propietarios fuesen también directivos; por otro, aumenta los costes de supervisión asociados con las estructuras organizativas. Para Demsetz la especialización de la actividad empresarial en un conjunto de derechos que identificamos como propiedad de la empresa y otro de control directivo, seguramente eleva el nivel de utilidad que pueden alcanzar tanto los inversores en acciones como los poseedores de destrezas directivas a la venta, pudiéndose cambiar

---

[89] Con un corte basado en diecisiete variables no financieras, Schrager (1986) analiza tan sólo las variables financieras de los paquetes de acciones de más de un 5% y los que pertenecen a inversores institucionales como influyentes significativamente en el resultado de la lucha (citado en Hancock y Mougoué, 1991, pág. 548).

propiedad por control y eligiendo cualquier persona la combinación que más le convenga dadas sus restricciones presupuestarias.

La estructura de propiedad que emerge es un resultado endógeno de la selección competitiva en la que se contraponen varias ventajas y desventajas en términos de costes para llegar a la organización de equilibrio de la empresa (Demsetz, 1983, pág. 384). La estructura de propiedad óptima, en términos de lograr alcanzar el valor máximo de los activos de la empresa depende de: la tecnología de las tareas requeridas por la fuerza de trabajo, la escala de operaciones deseada y la capacidad directiva de los potenciales propietarios de la empresa. La difusión de la propiedad no implica una disminución del valor de la empresa (pág. 386) y se reconoce la actuación de mecanismos internos y externos de control (mercado de tomas de control, mercado de valores y mercado de trabajo directivo) que operan como restricción al comportamiento libre de la dirección.

Los estudios que se han realizado sobre la concentración de la propiedad subestiman el grado de representación de la propiedad, puesto que suelen ignorar el hecho de que los ejecutivos empresariales, aún cuando no están entre los mayores accionistas, perciben ingresos que se correlacionan con el rendimiento de la acción[90] (Demsetz, 1983, pág. 388).

Hasta ahora hemos comentado, y tendremos ocasión de desarrollar posteriormente, cómo el porcentaje de acciones poseído por los gestores (dirección y consejo) y la concentración en unas pocas manos de un determinado número de acciones (siendo evidentemente muy relevante si incluyen o no a la dirección), ayudan a remediar o agravar los problemas y ventajas derivados de la separación entre propiedad y gestión en la empresa moderna. Sin embargo, junto a los factores expuestos anteriormente y que recoge Demsetz (1983), también son determinantes importantes de la estructura de propiedad[91]: (a) la existencia o no de acciones de voto múltiple y/o sin voto (y las repercusiones de las operaciones de recapitalización de doble clase sobre la relación por cociente del número de acciones y el número de votos); (b) la participación y concentración de los inversores institucionales (o incluso de las empresas reguladas) en el capital de la sociedad; (c) los propietarios de grandes participaciones accionariales (bloques) que por sí solos o aliados con otros accionistas pueden contribuir a las tareas directivas, aún cuando en principio no tuvieran vocación para ello, directa o indirectamente a través de la influencia que supone su poder de voto; (d) la identidad particular de los propietarios de un volumen importante de acciones[92]; (e) las relaciones cruzadas de los directivos y accionistas significativos con la propiedad y pertenencia a la dirección y al consejo de administración de otras sociedades; o (f) el sector empresarial en el cual la empresa desarrolla su actividad[93].

A modo de síntesis, podríamos decir que la estructura de propiedad o estructura de propiedad y control, concepto que amplia y supera el ya tópico de "estructura de capital" de las finanzas

---

[90] En su estudio empírico encuentra que, salvo para las mayores empresas, la posesión de acciones por los miembros del consejo de administración y la dirección supone un porcentaje que va del 13'5% al 32'5%.

[91] Por ejemplo, Cosh y Hughes (1987) apuntan que el análisis de la propiedad se debe extender a tres extremos: identidad del propietario, tamaño del paquete accionarial e interdependencia (vinculación con otras empresas a través del consejo de administración por relaciones comerciales, financieras, etc.).

[92] Quizás pudiera ser relevante su reputación o sus especiales habilidades como gestor empresarial, o como supervisor de la actuación directiva; ser un propietario societario o individual; su vinculación a través de otras actividades al sector económico en el que toma participación; el hecho de ser una empresa de un sector regulado (como el financiero, el eléctrico o el sector público); su experencia previa en operaciones de toma de control, entre otras.

[93] Algunos estudios de la estructura de propiedad sectorial son los de Brickley y Dark (1987) para las empresas de franquicia, Masulis (1987) para el sector del ahorro (*thrift*) y Smith (1986, 1988) para el sector del seguro (citados en Brickley *et al.*, 1988, pág. 285).

empresariales dentro de la moderna teoría financiera y del enfoque de la teoría positiva de la agencia, hace referencia a variables como: (a) división de la financiación empresarial en títulos con y sin voto; (b) división en títulos que dan derecho a una renta fija, a la renta residual o a cualquier otro híbrido de estas; (c) participación de la AD, del CA y de los grandes accionistas en (a) y en (b), tanto en valor como en porcentaje; (d) grado de concentración de la propiedad de los títulos según las clasificaciones (a) y (b); y (e) identidad de los grandes accionistas y de los partícipes en la AD y CA (externos/internos, con algún tipo de relación económica, con vinculación a otras empresas, etc.).

2.5.1.- Concentración de la propiedad.

Resulta obligado comenzar el análisis de la concentración de la propiedad refiriéndonos al trabajo de Demsetz y Lehn (1985) en el que exponen cómo la principal desventaja de una amplia difusión de la propiedad es el mayor incentivo de la dirección a eludir su deber (*shirking*), de forma que a mayor concentración de la propiedad mayor es el grado en que los beneficios y costes de tal comportamiento los experimenta el propietario. Para estos autores, las decisiones que conducen a alterar la estructura de propiedad empresarial de concentrada a difusa son unas decisiones adoptadas con conocimiento de sus consecuencias en cuanto a pérdida de control sobre la dirección profesional (lo que se vería compensado con los menores costes de adquisición del capital u otros beneficios). En su estudio establecen y justifican cuáles son los determinantes de la estructura de propiedad que consideran básicos, muchos de ellos no hacen referencia sino a otros mecanismos de control (Demsetz y Lehn, 1985, pp 1158-1162):

1) El tamaño necesario para maximizar el valor (que depende del sector), de forma que cuanto mayor es el tamaño competitivamente viable mayores son los recursos financieros de la empresa, y en general mayor será el valor de mercado de una fracción de la propiedad, lo que permitirá que la concentración sea menor. A ello debemos unir que parece que, a mayor tamaño menor es la cuota de propiedad necesaria para ejercer un grado determinado de control, lo cuál además se ve acentuado por la normal aversión al riesgo del inversor, esperándose que un mayor tamaño implique un coste global inferior derivado de la estructura de propiedad difusa.

2) El control potencial, definido como la ganancia de riqueza que se puede obtener por medio de una supervisión más efectiva del resultado directivo. En caso de un comportamiento eficiente de los mecanismos de control externo esta variable no sería relevante, pero asumiendo que la acción de estos mercados es costosa, sí serían relevantes. Otro factor que afecta al control potencial es la incertidumbre específica a las empresas, de forma que en aquellas que actúen con características estables (de precio, tecnología, mercado) resultarán más fácil poder ser supervisadas a menor coste, y por ello mantendrán una estructura más dispersa. Por último, también se ve afectado por la inestabilidad del entorno, que demandará una propiedad más concentrada.

3) La regulación es el tercer elemento considerado, que actúa ofreciendo una supervisión y disciplina subsidiada para las empresas reguladas y reduciendo el control potencial al disminuir las opciones disponibles para los propietarios, por lo que a mayor grado de regulación, menor concentración de la propiedad, pero a la vez hay que considerar la mayor propensión al consumo de extras por parte de la dirección de empresas reguladas, lo que actuaría en sentido contrario.

4) El atractivo potencial del producto de una empresa es el último elemento considerado, valorándose que el consumo de extras será superior en empresas operando en sectores cuyo producto sea más apetecible para un consumo por parte de la dirección, considerando los casos particulares de

los clubes deportivos y de las empresas de medios de comunicación, que requerirán una mayor concentración de la propiedad.

Los resultados a los que llegan Demsetz y Lenh (1985) apuntan una relación positiva entre concentración de la propiedad e inestabilidad, atractivo del producto y clima regulatorio, en tanto que negativa para el tamaño y con las empresas reguladas (empresas de servicios públicos). Además no encuentran una relación entre el beneficio de la empresa y las variables que miden la concentración de la propiedad. Por el contrario, Gedajlovic (1993) realiza un estudio comparando los niveles de concentración de la propiedad de empresas de EE.UU. y Canadá, así como el origen de los propietarios en estas últimas y la influencia de la estructura de propiedad sobre el resultado (*performance*) de las organizaciones, encontrando que existe una relación positiva entre concentración y resultado, pero las estructuras más concentradas pertenecen a empresas gubernamentales o a filiales de extranjeras, por lo que podría ser otra la causa de la relación positiva.

Bethel y Leibeskind (1991) (citado en Hirshleifer, 1992a, pág. 182) hallan que el incremento en la concentración de la propiedad está asociado con un aumento en el precio de las acciones en el período 1981-1987, en tanto que la reacción del precio de las acciones al anuncio de nuevas inversiones de la empresa (por parte de los partícipes ya existentes) es menos favorable cuando la propiedad de la empresa es difusa. Por su parte, el trabajo de Wruck (1989) muestra un rendimiento anormal promedio positivo con el anuncio de venta privada de paquetes de acciones (correlacionado positivamente con el aumento de la concentración de la propiedad) frente a la reacción negativa que experimentan normalmente las emisiones públicas de acciones.

Existe diversa evidencia de la relación entre concentración de la propiedad y la diversificación empresarial. Así, Amihud y Lev (1981) encuentran una asociación entre la diversificación a través de operaciones de control y la baja concentración y ausencia de un único accionista mayoritario. En este mismo sentido, Bethel y Leibeskind (1991) examinan cómo incrementos en la concentración se asocian con una reducción de la diversificación empresarial, en tanto que Lloyd *et al.* (1987) encuentran que a menor control de la propiedad se produce un mayor número de fusiones y es más probable que éstas sean de diversificación. Asimismo, las empresas que más diversifican presentan una estructura de propiedad en la que la concentración de grandes accionistas es inferior al 10%, siendo menor la diversificación si el grupo de control es un individuo que si es una familia, demostrándose el mismo patrón si sólo se analizan aquellos casos en los que una institución financiera ejerce el control (Lloyd *et al.*, 1987).

Como expone Arruñada (1990b, pág. 64, nota al pie 46, véanse las referencias), para evaluar la concentración de la propiedad y sus efectos sobre el valor podemos emplear la evidencia indirecta de la repercusión sobre el valor de determinadas operaciones que modifican el grado de concentración. Así, la mayor concentración en la propiedad se puede defender como fuente de los incrementos de riqueza que se observan tras OPAs, salidas del mercado bursátil o toma de posiciones significativas, así como por los descensos que acarrea la venta dispersa de acciones y la recompra de paquetes específicos.

2.5.2.- Propietarios de grandes participaciones accionariales o bloques.

La existencia de un/os grandes accionistas también puede condicionar la estructura de propiedad, con independencia de que no se produzcan transferencias de la participación accionarial, por el hecho de que tienen más capital comprometido (con el inconveniente de la diversificación) y por ello se sienten más motivados, además de las ventajas que pueden obtener con el control, todo lo cual les

lleva a supervisar más de cerca a la dirección (Demsetz, 1983; Shleifer y Vishny, 1986). Para un estudio comparativo de EEUU y el RU Cosh y Hughes (1987, págs. 298-302) encuentran que la mediana de la propiedad del mayor accionista es del 5'1% y 3'7%, respectivamente; y de los cinco mayores es del 15% y 10%, poseyendo en ambas muestras los miembros del consejo de administración menos del 1%, estructuras y concentraciones que pueden suponer evidencia a favor de la supervisión.

A veces se critica a este medio de control de la discrecionalidad el hecho de que quizás los propietarios de bloques no se vinculen a tareas ni de supervisión ni de dirección. Sin embargo, Holderness y Shehann (1988) recogen evidencia en contra de este argumento, pues los grandes accionistas se implican en las labores de gestión, asumiendo en muchos casos cargos directivos (lo que puede también interpretarse como un desincentivo a ejercer una gestión económica a favor de todos los accionistas, dado el conflicto de intereses que surge al acceder a la dirección).

Quizás la mayor polémica se centre en el análisis de cómo las transacciones de grandes participaciones accionariales (bloques) suponen como una forma de modificación de la propiedad en la que accionistas activos, sólos o en coalición con otros grupos, compran el control de una empresa y nombran y destituyen a la dirección con el fin de lograr una mejor utilización de los recursos (Jensen y Ruback, 1986, pág. 3), frente a otro tipo de transacciones en las que participan accionistas pasivos (como sería el caso de fusiones, OPAs, luchas en juntas de accionistas o privatizaciones).

Un factor primario de información en estas transacciones lo constituye el precio al cual se produce la transferencia de la propiedad de un conjunto de accionistas al comprador de la gran participación, en cuyo caso modifica también la concentración; o de un propietario de bloque a otro, cambiando sólo la identidad de la persona. En la literatura financiera se han sugerido tradicionalmente tres explicaciones de los cambios en el precio asociados con este tipo de transacciones: (a) los costes de liquidez, (b) las curvas de demanda inelásticas y (c) los efectos información (Holthausen *et al.* 1987, págs. 239-240). Por otra parte, desde la perspectiva del control (que en cierta medida entronca con el efecto información) se han argumentado tres resultados posibles en cuanto al precio al que se producirá la transferencia, que enlazan con interpretaciones diferentes con relación al reparto de costes/beneficios de control entre los agentes implicados en el intercambio (Barclay y Holderness, 1989, pág. 372): (a) al precio de intercambio (el que ha prevalecido en el mismo momento para otras operaciones de menor volumen), lo que implica que todos los accionistas reciben los beneficios empresariales en proporción a su participación en la propiedad; (b) con un descuento sobre el precio de intercambio, cuando los propietarios de bloques incurren en costes que otros partícipes no soportan y (c) con una prima sobre el precio de intercambio, si anticipan que el comprador del bloque empleará el poder de voto para asegurarse beneficios no disponibles para otros accionistas. En las situaciones (b) y (c), el descuento/prima supone una estimación de los costes/beneficios privados del control[94].

Choi (1991) analiza las repercusiones que la adquisición de una participación significativa (5%) tendrá sobre el valor de la empresa. Las consecuencias valorativas de la misma, según este autor, pueden responder a tres hipótesis diferentes: (1) anticipación de una oferta de toma de control, en el sentido de que el incremento significativo en el precio tras la adquisición de un paquete refleje la modificación de las expectativas de una toma de control posterior y la prima que ganarían los accionistas con la misma, lo que está de acuerdo con la evidencia de Mikkelson y Ruback (1985b) que encuentran un rendimiento más favorable cuando con posterioridad se producen tomas de control,

[94] Entendidos como la corriente de beneficios que el gran propietario de un bloque puede obtener a través de su poder de voto, excluyendo con él a otros accionistas.

recompras del paquete u otras operaciones, presentándose un rendimiento negativo en caso contrario; (2) transferencia del control, por el hecho de que pueda incrementar la supervisión sobre el CA y la AD, forzando a una actuación más acorde con la riqueza de los accionistas; y (3) infravaloración, argumentándose en este caso que el inversor posee información privada o destrezas superiores para el análisis de los títulos, lo que le permite averiguar que las acciones de la empresa en la que toma la participación están infravaloradas *temporalmente* en el mercado (lo cual va en contra de la hipótesis de eficiencia informativa fuerte del mercado de valores, o al menos implica que existe un intervalo de tiempo en el que el precio no refleja toda la información relevante). Desde esta tercera hipótesis, el incremento en el precio de las acciones de la empresa se mantendrá con independencia de que posteriormente se produzcan cambios en la dirección de la misma, mostrando Bradley *et al.* (1983) evidencia en su contra, pues las empresas objetivo de toma de control fallida experimentan una caída en el precio de sus acciones salvo que sean objetivo de otra toma de control con posterioridad. Además, en su estudio la revelación de información no supondrá una modificación de la probabilidad de una toma de control ni de otro tipo de forma de transferencia.

La evidencia presentada por Choi (1991) parece descartar la hipótesis de infravaloración en tanto que soporta las dos primeras. No obstante, estos resultados podrían ser consistentes con otras hipótesis alternativas: sobrepago de la oferente (Varaiya y Ferris, 1987; Black, 1989), descuento (Kraakman, 1988) o transferencia de riqueza (Shleifer y Summers, 1988). Hemos de decir que las dos primeras hipótesis expuestas también responden, respectivamente, a la solución del problema del *free-rider* (Shleifer y Vishny, 1988) y al mayor alineamiento de incentivos por poseer una mayor fracción de la propiedad en la empresa. Nos dedicaremos a ellas con cierto detalle en un capítulo posterior.

El anuncio de la transmisión de un bloque provoca un rendimiento anormal positivo de las acciones (gestionando mejor si el sector está en declive), que en parte se pierde si la empresa no es adquirida en su totalidad con posterioridad (lo que concuerda con las dos primeras explicaciones de Choi, 1991). Los bloques son por término medio más del 25% de la propiedad y no modifican la concentración, si acaso la propiedad del mayor accionista. Además, parece que ejercen una disciplina sobre la dirección y el consejo, pues se producen cambios en estos órganos con mayor intensidad que la normal, quizás debido a la poca disciplina ejercida por el anterior propietario (que pudiera ser a causa de la menor cualificación para ello), lo cual unido al hecho de que el rendimiento positivo de las acciones es independiente de si el bloque se negocia con prima o con descuento, parece inconsistente con la hipótesis de simple revelación de información al mercado tras la trasferencia de un bloque de títulos. Aún cuando algunos de los bloques no proporcionan control de la entidad, no se venden en los cinco años siguientes, con lo que sus tenedores esperan obtener alguna ganancia, encontrar algún comprador adecuado (que consiga el control) o simplemente que cambien las circunstancias para poder reemplazar a la dirección (Barclay y Holderness, 1991b). Barclay y Holderness (1989) analizan cómo los beneficios privados de transmitir un bloque aumentan con la propiedad de los gestores (alfa) para tramos bajos, no así para altos, y con el dinero en efectivo; en tanto que disminuye con la existencia de otros títulos diferentes de las acciones en el paquete de venta, un mayor riesgo total y la presencia de dificultades financieras; no siendo inequívoca la relación con el nivel de endeudamiento. No obstante, a pesar de la evidencia expuesta con anterioridad, ésta no es totalmente conclusiva, pues McConnell y Servaes (1990) no encuentran relación entre el valor de la empresa (medido por la Q de Tobin) y la posesión accionarial de los propietarios de bloques.

Mikkelson y Regassa (1991) examinan las transacciones de recompra de bloques de acciones diferenciando los que proceden de una operación de "cartero verde" (*green mail*) de las que provienen de personas sin relación alguna con la empresa. Esos bloques, que en tamaño varían entre el 1'5% y el

44% del total de acciones en circulación, se transfieren con prima, lo que cabe interpretar como una prima por los derechos de control, que además aumenta con el tamaño del bloque.

También existe evidencia de que los inversores institucionales propietarios de bloques se muestran menos favorables a votar en contra de la dirección al proponer acuerdos anti-toma de control, cuando es probable que mantengan otros tratos de negocio con la empresa (al contrario que los que no sostienen ese tipo de vinculaciones), con lo que no suponen un medio de disciplina sino de apuntalamiento de la dirección ocupante (Brickley *et al.*, 1988)[95]. En relación con la adopción de dichos acuerdos, los directivos que son propietarios de bloques se oponen menos que los que no poseen bloques, apuntando que la posesión de un bloque ayuda a alinear los incentivos de la dirección y la propiedad, y existe una relación positiva (negativa) entre el porcentaje de propiedad institucional (directiva) en conjunto y el porcentaje de votos contra los acuerdos anti-toma de control, mayor cuando por las características del tipo de acuerdo es más probable que reduzcan la riqueza de los accionistas. Además, muchos de los directivos son miembros de la familia fundadora de la empresa, con lo que se refuerza la evidencia de Morck *et al.* (1989) que encontraron cómo la presencia en la alta dirección de un miembro de la familia fundadora hace disminuir la probabilidad de toma de control hostil y de cese de la dirección (Bhagat y Jefferis, 1991).

A veces la transmisión de un bloque no modifica la concentración, pero sí la persona que detenta la propiedad, por lo que podemos suponer que la reacción del mercado ante un cambio de la propiedad en una participación significativa sea diferente dependiendo de la identidad de quien vende/toma la participación. La importancia del cambio de la persona que detenta el control de un bloque importante de la propiedad y su repercusión sobre el valor se puede justificar por varias razones (Barclay y Holderness, 1991b, pág. 870): (a) el comprador posee habilidades directivas o de supervisión diferentes a las del vendedor, (b) el comprador suministra sinergias en producción e I+D; y/o (c) el comprador puede tener incentivos diferentes de los del vendedor para aumentar el valor de la empresa (por ejemplo, las empresas pueden tener incentivos diferentes que los individuos o el gobierno, o una entidad no lucrativa distintos que el sector privado). En este sentido, el estudio de Holderness y Sheehan (1985) intenta desvelar si la actuación de los seis principales *raiders* (asaltantes o saqueadores) de los EE.UU. es perjudicial o no para los accionistas de la empresa objetivo, para lo cual analizan los efectos que produce en el valor de mercado el hecho de la revelación de que poseen el 5% o más de las acciones de la empresa objetivo (participación significativa). La actuación de los supuestos asaltantes al poder podría responder a uno de estos tres comportamientos: asalto de la dirección para expropiar riqueza, mejora de la dirección, o habilidad superior en el análisis de títulos. Estos autores encuentran que se obtiene un rendimiento anormal positivo significativo ante el anuncio al público de su participación (mayor que el obtenido en una muestra aleatoria de tomas de participación por parte de otros inversores), y que los adquirentes suelen participar activamente en la dirección de la empresa en la que toman la posición accionarial, con lo que la evidencia parece rechazar la hipótesis de expropiación (saqueo) y decantarse sobre todo por la mejora de la dirección. También Morck *et al.* (1988) muestran cómo la identidad de la persona que gestiona la empresa es importante, pues el valor tiende a ser menor si es gestionada por un miembro de la familia fundadora (lo que parece confirmar un mayor conflicto de agencia).

Las repercusiones que tiene sobre el valor de la empresa la muerte de un propietario de un bloque que además pertenece al grupo de control de la empresa (posee más del 5% de las acciones) son examinadas en el trabajo de Slovin y Sushka (1993), mostrando que para estructuras de propiedad

---

[95] Este problema será abordado posteriormente al referirnos a la propiedad institucional.

concentradas, la muerte aumenta el valor, lo que es acorde con la hipótesis de atrincheramiento[96]. Así encuentran un rendimiento en exceso no significativo para tramos de propiedad del 5-10%, en tanto que positivo y significativo para los sucesivos 10%-20%, 20%-30% (para el cual es máximo) y 30%-40%. Además, el porcentaje poseído y su cuadrado presentan signos positivos y negativos, respectivamente, en un análisis longitudinal. Este estudio también revela que en el 60% de los casos, tras la muerte se produce una disminución de la concentración (y de la propiedad) del grupo de control (que es anticipada por el mercado), lo cual podría explicar que la muerte fuese recogida por el mercado como un hecho favorable, de acuerdo con la hipótesis de atrincheramiento. Johnson *et al.* (1985) también muestran en su trabajo una reacción positiva del mercado a la muerte del CEO.

2.5.3.- Actuaciones que afectan a la regla "una acción un voto".

Las empresas pueden modificar la proporción entre número de acciones en circulación y número de votos asociados a las mismas a través de diversos medios, entre los que se encuentran la emisión de acciones sin voto, la emisión de acciones con voto reducido o con voto reforzado, el hecho de que no sea posible el voto acumulativo en la designación de administradores, las restricciones de un número mínimo de votos para asistencia a Junta de Accionistas, los acuerdos contractuales (como los *trust* de votos o los acuerdos de *standstill*[97]), los derechos de voto contingente (derivados de acciones preferentes o títulos convertibles) y las recapitalizaciones de doble clase (*dual class recapitalizations)*, esto es, recompras de acciones con voto y emisión de acciones sin voto. No cabe duda que todas estas actuaciones pueden tener repercusión sobre el valor, el alineamiento de incentivos y la posibilidad de toma de control a través de una actuación del mercado de control societario[98].

Para Horner (1988, pág. 71) y Mikkelson y Regassa (1991, págs. 514-515) exiten dos causas fundamentales por las cuales el poder de voto puede ser valorado: (a) por permitir a quien lo detenta asignar los recursos de las empresas de forma que le beneficien en perjuicio de los demás accionistas, si es que posee control sobre un número suficiente de votos[99] (en este sentido se manifiestan Barclay y Holderness, 1989 y Lease *et al.*, 1983) y (b) ante la posibilidad de que inversores externos a la empresa presenten ofertas por adquirir el control, con lo cual los distintos precios para títulos con diferente poder de voto vienen a reflejar la prima que se espera que ofrezca otra empresa por adquirir el control (que será mayor cuanto mayor sea el poder de voto).

Aquellos títulos que gozan de poder de voto tendrán un valor elevado y superior al de un título semejante que sólo dé derecho a la percepción del flujo de tesorería, produciéndose en las empresas con diferentes tipo de acciones en cuanto a su poder de voto una negociación del control separada de los derechos sobre el flujo de tesorería (Hirshleifer, 1992a, págs. 183-184), además, la prima por el voto varía mucho entre países (ver referencias en el trabajo citado anteriormente). Un motivo a favor de la existencia de acciones con distinto número de votos asociado puede ser el de reducir el coste que

---

[96] Una explicación a que esa noticia se reciba favorablemente por el mercado es que la defunción del CEO permite que sea sustituido por otro más eficaz.

[97] Suponen compromisos de no acumular acciones o de no elevar la participación, a la vez que votar a favor de la dirección ocupante, durante un período de tiempo determinado.

[98] Ver un resumen general de la justificación del valor económico del voto y la evidencia empírica en Weston *et al.* (1990, ppág. 465-472).

[99] Esto es, obtener beneficios de control, como compras de factores o ventas de productos a un precio inferior/superior al de mercado.

le supone al equipo actual mantener el control, en tanto que existen desventajas como el hecho de que sea posible comprar "votos baratos"[100].

Se ha argumentado a favor de la compra de acciones de baja capacidad de voto, cuando existe doble clase de acciones, que bien podría suponer un efecto señal de que la empresa será bien dirigida, pues en este caso las acciones de elevado poder de voto se adquirirán para conseguir el control, y las de bajo poder para recoger las ganancias de la buena gestión. De forma similar, se mantiene que la emisión de acciones con derechos diferentes de voto se emplean por parte de los grandes accionistas (y de la dirección) para perpetuarse en el poder sin apostar mucha riqueza en la empresa, así como para expropiar a los externos. Sin embargo, en contra de esta hipótesis e íntimamente relacionada con la actuación de los propietarios de bloques, Holderness y Sheehan (1988) demuestran que los accionistas mayoritarios, a los que les bastaría poseer el 50% del poder de voto (para adoptar la mayoría de los acuerdos sociales), mantienen inversiones superiores, con lo que no parece adecuada la hipótesis de expropiación de los minoritarios. Además, no existe diferencia significativa en el rendimiento de las acciones comparado con el de otra muestra de empresas con un accionista mayoritario que posea no más del 20% de las acciones. El efecto que el anuncio de la toma de participación mayoritaria tiene sobre el precio de las acciones es significativo y no existen diferencias significativas con las empresas de propiedad difusa en cuanto a los gastos de inversión, la frecuencia de cambios de control, el rendimiento contable o la Q de Tobin; si bien aparece evidencia de un infrarendimiento si el accionista mayoritario es un individuo (no así si es una empresa). Además, DeAngelo y DeAngelo (1985) muestran que los accionistas que controlaban las 45 empresas norteamericanas con acciones de doble clase en el momento de su estudio, poseen un número significativo de acciones sin voto, aunque la fracción de poder de voto/número de acciones es superior a la unidad, por lo cual, en la compra tienden hacia las acciones con derechos de voto superior. Igual evidencia presentan Bergström y Ryqvist (1990) para Suecia: el mayor accionista en empresas con doble clase de acciones suele poseer más del 50% del total de acciones, luego va en contra de la expropiación de riqueza; si bien a mayor coalición de acciones suelen invertir en un mayor número de acciones sin voto.

En un estudio de Horner (1988) en el que se analizan los tres tipos de acciones emitidos por las empresas en Suiza que dan derecho a la percepción de la misma renta residual (sin voto, con voto-al portador y con voto-registradas) también se encuentra un valor positivo del derecho de voto (en torno al 10% para las acciones sin voto); si bien por el contrario, las acciones de mayor poder de voto (acciones registradas) no son las más valoradas, aunque en términos relativos se mantiene su mayor valoración frente a los otros dos tipos de títulos. Esta anomalía puede reflejar claramente la valoración de otras variables que diferencian a los títulos como son la facilidad de transmisión o la revelación de la identidad de su poseedor (características asociadas de forma diferente a los tres tipos de títulos objeto de examen en este trabajo). Mikkelson y Regassa (1991) también recogen una evidencia positiva a favor del valor del derecho de voto pues se producen primas del 9% para las adquisiciones a terceros y del 13% para las recompras por medio de cartero verde (*green mail*). Otros estudios citados en Horner (1988) son los de Lease *et al.* (1983) en el que para una muestra de empresas de EE.UU. se encuentran diferencias significativas en los precios de las acciones con derecho de voto superior frente a las de derecho de voto inferior, dentro de la misma empresa, lo que manifiesta la existencia de prima por voto. Igualmente, Levy (1982) descubre también una relación significativa entre prima por

---

[100] Si existen candidatos a la adquisición que generen un valor total más pequeño pero un beneficio privado más alto por conseguir el control, pueden estar dispuestos a pagar más por los votos (pero no por el derecho a la percepción de un dividendo) que un candidato que obtuviera un beneficio privado inferior. El esquema "una acción-un voto" permite igualar las ponderaciones de beneficios públicos y privados, lo que es socialmente óptimo (Hirshleifer, 1992a, pág. 184).

derecho a voto y desigualdad de poder de voto, y Dodd y Warner (1983) encuentran que los precios de las acciones caen, por término medio, el día del anuncio de pérdida de voto.

La problemática relacionada con la emisión de acciones de doble clase también es comentada por Cornett y Vetsuypens (1989), proponiéndose dos hipótesis competidoras en relación a su repercusión sobre la riqueza del accionista: (a) atrincheramiento de la direccción, pues la emisión de voto restringido protege a un equipo directivo ocupante ineficiente -a expensas de los accionistas- de la competencia externa por el control de la empresa, al reducir la probabilidad de oportunidades de toma de control no amistosas, por facilitar la concentración de los derechos de voto en la dirección ocupante, luego sería de esperar una caída en el valor; si bien cabe argumentar dos defectos conceptuales al razonamiento anterior, en el sentido de que hay que poder explicar ¿cómo aceptan los accionistas en votación la emisión de títulos si les perjudica?[101], y además, la evidencia de Cornett y Vetsuypens (1989) muestra que tras la reorganización las fracciones poseídas por la dirección sobre los votos (65%) y sobre los fondos propios (41%) les harían sufrir pérdidas en sus carteras como consecuencias de la medida (si bien este es un razonamiento claramente parcial); y (b) contratación óptima, pues la concentración de la propiedad solventa en parte el problema del *free rider*, incentiva a la inversión en capital específico por parte de una dirección con gran poder de voto (y por tanto protegida ante un eventual desplazamiento de sus puestos), o porque puede permitir salvar el problema de infrainversión al que se verían abocados los directivos si necesitan financiar los nuevos proyectos de inversión rentables con emisiones de acciones que disminuyen su poder de voto (Partch, 1987). Los resultados de Cornett y Vetsuypens (1989) muestran una reacción positiva "neta" del precio de las acciones a la emisión de acciones de doble clase de voto, que según ellos se puede deber a que aún siendo perjudicial la operación para los accionistas, se valorará el efecto señal al mercado de que la sociedad podría ser objetivo, con cierta probabilidad, de toma de control.

Los resultados de Partch (1987) respecto a recapitalización de doble clase es que existe un rendimiento anormal negativo vinculado al anuncio, e incluso se producen rendimientos positivos para algunos intervalos temporales del análisis, concluyendo que la creación de una segunda clase de acciones comunes con derechos de voto desigual no perjudica a los accionistas. Por otra parte, Jarrell y Poulsen (1988) encuentran un efecto riqueza negativo de menos del 1% para las recapitalizaciones analizadas en su muestra; si bien, parece que la mayor parte de ese efecto negativo se ha producido tras cambios regulatorios en la bolsa de Nueva York que afectaban a la cotización de sociedades con acciones de doble clase de voto, por lo cual parece consistente que este mecanismo se usa para evitar las tomas de control hostiles.

Jarrell (1984, citado en Jarrell y Poulsen, 1988, pág. 133) encuentra evidencia de que la emisión de títulos que afecte a los derechos de voto de los accionistas antiguos produce un efecto negativo en la riqueza, pero su muestra es de tamaño reducido.

2.5.4.- Los inversores institucionales.

Pound (1988a) considera tres explicaciones alternativas para justificar la actuación de los inversores institucionales de las que se derivan conclusiones contrapuestas con relación a la conexión entre propiedad institucional y valor de la empresa: (1) la hipótesis de supervisión eficiente, según la cual los inversores institucionales poseen mayor experiencia y pueden vigilar a la dirección con un

[101] Según DeAngelo y Rice (1983) una posible explicación a tal hecho es que los costes de información y transacción que soportan los accionistas provocan que sea prohibitivo oponerse, si el coste derivado de la oposición supera al coste por no actuar.

menor coste que los accionistas dispersos, con lo que predice una relación positiva entre propiedad institucional y valor de la empresa[102]; (2) la hipótesis de conflicto de intereses, según la cual los inversores institucionales, además de su participación en la propiedad de la empresa mantienen otras relaciones comerciales con la misma, lo que puede limitar el hecho de que empleen su voto contra la dirección ocupante[103], implicando una relación negativa entre el alfa institucional y el valor de la empresa; y (3) la hipótesis de alineamiento estratégico, que sugiere una actuación de instituciones y directivos tendente a encontrar ventajas mútuas para cooperar, lo que reduce los efectos beneficiosos que produciría la supervisión por inversores institucionales sobre el valor de la empresa, por lo que la relación sería negativa. Cabría añadir que ante una actuación pasiva de los inversores institucionales, se les critica por no invertir demasiados recursos en supervisar a los directivos, alegándose que en su comportamiento siguen "la regla de la calle" (la voz de la calle) de votar con los directivos o de abstenerse de votar (Agrawal y Mandelker, 1992, pág. 15); o como dicen Brickley *et al.* (1988, pág. 268), en lugar de tomar un papel activo en el proceso de votación, tienden a seguir la "norma de la bolsa" (*Wall Street Rule*), votando con los directivos o vendiendo sus acciones en el caso de desacuerdos con la política empresarial de la dirección ocupante. Otra crítica que a veces se ha vertido sobre la actuación de los inversores institucionales con relación a las tomas de control es que crean oportunidades para que se produzcan de forma hostil, dado el sesgo que se presume que presentan dichos inversores al fijarse en la marcha de la sociedad sobre una base trimestral, en lugar de más a largo plazo, pero ello no es óbice para que los negociadores a corto plazo discriminen entre empresas con "buenos" directivos siguiendo estrategias adecuadas a largo plazo (Bhide, 1989, pág. 56). La evidencia de este hecho sugiere que el mercado paga una prima por el crecimiento a largo plazo y las oportunidades de inversión (ver Jensen, 1986, MCFJ, págs. 11-12). Para Prahalad (1994), la mayor concentración de la propiedad en manos de inversores institucionales supone un problema dado que no pueden vender sus grandes paquetes sin una reducción significativa en el precio de las acciones (para lo cual hemos de suponer que nadie valora el control de ese paquete y que no hay competencia perfecta, no respondiendo el precio de cierre de la operación al del inversor marginal).

Por un lado, parece que en la realidad norteamericana la inversión institucional cada vez desempeña un papel más activo en las decisones relacionadas con el control y la estrategia empresarial de aquellas sociedades en las que participan. En contra se muestra la evidencia empírica de Pound (1988a) que recoge como el número de resultados favorables a la dirección, en caso de votación disputada, tiene una relación positiva, entre otras variables, con la concentración de la propiedad en manos de inversores institucionales, revelándose que apoyan a la dirección ocupante. Ello se puede explicar, como hemos expuesto anteriormente, porque además de la relación de participación financiera, existan otras relaciones entre la empresa y el inversor institucional. Así, Brickley *et al.* (1988) muestran que empresas como los bancos y las compañías de seguros, que pueden tener otro tipo de relaciones con la sociedad participada, manifiestan una conducta de voto más favorable a los administradores. A la vez, encuentran que los inversores institucionales, como conjunto, se oponen a las enmiendas estatutarias que son contrarias al interés de los accionistas, lo que contradice el resultado de Pound (1988a) de votar a favor de la dirección ocupante. En este sentido, Agrawal y Mandelker (1992) encuentran que, ante aumentos positivos significativos en el rendimiento de las

---

[102] Esta actuación concuerda con la hipótesis de comportamiento como inversores activos, que justifican Agrawal y Mandelker (1992) por el hecho de que los inversores institucionales, dada la importancia del volumen de fondos que manejan, suelen realizar sus operaciones a través de expertos profesionales en la gestión de carteras, reduciendo la supervisión que éstos ejercen el posible incumplimiento de los directivos en contra de los intereses de los accionistas.

[103] De ahí que algunos sectores de opinión propongan que se dicten normas jurídicas que demanden de las instituciones el establecimiento de criterios de voto y la revelación a sus partícipes de sus políticas de voto.

acciones como consecuencia de anuncios de acuerdos anti-toma de control (es decir, acuerdos favorables a los accionistas), se relacionan positivamente con la propiedad de los accionistas institucionales. Esta evidencia parece reforzada por la de Bhagat y Jeffris (1991) que encuentran como la propiedad institucional no tiene un impacto importante, y las instituciones que son propietarias de bloques muestran una reacción negativa ante la adopción de acuerdos anti-toma de control (al igual que la propiedad de grandes participaciones accionariales poseídas por consejeros externos), sin que exista diferencia significativa por el hecho de que sean o no instituciones independientes (es decir, que no haya relación de clientela ni compartan consejeros o directivos). Por su parte, McConnell y Servaes (1990) encuentran una relación positiva entre el valor (medido por la Q de Tobin) y la posesión de acciones por los inversores institucionales, lo que parece apoyar la hipótesis de un papel activo de supervisión.

Muchos autores se muestran favorables ante el alza de la participación institucional. Por ejemplo, para Gilson y Krakman (1991) supone una solución al problema de la discrecionalidad directiva el hecho de que los inversores institucionales elijan un grupo profesional de directivos externos que tendrán tiempo para especializarse en la supervisión de empresas. Por su parte, Black (1992, pág. 21)[104] mantiene la opinión de que los inversores institucionales *podrían* vencer los incentivos para la pasividad que surgen a causa de que cada accionista mantiene una pequeña fracción de cada empresa, *podrían* llegar a ser accionistas influyentes y supervisar a los directivos empresariales, manteniendo inversiones importantes en grandes sociedades y a pesar de ello mantener una diversificación razonable. El nuevo marco que propone es la *voz institucional* (frente al concepto de control institucional), un mundo en el cual: (1) las instituciones puedan poseer con facilidad un porcentaje de acciones entre el 5% y el 10% en determinadas sociedades, pero difícilmente superarían este último porcentaje; (2) las instituciones acuerdan fácilmente con otros propietarios para seleccionar una minoría de los miembros del consejo, pero no pueden ejercer fácilmente el control de la actividad diaria o seleccionar una mayoría del mismo, y (3) media docena de instituciones puede influir *colectivamente* en las acciones más importantes de la empresa, a menudo indirectamente a través del consejo, pero ninguna puede hacer mucho por sí sola. Sin embargo, esta actuación más relevante en el gobierno empresarial por parte de los inversores institucionales no está exenta de riesgos (como, por ejemplo, la actuación desleal frente al partícipe o la miopía por el corto plazo), pero se espera que los beneficios superen a los costes[105].

3.- Mecanismos externos de control.

Esta actuación de control externa sobre la discrecionalidad directiva viene propiciada básicamente por la actuación de los mercados de capitales, de control empresarial, las soluciones organizativas, de trabajo (talento) directivo, bancario y de productos y factores[106].

---

[104] Para un análisis más completo pueden consultarse los trabajos citados en este mismo artículo.

[105] Quizás un ejemplo de este tipo de actuación sea el de CalPERS (California Public Employees' Retirement System) que en sus actividades de adquisición ha mostrado que la reacción a largo plazo del rendimiento del precio de las acciones de las empresas adquiridas mejoró significativamente, proveniendo la mayoría de las empresas con problemas operativos previos importantes (Nesbitt, 1994, pág. 80). Otro caso de activismo institucional se recoge en Perlman (1993).

[106] Prahalad (1994) incluye la competencia en el mercado de la tecnología.

3.1.- El mercado de capitales.

Como recogen Jensen y Meckling (1976, pág. 329) la primera opción de todo poseedor de títulos es proceder a su venta[107] si considera que el valor de la corriente de ganancias futuras es mayor para otros compradores que para él. La libre enajenabilidad de las acciones permite la fácil salida de los disidentes con la política que en un momento determinado desarrolla el equipo directivo, pues en caso contrario el accionista disconforme tendría que tomar parte activa en la gestión de la empresa y se perdería la separación de funciones, (con las ventajas que reporta) a la par que se dificultaría la formación del consenso social. La cotización en una bolsa de valores, además de facilitar la salida, supone una señal emitida por la empresa y dirigida al mercado que informa de la marcha de la misma, indicando la calidad de gestión del equipo directivo actual y en qué medida esa gestión se realiza en beneficio de los accionistas[108]. El mercado de valores, ante la salida por primera vez a cotización de parte o la totalidad de las acciones o deuda de una empresa (*Initial Public Offering*, IPO), puede hacer repercutir sobre la dirección el consumo de gastos extras en exceso, si se cumple que los demandantes de títulos tienen la facultad de realizar estimaciones insesgadas de los costes de agencia y que los errores en las estimaciones son independientes a lo largo de un gran número de empresas del mercado de financiación externa (Oviatt, 1988, pág. 216). Por último, contar con un mercado de valores favorece (o facilita) la existencia de un mercado de control societario[109].

Siguiendo a Barnea *et al.* (1985, págs. 63-69) exponemos a continuación los mecanismos que, a través del mercado de valores, permiten neutralizar o reducir sin coste los conflictos de agencia:

1) La unificación de los intereses de accionistas y obligacionistas. Esta se consigue cuando cada accionista (obligacionista) compra una fracción de las obligaciones (acciones) de la empresa en una cantidad igual a su proporción invertida en acciones (obligaciones). Así, por ejemplo, es en el interés de los obligacionistas adquirir el control de las acciones comunes y tomar las decisiones que maximicen el valor de la empresa (cuando la dirección no está persiguiendo este objetivo), consiguiendo capturar con ello un beneficio puro o de arbitraje derivado del aumento de valor[110]; e igualmente, los accionistas pueden forzar a la dirección a maximizar el valor de la empresa si adquieren la deuda (que presentará un valor de mercado reducido como consecuencia del conflicto de agencia) viéndose entonces obligados los directivos a modificar su actuación y logrando los propietarios el beneficio de arbitraje (Barnea *et al.*, 1981b, pág. 11). Este mecanismo presenta la característica de que actúa individualmente a través de todos los poseedores de títulos, siendo por tanto un fenómeno de propiedad colectiva de todos los títulos en circulación, cualesquiera que sea su forma.

2) Los procesos de reorganización informal permiten reducir los costes de agencia propios de los procesos de reorganización formal o bancarrota. Así, ante un incumplimiento inminente (derivado de un determinado suceso que ocurre en un momento discreto del tiempo y que se puede prever con

---

[107] Baysinger y Hoskisson (1990, pág. 75) apuntan que esta opción no está disponible para todo el conjunto de accionistas (suponemos que pensando en un mercado con demanda limitada), excepto a través de operaciones de compras altamente apalancadas (LBOs) (y de OPAs por el 100% de los títulos en circulación). Esto lleva a Williamson (1985, pág. 304) a argumentar que los accionistas son los únicos partícipes voluntarios en la empresa cuya relación con la misma no surge por una renovación periódica.

[108] Conviene recordar que bajo la hipótesis de un mercado de valores informativamente eficiente, el precio al que se efectúan las transacciones refleja el verdadero valor de la corriente presente y futura que generará su emisor (la empresa), valoración en la que se incluye la que realiza el mercado acerca de la actuación del equipo directivo.

[109] Aun cuando abordemos su análisis de forma diferenciada, dada su importancia, en cierto sentido es una actuación más del mercado de valores o un componente del mercado de trabajo directivo, en la medida que supone competencia entre equipos directivos alternativos (Arruñada, 1990a, pág. 95).

precisión por adelantado como, por ejemplo, el ejercicio de una opción para acometer una inversión o el impago de los intereses a los acreedores) los directivos pueden seguir un ajuste continuo a una estructura de capital óptima (supuesto que existe) y reorganizar de forma informal por medio de la emisión de nuevas acciones y el empleo de los fondos obtenidos en la recompra de la deuda a los precios de mercado. Si ello no es posible o la dirección fracasa en su intento, se puede producir una actuación por toma de control (oferta de compra de las acciones y de las obligaciones en circulación) por parte de otra empresa que cuando detente el poder realizará la reorganización informal y con ello obtendrá un beneficio de arbitraje.

3) Contratos contingentes. Estas formas contractuales sirven, bajo ciertas condiciones, para garantizar que la empresa seguirá una estrategia de inversión previamente determinada y maximizadora del valor total de todos sus títulos. Un medio para conseguirlo -si existe una relación entre el valor de una empresa conocida por el mercado, que actuará de empresa de referencia, y el valor de la primera- sería que la empresa comunique al mercado la estrategia adecuada, emitiendo contratos de venta y de compra (*put* y *call)* sobre títulos de la empresa que actúa de referencia.

Un cuarto mecanismo vendría dado por las dificultades en la colocación de títulos en el mercado. Si la valoración de los títulos en circulación (acciones y deuda) es muy baja, puede que sea consecuencia del conflicto de intereses que se manifiesta en costes de agencia, por lo que ante nuevas necesidades de capital la empresa no podrá recurrir al mercado de títulos o estos serán peor valorados (por el importe de los costes de agencia).

Para Prahalad (1994) la competencia en este mercado limita poco el comportamiento de la dirección, al menos frente a aquellas épocas pasadas en las que el capital era un recurso mucho más escaso (lo que también viene motivado por la mayor o menor disponibilidad de proyectos rentables de inversión).

Algunos de los impedimentos para la resolución del conflicto de agencia con este mecanismo, por diversas manifestaciones de la imperfección del mercado de valores, siguiendo a Barnea *et al.* (1981b, págs. 11-12) y Barnea *et al.* (1985, págs. 69-75), son las siguientes:

1) Costes de diversificación. Los procesos de unificación de intereses de accionistas y obligacionistas pueden suponer un coste en términos de no poder formar la cartera óptima que cada inversor demanda, produciéndose una diversificación inferior a la eficiente, en el sentido de Markowitz (1952).

2) "Incompletitud" del mercado. Una limitación a la actuación a través de contratos contingentes viene dada por el hecho de que debemos suponer que el mercado de capitales es completo o se puede replicar la empresa con los activos existentes en el mismo, con lo que siempre sería posible construir carteras que produjeran los rendimientos específicos deseados correspondientes con los estados de la naturaleza determinados.

3) El valor de los derechos de dirección o gestión (*managerial rights*). Un directivo-propietario que saca a contratación una fracción del capital rehusaría ofrecer sus acciones al valor de mercado dado que con la venta renuncia también a una parte de sus derechos de dirección que le permiten consumir gastos discrecionales o extras (*perquisites)* en el desempeño de su trabajo. Ello es debido a que el empresario-propietario sólo ofrecerá su participación en la empresa si se le remunera de una forma adecuada en función de la utilidad que a él le produce el consumo de tales gastos discrecionales

---

[110] Desde esa misma consideración se puede analizar una operación de insolvencia financiera.

más su participación en la propiedad, lo que puede superar el valor de la empresa en el mercado de capitales cuando tal consumo no es cero, mostrándose el mercado ineficaz en este caso.

4) Efecto inmovilización. Dado el tratamiento fiscal diferencial de las rentas de capital (sólo gravadas cuando se realizan, no cuando se generan), los accionistas que reciben una OPA pueden estar dispuestos a ofrecer sus títulos sólo a un precio superior que aquel que les compense por el crédito fiscal gratuito que hasta ese momento les ofrecía la Hacienda. Este efecto no impide la resolución de los problemas de agencia de la deuda asociados a la quiebra, puesto que los propietarios de dichas empresas es normal que tengan pérdidas de capital acumuladas.

Al igual que en el caso de la OPA, que analizaremos posteriormente, también aquí puede surgir un comportamiento de *free-rider*. Para resolverlo cabe establecer penalizaciones al mismo, que en este caso tan sólo trasladarían los costes asociados con el problema de la inmovilización de los adquirentes a los oferentes de títulos, siendo anticipados y descontados en los precios de oferta realizados por los nuevos accionistas y obligacionistas en el momento en el que la empresa busque financiación. Habría pues que compensar los costes del efecto inmovilización con los asociados a medidas que intentan paliar este problema. Por otra parte, el efecto inmovilización se puede contrarrestar con la posibilidad de "venta a corto" (*short-selling*) ilimitada, pero aún así sería difícil de justificar.

5) Problemas de incentivos contínuos. Si una empresa en cualquier momento puede presentar un problema por incentivo a cambiar su nivel de riesgo, la reorganización informal o la toma de control no pueden resolverlo, aunque sí la ingeniería contractual a través de cláusulas complejas (por ejemplo, los derechos de conversión en el contrato de deuda). La unficación financiera puediera ser una solución, pero si el mercado de capitales no es completo, se incurriría en los costes de diversificación.

3.2.- El mercado de control empresarial.

La actuación del mercado de control empresarial (*market for corporate control*) viene, en gran medida, posibilitada por la existencia de un activo mercado de valores que funcione eficientemente. La importancia de la bolsa de valores en relación con las tomas de control fue puesta de manifiesto por Manne (1965, pág. 113) en el sentido de que la bolsa es el único objetivo estándar de eficiencia directiva. Para este autor, "padre" del término que da título a este apartado, tan sólo la posibilidad de una toma de control proporciona cierta seguridad de que exista eficiencia competitiva entre directivos empresariales, y en todo caso mucho mayor que la regulación por el organismo estatal correspondiente (refiriéndose a la SEC -*Securities Exchange Comission*- norteamericana, aún cuando lo podríamos extender en el ámbito español a la Comisión Nacional del Mercado de Valores -CNMV-) o por los tribunales.

En el mercado de control empresarial se producen luchas por el control de las empresas por parte de equipos directivos alternativos. Un partícipe en el mercado observa que una dirección no maximiza el valor de las acciones de su entidad, de forma que otra sociedad realiza una oferta de compra de los títulos dirigida directamente a los accionistas de la entidad deficientemente gestionada, generalmente a un precio mayor que el precio que en ese momento prevalece en el mercado, a través de una operación financiera denominada Oferta Pública de Adquisición de valores (OPA), comúnmente acciones. Junto a estos partícipes desempeñan un papel no menos importante otros actores, como son los arbitrajistas, especialistas en asumir temporalmente el riesgo y valorar las ofertas competidoras, sirviendo su actuación para facilitar la transferencia del control y la eficacia del mercado (Arruñada, 1990b, pág. 28).

Manne (1965, págs. 112-113) explica que ante una situación en la que una determinada empresa está siendo mal dirigida, en el sentido de no ofrecer un rendimiento a sus accionistas tan grande como fuese posible, caerá el valor de mercado de sus acciones con relación al de otras empresas (del sector o del mercado en su conjunto), ya que se supone una correlación positiva entre la eficiencia directiva y el precio de la acción, lo que tiene una doble implicación para el mercado de control empresarial: (1) facilita cualquier esfuerzo de toma de control de las posiciones directivas que perciben una elevada retribución (pero si la compensación del ejecutivo aumenta con el precio de la acción, un precio alto de las acciones, a la vez que hace la toma de control más atractiva, encarece el precio a pagar, pudiendo producirse un descenso en la compensación del directivo ocupante si el valor de mercado de las acciones es bajo); y (2) dado que el valor de mercado de las acciones es más que una medida del precio al que se puede "vender" la compensación normal de los ejecutivos a nuevos individuos, sino que mide también la ganancia de capital potencial (en caso de un incremento en el nivel de eficiencia en la gestión), la toma de control es más atractiva para aquellos que creen poder desarrollar una dirección empresarial más eficiente.

A la hora de valorar el mercado de control societario como mecanismo de disciplina, no debemos tan sólo tomar en consideración el número de operaciones de tomas de control realizadas o iniciadas, sino también la existencia implícita de una amenaza hacia los equipos no maximizadores, limitando la actuación discrecional en todas las sociedades cotizadas (candidatas potenciales a una toma de control), pues fundamentalmente a ellas se dirigen estas operaciones (si bien también pueden ser objeto de la misma las entidades no cotizadas).

El argumento que mantiene la necesidad de que exista el mercado de control empresarial se ha analizado por algunos autores como una defensa del postulado neoclásico de la teoría de la selección competitiva (véase Singh, 1992, págs. 481-482). Desde esta perspectiva es posible argumentar la selección natural a través de las tomas de control de dos formas: (a) en una forma fuerte, se sugiere que tan sólo las empresas que pueden idear y desarrollar contratos de incentivos óptimos serían seleccionadas para la supervivencia, y las demás serían objeto de una toma de control; y (b) en su forma débil, dado que en la realidad los costes de agencia son inevitables y que no siempre es posible diseñar contratos de incentivo satisfactorios, el mecanismo de toma de control ayuda a reducir los costes de agencia y así promover la eficiencia económica, siendo una implicación de este planteamiento que a mayores costes de agencia en la sociedad objetivo, mayor probabilidad de que esa empresa sea objeto de una toma de control (Jensen, 1988b).

A continuación exponemos algunos de los impedimentos a una actuación eficiente del mercado de control empresarial:

1) Ineficiencia del mercado de valores. Si la bolsa de valores no actúa como mecanismo eficiente[111] de valoración e intercambio de títulos, supondrá un grave obstáculo a la existencia del mercado de control empresarial. Un nivel mínimo de eficiencia y de competitividad es un requisito básico para que el valor de mercado de los títulos de las empresas (la señal más fiable en presencia de mercados de capitales eficientes) reflejen la pérdida de oportunidad por estar la gestión bajo la dirección de un equipo no maximizador del valor, y asimismo permitan la revalorización cuando el equipo alternativo, pudiendo realizar una labor mejor, presenta una OPA y logra alcanzar el poder.

[111] Tanto en el sentido informativo como asignativo, al menos.

2) El problema del *free rider*[112] (Barnea *et al.*, 1985, págs. 69-70; Grossman y Hart, 1980a). Definamos V_o como el valor de los activos de la empresa objetivo bajo la actual dirección, V_t su valor bajo el control de la empresa ofertante y V_m el valor esperado, ante el supuesto de un toma de control, de las acciones de los partícipes minoritarios (aquellos accionistas que no acuden a la oferta), todos ellos en términos de valor por acción. Además, asumimos que $V_m>V_o$, pues la expropiación de valor a los minoritarios sólo sería posible hasta un nivel determinado. Ante una oferta de toma de control, y supuesto que las únicas ofertas con éxito son aquellas cuyo éxito se puede predecir con certeza (Grossman y Hart, 1980a), no triunfará una oferta a un precio inferior a V_m. Si la expropiación no fuera posible ($V_m=V_t$), la adquirente no podría obtener ninguna ganancia con las acciones compradas por medio de la oferta con éxito, y dado que soporta los costes de la oferta, no ofrecería comprar la sociedad objetivo, y por consiguiente, impediría una toma de control que aumentaría el valor. Así pues, si no es posible la expropiación, el asaltante no puede obtener beneficios con las acciones adquiridas a través de la oferta, por lo cual cabe concluir de su análisis que la ocurrencia de ofertas de toma de control se produce porque las normas legales y los estatutos sociales[113] permiten a los adquirentes expropiar a los minoritarios parte del valor que les correspondería, aún cuando se comportan como *free-rider*: si la OPA finalmente tiene éxito, éstos participan proporcionalmente en cualquier aumento en el valor de la empresa que sea consecuencia de la toma de control, sin haber incurrido en ningún coste ni riesgo.

Una solución a este problema puede venir de la imposición de costes o penalizaciones[114] a esta actitud, de manera que el valor de la empresa comprada sea diferente para los adquirentes que para los accionistas con comportamiento de *free rider*, produciéndose una transferencia de riqueza del segundo al primero en el momento en el cual tiene lugar la adquisición. Para la sociedad oferente, el hecho de aumentar la severidad de la penalización impuesta a los minoritarios se manifiesta en unos efectos contrapuestos: (1) reducción del precio al cual se espera que se produzcan las OPAs, (2) aumento de la probabilidad de OPA cuando se pueden capturar ganancias y (3) perseguir una eficiencia en las operaciones, consecuencia del aumento en la probabilidad de toma de control derivado del efecto disciplina que la amenaza de esta operación supone para una dirección no maximizadora del valor. El primer efecto es negativo en tanto que los restantes son positivos.

Además, la posibilidad de que una actuación de *free rider* impida una toma de control se relaciona inversamente con la eficiencia operativa de los mercados financieros, de forma que este problema será mínimo si los mercados funcionan adecuadamente y existe un alto grado de competencia entre asaltantes (*raiders*).

Shleifer y Vishny (1986) amplían el análisis de Grossman y Hart (1980a) considerando en su modelo la existencia de un gran accionista con participación en la sociedad objetivo con anterioridad a la presentación de la oferta. En este caso son posibles las tomas de control dado que el gran accionista

---

[112] Podemos calificar que un inversor (accionista u obligacionista) presenta tal comportamiento en el caso de una OPA cuando intenta capturar una fracción del beneficio que está en el origen de la presentación de la oferta, habiendo declinado ofrecer sus títulos en la esperanza, sin embargo, que un número suficiente de sus compañeros acepten la oferta, de forma que ésta tenga éxito y él participe en la revaluación de los títulos en el mercado (que previsiblemente será mayor que la prima ofrecida a los aceptantes), con lo que gana más que los que ofrecen sus títulos en la oferta de compra.

[113] Como apuntan Barnea *et al.* (1981b, pág. 13) el hecho de que los estatutos sociales contemplen cláusulas aplicables en caso de *free rider* resulta óptima o no,dependiendo de que nos encontremos o no en un marco de funcionamiento perfecto de los mercados de capitales.

[114] Por ejemplo, emitir nuevas acciones más baratas para los adquirentes o vender a precios inferiores los productos de la empresa objetivo de la OPA a otras sociedades del grupo de la compradora.

logra una ganancia con ello, aún cuando pague la prima requerida a los demás accionistas, derivado del hecho del incremento de valor que experimenta su cartera de acciones poseída con anterioridad a la OPA. Concluyen estos autores que una mayor participación en la propiedad por el accionista supone un mayor precio de las acciones dado que aumenta la probabilidad de toma de control (Servaes, 1989). Sin embargo, las estimaciones sugieren que tales beneficios raramente cubren los costes de la OPA (Bhagat y Hirshleifer, 1991; tomado de Hirshleifer, 1992c).

Bagnoli y Lipman (1988) extienden la investigación del estudio realizado por Shleifer y Vishny (1986) mostrando que no es necesaria la exclusión de los accionistas que no ofertan para que la toma de control tenga éxito siempre que el número de accionistas sea finito. En caso de cumplirse esta condición, algunos accionistas se darán cuenta de que pueden afectar al resultado de la toma de control y harán de pivote y no de *free rider* (Servaes, 1989). Fergunson (1994) amplía el modelo de Bagnoli y Lipman (1998) para permitir competencia potencial y que el oferente adquiera una participación inicial previa (*toehold*). Se demuestra que para algunas ofertas óptimas el número de acciones que se espera que se ofrezcan esmenor que el número necesario para obtener el control.

Basándose también en el modelo original de Sheleifer y Vishny, Butz (1991) modifica dos supuestos de partida que tienen importantes implicaciones: (1) las concesiones de la dirección hacia el gran accionista dependen de la amenaza percibida y por tanto, del porcentaje de acciones poseído por aquél y (2) cuando un gran accionista realiza la supervisión de la empresa puede revelar sus descubrimientos, con lo que si tras la supervisión se dispone de información perfecta, la dirección y los grandes accionistas dirimirán sus diferencias sin necesidad de establecer asiduamente controles, suponiendo un refuerzo la elevación de la participación accionarial del accionista.

También se ha demostrado que puede ocurrir cualquier oferta por un precio superior a V_o pero inferior a V_m si la oferta es incondicional, esto es, si el adquirente la mantiene con independencia de si finalmente tiene éxito o no. En esta situación, aunque el éxito no es un resultado de equilibrio racional, tampoco se conoce el fracaso con certeza: no ofrecer no es una estrategia de equilibrio para los accionistas de la empresa objetivo dado que, si otros accionistas van a resistir y la oferta no logra el éxito, cada accionista individual preferirá ofrecer y conseguir que su acción sea adquirida a un precio superior a V_o. Además, este tipo de ofertas pueden ser rentables y, consecuentemente, serán empleadas por los oferentes (Bebchuk, 1989, págs. 172-173). Este modelo es consistente con dos evidencias empíricas: (a) las ofertas a veces no tienen éxito (Bradley *et al.*, 1983) y (b) la probabilidad de una oferta con éxito aumenta al hacerlo la prima ofrecida sobre el precio pre-oferta de las acciones de la objetivo (Walking, 1985) e implica "la presencia de ejemplos en los que las ofertas tienen éxito incluso aunque el precio de oferta es menor que el precio de mercado que tienen las acciones no adquiridas de la objetivo inmediatamente después del cierre de una oferta con éxito" (Bebchuk, 1989, págs. 181-182).

3.3.- Las soluciones organizativas.

Frente a la resolución de los conflictos de agencia a través de los mercados (principalmente los mercados de valores y de control empresarial), en algunos países tiene más relieve lo que podríamos denominar como soluciones organizativas. Este medio alternativo supone hacer uso de los mecanismos internos de control pero a través de empresas que están especializadas en asumir de forma activa el papel de supervisores, de forma que se crean grupos de sociedades dentro de los cuales se ejerce una competencia entre directivos que supone un mecanismo de disciplina similar a la

competencia de directivos externos por la gestión en el mercado de control empresarial (Arruñada, 1991b, pág. 3).

Sin embargo, la actuación del mercado de control y las soluciones organizativas pueden verse como medios complementarios de disciplina[115], siendo el primero más propio de economías como la estadounidense o la británica, países en los que la propiedad está dispersa entre un gran número de individuos o inversores institucionales externos[116] y el control se ejerce a través del proceso de subasta; en tanto que en Europa Continental[117] y Japón[118] el control de la propiedad se retiene por familias o dentro del mismo sector empresarial (y ocasionalmente por la banca o la Administración) y existe un pequeño número de accionistas dominantes (Mayer, 1992, pág. 468). No es que los distintos países se diferencien tan sólo en la mayor o menor actividad de su mercado de control empresarial, sino que las funciones que cumple aquél en economías como las anglosajonas vienen sustituidas por la especificidad de activos, la contratación implícita y los procesos de salvaguardia (que garantizan su cumplimiento) y de resolución de conflictos, las relaciones intraempresas formando grupos (como la estructura de *keiretsu* en Japón, o los *holdings* industriales en España), la forma de transferencia de la propiedad de las empresas, las vinculaciones comerciales y de participación recíproca en los fondos propios y en los consejos de administración e, incluso, las peculiaridades culturales (Kester, 1992b).

3.4.- La resolución del conflicto a través del mercado de trabajo directivo

En la situación empresario-propietario, el consumo de gastos extras (*perquisites*) o la actuación incompetente en el desempeño de sus funciones proviene de una relación de intercambio entre la utilidad que le reportan dichas prácticas y su pérdida de riqueza como propietario de la empresa, produciéndose en este caso un pago completo *ex post* por su actitud (Barnea *et al.*, 1985, págs. 75-78). Sin embargo, cuando son propietarios de los recursos que gestionan tan sólo parcialmente, la pérdida de riqueza por consumos extras es compartida con los accionistas externos a la dirección[119]. Es decir, cuando el directivo no es el único accionista de la empresa, y ante la ausencia de alguna forma de rendición de cuentas *ex post* frente a posibles desviaciones en el cumplimiento de su rendimiento contratado, el directivo posee un incentivo a consumir más en su trabajo por encima de lo acordado en su contrato (Fama, 1994, pág. 58).

---

[115] En general, todos los mecanismos de control, sean internos o externos, cabe contemplarlos desde su complementariedad en la tarea de reducir el comportamiento oportunista de la dirección y los costes de agencia que el mismo genera. Arruñada (1991b, ppág. 3-5) analiza y compara las soluciones de mercado de control societario frente a la organizativa.

[116] Además de la estructura de propiedad, otros factores importantes son las diferencias existentes en la regulación del derecho empresarial y otras características institucionales (Singh, 1992, pág. 481).

[117] Ejemplos de este tipo de mecanismo lo constituyen el papel que desempeñan los bancos universales en Alemania, los grupos familiares que controlan grandes empresas en los Países Bajos, Escandinavia e Italia, en tanto que en España vendrían a desempeñar esta función los grupos bancarios, complementados durante tiempos pasados por una elevada inversión del Estado. Es interesante la comparación que realiza Kester (1992a) sobre los mecanismos de contratación y gobierno, y su relación con la mayor o menor actividad del mercado de control empresarial, para Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos.

[118] Las peculiaridades distintivas de Japón en relación con el mercado de control societario, esencialmente provienen de las diferencias culturales con Occidente y de sus formas muy específicas de estructuras de gobierno empresarial. Consúltese Kester (1991a) para un análisis del mercado de control japonés.

[119] Como ya hemos comentado, si los externos perciben este comportamiento, sólo estarán dispuestos a adquirir los títulos a un precio inferior cuando la empresa acuda de nuevo a financiarse en los mercados.

Los distintos medios de supervisión de la actuación directiva permiten que pague por su incumplimiento y por los consumos de extras, aún cuando los gestores sean poseedores de una exigua proporción de acciones, en la forma de ajuste de su salario según su actuación. Ello es posible gracias a la labor de control que ejerce el mercado de trabajo directivo, que en caso de funcionar adecuadamente, hace que el capital humano directivo (el valor actual de sus remuneraciones futuras) responda a los cambios en consumos de gastos extras o al incumplimiento de sus obligaciones[120], de tal forma que constituye un mecanismo completo de pago *ex post*[121], con independencia de la participación del directivo como poseedor de derechos sobre la renta residual.

Para que se produzca esta circunstancia es necesario partir de un mercado de trabajo directivo que funcione eficientemente (en el sentido informativo) y que el mercado lo formen decisores racionales que emplean la información sobre los resultados pasados y actuales de la dirección, para formular expectativas insesgadas con relación a los servicios marginales esperados en el futuro. Además, debemos suponer que el salario de un directivo cualquiera se ajusta rápidamente a este cálculo insesgado del producto marginal.

En esta situación, cabe que se produzcan desviaciones en cualquier período entre el producto marginal actual de la dirección y lo que contrataron *ex ante*, no pudiendo conocerse cuales de esas desviaciones se deben al azar o a factores que no se podrían haber anticipado y que se relacionan poco con el talento o el esfuerzo de la dirección. Por ello, los salarios de los directivos no cambian en el próximo período por el importe de la desviación observada con relación al producto marginal contratado en el período inmediatamente anterior, pero se puede demostrar que los cambios en el valor actual de sus salarios futuros asociados pueden ser tan grandes como el coste que supone para la empresa las desviaciones del contrato (ver Fama, 1984; Barnea *et al.*, 1984, págs. 77-78).

Junto a los mecanismos de compensación *ex post*, otra forma de actuación de este mercado viene dada por el hecho de que una empresa en funcionamiento está siempre en busca de nuevos directivos, y éstos desean conocer cómo se les valora y cuál es la sensibilidad del sistema para recompensar su actuación, perdiendo la empresa a sus mejores directivos si no les retribuye adecuadamente y, por otra parte, la actuación de la empresa se emplea para valorar el sueldo del directivo en otro empleo alternativo (Fama, 1984, pág. 56).

Además, una ventaja del funcionamiento eficiente del mercado de trabajo directivo es evitar tener que hacer uso de contratos de incentivos complejos, pues los directivos negocian dividir su compensación óptima entre salarios y otros consumos (Barnea *et al.*, 1981, pág. 12).

En definitiva, la demanda de servicios directivos (que es función de la evaluación que realiza el mercado de sus cualidades) determina la corriente de rentas presente y futura que va a percibir como retribución a la aportación de su trabajo a la empresa, esto es, el valor de su capital humano. El mercado de trabajo directivo funciona pues como un mecanismo de supervisión que es subproducto de los esfuerzos conjuntos de propietarios y directivos al tratar de conseguir cada uno de ellos la satisfacción máxima (Ocaña y Salas, 1983, pág. 168).

---

[120] Además, este mecanismo permite resolver también el problema de la asimetría informativa, pues el directivo soporta todas las consecuencias de sus intentos de burlar al mercado a través de cambios del valor de su capital humano (Barnea *et al.*, 1981, pág. 12).

[121] Fama (1984, pág. 58) recoge las tres condiciones generales para que la revalorización del sueldo impuesta por el mercado laboral de directivos sea una forma completa de rendición de cuentas *ex post* que resuelva el problema de incentivo.

En relación con los límites a la resolución del problema de agencia por medio del mercado de trabajo, siguiendo a Barnea *et al.* (1985, págs. 78-79) tenemos que el pago completo *ex post* del comportamiento oportunista de la dirección resulta entorpecido por las siguientes circunstancias:

a) La posibilidad de que este mercado sea aún más ineficiente que el mercado financiero (información que no fluye libremente, limitación en la oferta de directivos, competencia imperfecta). De hecho, los directivos que lleven mucho tiempo en la empresa pueden convertirse en oferentes cuasimonopolísticos de las destrezas directivas que configuran su capital humano (Hay y Morris, 1991, pág. 308).

b) En las empresas de gran tamaño los beneficios generados por la actuación de los directivos al comienzo de su actividad pueden exceder incluso el salario de los directivos de más alto nivel, por lo que cabe la posibilidad de que hayan de pasar muchos períodos antes de reflejarse las desviaciones en los salarios a percibir en el futuro.

c) Si pensamos que la dirección de alto nivel se suele encontrar en un estado avanzado de sus carreras profesionales, quizás el hecho de que sus ganancias futuras se trunquen tras un corto período de tiempo impida que las desviaciones se manifiesten en cambios del valor actual del capital humano (Barnea *et al.*, 1981, pág. 13).

d) El cambio de empresa impide el mecanismo comentado, pero si todas las empresas manejan la misma información, su comportamiento repercutirá en la nueva empresa. Sin embargo, es probable que las nuevas empresas dispongan de menos información para conocer el verdadero rendimiento de los directivos.

e) La dificultad en el proceso de evaluación de la dirección a través del impacto de sus decisiones sobre el resultado empresarial, dada la magnitud y variabilidad de las medidas de tal resultado que no permiten una estimación de los costes de consumos e incumplimiento (Barnea *et al.*, 1981, pág. 13).

f) La evaluación del rendimiento del equipo directivo sufre los problemas de la producción conjunta o en equipo[122], en la cual es difícil que tan sólo mediante la observación del resultado global se pueda definir o determinar la contribución de cada individuo al mismo, de forma que si la compensación *ex post* es en los salarios del conjunto, individualmente puede que no se vean motivados a servir de forma fiel a la propiedad (Hay y Morris, 1991, pág. 308). El origen del problema radica en el hecho de que los productos marginales de los miembros de estas estructuras (consejos de administración, comités ejecutivos,...) no son obsservables directa y separadamente, pudiéndose quizás observar el comportamiento de los factores individuales, pero se incurre en elevados costes.

Una forma de reducir los costes de detección del verdadero rendimiento, en los casos de producción en equipo, es por medio de la competencia de mercado entre miembos potenciales para formar parte del mismo, lo que determinaría los miembros así como las recompensas individuales, sintiéndose de este modo los ocupantes restringidos en su oportunismo ante la amenaza de reemplazamiento por los externos. Sin embargo, este mecanismo se enfrenta a dos problemas. De una parte, los directivos o administradores competidores deberían poder conocer que pueden aumentar el resultado neto (rendimiento de la empresa) en comparación con los *inputs* que reemplazan, para lo cual es básico que se den cuenta del incumplimiento en el que están incurriendo los miembros que van a ser desplazados. De otra, si suponemos que existen costes de detección de la falta y que los

[122] Se define como aquella en la que se dan tres circunstancias: a) se emplean varios tipos de recursos; b) el producto no es la suma de los *outputs* separables de cada recurso cooperativo; y 3) no todos los recursos empleados en la producción pertenecen a una persona (Alchian y Demsetz, 1972, pág. 779).

competidores deben aceptar una menor cuota de recompensa para lograr conseguir el puesto en el equipo, el incentivo a faltar del nuevo ocupante aún sería al menos tan elevado como el del reemplazado (Alchian y Demsetz, 1972, págs. 780-781).

Otra solución sería que alguien se especializase como supervisor[123] para chequear el resultado de las aportaciones de cada uno de los miembros del equipo; sin embargo, nos encontraríamos con el problema de determinar quién controla al supervisor, viniendo en parte limitado su comportamiento por la competencia externa entre supervisores y porque su recompensa sea la renta residual tras remunerar a todos los contratantes y a los miembros del equipo, de tal forma que se configuran como los derechos del supervisor: a) ser el propietario residual, b) observar el comportamiento del *input*, c) ser la parte central común de todos los contratos con *inputs*, d) alterar los miembros del equipo, y e) vender esos derechos que en su conjunto definen la propiedad de la empresa clásica (Alchian y Demsetz, 1972, pág. 783).

Hirschey (1986) reconoce las ventajas de la especialización entre dirección y propiedad y las divergencias de intereses que pueden surgir entre estos dos estamentos, sobre todo cuando la dirección tiene una escasa participación en la propiedad empresarial. El problema, según el autor, ya es apuntado por Adam Smith en su trabajo de 1776. Alude a diversos mecanismos de control, sugiriendo que la actividad del mercado de control empresarial ha supuesto aportaciones netas positivas a la sociedad en su conjunto. Los mecanismos como las fusiones o compras externas (*buyouts*) o lo que llama *fakeouts*, como complementarios al mercado de talento directivo, que son mecanismos de mercado que permiten a la dirección con escasa o nula participación en la propiedad resguardarse de oferentes no deseados, por lo que aquí estarán comprendidos las píldoras venenosas, los repelentes de tiburones, los carteros verdes y otros mecanismos de defensa.

El mercado laboral directivo mantiene una especie de eficiencia semifuerte, dadas las situaciones de información asimétrica relativa al resultado directivo o al capital humano específico y para completarlo existen mecanismos como las fusiones amistosas, las tomas de control hostiles y los *fakeouts* (mecanismos de defensa), todos los cuales sirven para minimizar los costes de agencia relacionados con la dirección e inversores, permitiendo así que la dirección pueda hacer reflejar mejor el verdadero valor de la empresa en el precio de las acciones.

3.5.- La resolución del conflicto a través del mercado de productos y factores.

En principio parece "lógico" pensar en una competencia (perfecta) de empresas rivales en los mercados en los que vende y se abastece, ante la necesidad de efectuar las transacciones al mínimo coste para lograr la eficiencia económica, pues en otro caso sería desplazada (desaparecería) del mercado, ayudaría a mitigar el problema de agencia.

Si la competencia en los mercados de productos y factores es suficientemente intensa124, al igual que ocurre bajo las hipótesis de competencia perfecta, los beneficios máximos no pueden ser mayores que los normales, y las empresas que no maximizan el beneficio no pueden sobrevivir. Sin embargo, en la realidad no se suelen presentar estas condiciones.

---

[123] Entendiendo por tal a la persona que se encarga de realizar un conjunto diverso de actividades como: medir el resultado del *output*, aportar las recompensas, entre otras funciones.

124 Como expone Jacquemin (1982, pág. 162), "si la intensidad de las presiones competitivas es suficiente, la naturaleza de quien controla en realidad la empresa no encierra gran interés, ya que las conductas obligadas serán parecidas".

El análisis de Jensen y Meckling (1976, págs. 329-330) no está de acuerdo con la hipótesis de que una mayor competencia en los mercados donde la empresa comercializa sus productos y aquellos en los que se aprovisiona de factores productivos logre reducir los costes de agencia. Su argumento se basa, por un lado, en que el propietario de una empresa monopolística no tiene más incentivos en supervisar a la dirección por el mero hecho de serlo; y por otro, que si todos los competidores del mercado incurren en costes de agencia, no se eliminarán por competencia. Debemos añadir, que las pérdidas en dichos mercados se pueden sostener durante largos períodos de tiempo cuando los directivos desvían los flujos de tesorería generados internamente hacia el subsidio de las divisiones que no son rentables (Jensen, 1992b, pág. 658). Otros autores confían en que la competencia en tales mercados ejerza influencia en el gobierno de la empresa, pero en todo caso reconocen la lentitud de este mecanismo (Herzel, 1992, pág. 472)

No obstante, es de resaltar la interrelación existente entre la actuación de este mecanismo y el mercado de control empresarial, pues cuando este último es activo, la derrota en la competencia en el mercado de productos implica más fácilmente el cese de la dirección, en tanto que si es inactivo, hay que esperar a que se llegue a situaciones límite en las que peligra la supervivencia de la empresa (Arruñada, 1990b, pág. 26).

BIBLIOTECA VIRTUAL

3.6.-La banca como mecanismo de control

Una de las justificaciones teóricas de la existencia de intermediarios financieros descansa en la labor de control y supervisión que pueden ejercer sobre las empresas. La teoría positiva de la agencia considera a los intermediarios financieros como instituciones orientadas a la reducción de los costes de agencia. Ello se concreta en la capacidad que tienen para disminuir los problemas de selección adversa y riesgo moral asociados con las situaciones de información asimétrica existentes en la relación entre las empresas y sus proveedores de financiación. Al reducir los problemas de información y de incentivos, mediante la actividad supervisora, proporcionan un mecanismo adecuado de control y facilitan el establecimiento de relaciones financieras en el largo plazo.

El papel supervisor de los bancos es especialmente relevante ante circunstancias en las que los mercados financieros no pueden afrontar eficientemente los costes contractuales y las asimetrías informativas que surgen en la negociación de instrumentos financieros. En su actividad, los bancos contribuyen a completar los mercados financieros y a favorecer la asignación eficiente de recursos (Allen, 1994). Para ello (Andrés *et al.*, 1998): (1) realizan una supervisión delegada (*delegated monitoring*) de los inversores finales en nombre de los ahorradores (Diamond, 1984), lo que implica tanto tareas de evaluación de proyectos de inversión como de control del comportamiento de quienes reciben crédito; y (2) intentan establecer unas relaciones estables y a largo plazo con los prestatarios, con lo que facilitan un mecanismo para acuerdos financieros (*mechanism of commitment*) (Mayer, 1988) que se articulan como compromisos a largo plazo mediante contratos implícitos.

La realización de actividades de supervisión junto con el establecimiento de contratos implícitos genera unos vínculos muy estrechos entre las instituciones financieras y las empresas. Dichos vínculos, tradicionalmente denominados relaciones banca-empresa, suelen traducirse en un mayor control de las empresas por parte de dichas instituciones, a través de la dotación de créditos financieros, la imposición de restricciones sobre el uso de estos recursos recibidos, la supeditación del reparto de dividendos, la limitación de las inversiones empresariales a un determinado nivel de riesgo,

etc[125]. El control puede derivar incluso en una participación directa, como es la inclusión de representantes de los bancos en los consejos de administración de las empresas, caso típico de las empresas de países con sistemas financieros orientados hacia la banca.

En los últimos años, los efectos de la deuda bancaria -y de las participaciones industriales- sobre la financiación de las empresas no deja de suscitar una interesante discusión. Entre sus ventajas se destacan las siguientes: propician una mayor estabilidad de las relaciones contractuales y así atenúan los problemas de riesgo moral; en el caso de suspensión de pagos o quiebra, los acreedores -fundamentalmente bancarios- son más propensos a la resolución interna de esos sucesos; favorecen la adquisición de reputación y la continuidad de las relaciones y facilitan el desarrollo de las empresas en los primeros años de andadura. Por el contrario, esa excesiva estabilidad puede desalentar la innovación financiera y es posible que surjan conflictos de intereses entre las partes vinculadas a través de relaciones contractuales. Además, una gran dependencia bancaria genera una concentración de riesgos no siempre conveniente e impide beneficiarse de los efectos derivados de una diversificación eficiente126.

Con todo, no hay evidencia empírica concluyente de que la actividad de control y supervisión de los intermediarios financieros conduzca a las empresas a obtener mejores resultados. No obstante, algunos trabajos recientes arrojan algo de luz sobre las consecuencias de la labor supervisora de los intermediarios. En este sentido, parece ser cierto que las economías en las que predominan los bancos son más capaces de atenuar la variabilidad de los niveles de rentabilidad económica en el tiempo de las empresas (Allen y Gale, 1995); que las relaciones empresa-intermediario proporcionan un elevado grado de confidencialidad que incentiva las inversiones a largo plazo, como pueden ser los gastos en investigación y desarrollo; y que la participación de los intermedarios en la propiedad de la empresa facilita la reorganización interna en caso de dificultades.

3.7.- Otros medios de supervisión externa.

Para finalizar el estudio de los diversos mecanismos de supervisión externa cabe citar, entre otras, dos fuentes complementarias no mencionadas hasta este momento. De un lado tenemos la supervisión que proviene de todo el entramado jurídico al que se ve constreñida la empresa (núcleo de contratos)[127]. Esta regulación pesa más en unos sectores económicos que en otros, y así es de destacar su importancia aún decisiva en el financiero, en el eléctrico, en las comunicaciones, y en las empresas públicas. Además, la relevancia de estos sectores se transforma en una mayor supervisión por parte de los propios accionistas y de la sociedad en general. Otras veces la regulación no proviene de la actividad desarrollada, sino de la forma de las operaciones, encontrándonos de lleno con la legislación antimonopolio.

Por otro lado, comentar las actividades de supervisión que realizan los productores de información económico-financiera (analistas de inversiones, consultores, y agencias, entre otros) y los medios de comunicación en general (y los especializados en temas financieros en particular) que suelen fijarse sobre todo en las empresas de mayor tamaño o en aquellas que se encuentran inmersas en escándalos

---

[125] La influencia de los bancos se ve potenciada cuando no existen otras alternativas viables de financiación externa y, obviamente, cuando participan en la propiedad de la empresa (Prowse, 1994).

126 Para ahondar en los pros y contras del fenómeno pueden consultarse los trabajos de Berglöf (1990b) y Prowse (1994). Para el caso español, Azofra (1995), Bergés y S. del Villar (1991), Cuervo (1993) y Salas (1993).

[127] Autores como Oviatt (1988, ppág. 219-220) hacen también referencias a otro tipo de usos que actúan como

financieros, perderse en las discusiones de estadísticas (para unos positivas, para otros no tanto) y en la gestión de las empresas públicas. Véase en Jensen (1982) una propuesta hacia una "teoría de la prensa".

El estudio de Moyer *et al.* (1989), en la línea de lo expuesto por Jensen y Meckling (1976), sugiere que los analistas de títulos desempeñan un papel importante en el control de los costes de agencia (tanto en la relación directivo-accionista como en el conflicto accionista-obligacionista), con lo que los beneficios de la actividad del análisis de títulos se reflejaría en un mayor "valor capitalizado de los derechos de propiedad de las sociedades" (Jensen y Meckling, 1976, pág. 128). Dicho estudio manifiesta que la actividad de los analistas financieros ha venido condicionada por la posibilidad de mayores conflictos de agencia, pero también por las demandas de información de los inversores, lo que contribuye a la eficiencia informativa del mercado.

En todo caso podemos afirmar que el mecanismo de control que se emplee con mayor profusión para limitar la discrecionalidad directiva en último extremo variará de país a país (siendo remarcable la importancia fundamental del ambiente legislativo y judicial reinante), de sector a sector (algunos son más proclives para que se presenten los problemas de agencia) e incluso de empresa a empresa.

Puesto en relación con el mecanismo de disciplina que suponen las tomas de control, la compensación directiva es importante por dos razones (Mikkelson y Ruback, 1985, pág. 233): (a) desde la perspectiva de la empresa oferente, la operación de toma de control supone una gran inversión, de manera que en la medida en que ésta se realiza por un interés propio de la dirección en lugar de la maximización de la riqueza del accionista, suministra una indicación de cómo son de efectivos los planes de compensación para eliminar el conflicto de intereses entre accionistas y directivos en la sociedad adquirente; y (b) la oposición de la dirección de la empresa objetivo ante un intento de toma de control puede suponer un incremento en el coste de la oferta, indicando la relación oposición/compensación de la dirección de la sociedad objetivo el punto hasta el cual la negativa viene motivada por el propio interés de la dirección ocupante.

Boyd (1994) nos presenta un trabajo en el que se analizan conjuntamente distintas variables como determinantes de la compensación, mostrando que el mayor efecto lo presenta las características del consejo de administración como mecanismo interno de control (siendo mecanismos sustitutivos), en menor medida el tamaño (existiendo una relación positiva) y menor aún la rentabilidad.

En una valoración global, Jensen (1993) reconoce el fallo de los distintos mecanismos de control en la gran sociedad anónima norteamericana128: los mercados de capitales estuvieron restringidos por la ley y la práctica regulatoria desde la década de los años cuarenta hasta los setenta, momento en el que resucitan las operaciones de toma de control hostil, pero los cambios regulatorios de finales de los años noventan han vuelto a acabar con el mercado de control empresarial. Salvo excepciones, el sistema político-legal-regulatorio imperante tampoco ha resuelto el problema. Por otra parte, los mercados de productos y de factores actúan demasiado tarde para rescatar muchos de los recursos empresariales; y los sistemas de control interno también han fallado (salvo raras excepciones) y de hecho pocas veces los consejos de administración han disciplinado a la dirección si no ha sido en presencia de crisis externas (a pesar de que su actuación debería haberse producido *ex ante*). Parece

---

mecanismo de control, como los valores y normas de las asociaciones y organizaciones profesionales.

128 Prahalad (1994) también se muestra crítico con el funcionamiento del mercado de control societario norteamericano en la década de los ochenta (por otra parte, la de mayor explendor), pues representa más bien un indicador del fallo del sistema de gobierno empresarial, produciéndose el "activismo" de los accionistas como solución de último extremo, una vez que ha habido una destrucción previa de valor.

que este último mecanismo no ha actuado correctamente debido a los malos sistemas o normas que los regulan internamente, más que porque contaran con personal poco adecuado.

Según Jensen, los modelos de estructura de gobierno que han demostrado en la práctica ser de utilidad son el LBO (para sectores de bajo crecimiento o empresas en declive) y los fondos capital-riesgo (para empresas de alto crecimiento). Ambos se suelen organizar bajo la forma de sociedades en comandita, por tanto sociedades personalistas con responsabilidad limitada (*limited partnership*). Los sistemas de gobierno de ambos tipos de organizaciones resuelven la mayor parte de los problemas que anulaban al consejo de administración en la sociedad anónima como un elemento de control interno eficaz, y se caracterizan por: a) los acuerdos de responsabilidad limitada en el nivel más elevado de la dirección que prohiben a las sedes centrales la subsidiación cruzada de una división con el dinero en efectivo de otra, b) una alta participación en la propiedad por parte de los directivos y miembros del consejo de administración, c) la propiedad de acciones de cada unidad empresarial representa una fracción importante en la riqueza de los consejeros (que suelen ser los socios en el LBO o los capitalistas en los fondos de capital-riesgo), d) los consejos de administración con un número reducido de miembros (típicamente no más de ocho), e) que el Consejero Delegado (CEO) suele ser el único *insider* (directivo con participación en el capital de la empresa) en el Consejo de Administración y f) que los puestos de Consejero Delegado y Presidente del Consejo coinciden en pocas ocasiones[129].

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

[129] Véanse también las consideraciones al respecto de Patton y Baker (1987), recogidos en un apartado anterior.

CAPÍTULO II

TEORÍAS CLÁSICAS DE LAS TOMAS DE CONTROL EMPRESARIAL

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

En los tres próximos capítulos proponemos realizar un repaso de las explicaciones y teorías que han venido sirviendo de sustento y explicación a las operaciones de toma de control empresarial, fijándonos fundamentalmente en el concepto genérico de adquisiciones que integrará lacompra de participaciones significativas, las fusiones y las Ofertas Públicas de Adquisición de valores (OPAs).

Para ello dedicamos este segundo capítulo a examinar lo que podríamos denominar como "teorías clásicas" o "sinérgicas", pues todas ellas se basan en el principio de que la unión de las partes (empresas) tiene más valor que sus componentes, por el hecho de que la adquisición incorpora una sinergia. Cabe, por tanto, restringirlas fundamentalmente al ámbito de las fusiones.

Comenzamos realizando un repaso por el caso de las fusiones en presencia de mercados perfectos de capitales, para examinar posteriormente cómo distintas imperfecciones suelen estar en el origen del logro de las sinergias.

De esta forma revisamos los siguientes tipos de sinergia: operativas (economías de escala, alcance e integración vertical), fiscales, de monopolio o poder de mercado, y por diversificación o reducción del riesgo.

BIBLIOTECA VIRTUAL

1.- Las operaciones de adquisición cuando se verifican las hipótesis de mercados perfectos de capitales.

1.1.- Principio de Aditividad del Valor: Concepto e implicaciones para el análisis de las fusiones empresariales.

El Principio de Aditividad del Valor[130] (PAV) se desprende de la característica de equilibrio en los mercados, pero su campo de aplicación va más allá de un modelo particular de valoración de activos financieros como por ejemplo, el *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) que es consecuente con el PAV.

La implicación fundamental del PAV a la hora de evaluar los procesos de crecimiento externo (ya sea mediante fusiones, absorciones, adquisiciones, o tomas de control en general) es negar toda utilidad a un reagrupamiento de empresas tras el cual no se produzcan modificaciones en las características de los flujos de tesorería que definen a aquellas, bien sea en términos del montante de los mismos o del nivel de riesgo (Husson, 1990, págs. 17-18).

Myers (1968), Schall (1972) y Mossin (1973), siguiendo el espíritu de la formulación anterior de Modigliani-Miller, han argumentado que el valor se conserva (se obtiene aditividad en el valor)[131] bajo la adición de corrientes de ingresos, siendo las condiciones requeridas idénticas que para las

---

[130] Si un mercado está en equilibrio y el valor de un activo "A" es V(A) y el de otro activo "B" es V(B), valorados de acuerdo con los flujos netos de tesorería actuales y futuros que van a producir, el PAV nos dice que un activo "C", que es la suma de los flujos netos de tesorería de "A" y de "B", debe tener un valor de equilibrio igual a la suma de los valores de "A" y de "B", es decir, V(C) = V(A)+V(B) pues, en caso contrario, existirían posibilidades de arbitraje en el mercado, esto es, oportunidades de conseguir un beneficio sin aportar dinero ni asumir mayores riesgos. Todo ello se deriva de una de las propiedades fundamentales del equilibrio en los mercados financieros, la unicidad del precio.

[131] Con mayor precisión Haley y Schall (1979, pág. 203) enuncian el Principio de Aditividad del Valor (PAV) dentro de este contexto en los términos siguientes: "En equilibrio, el valor de mercado total de cualquier conjunto de corriente de ingresos (pagos de dinero en efectivo por las empresas a los inversores) recibido por los inversores en el mercado es el mismo a pesar de cómo ese conjunto de corrientes se combinan o dividen en corrientes de deuda o de fondos propios de una o más empresas".

proposiciones de Modigliani y Miller (1958), por lo que son más restrictivas que las generalmente reconocidas (Copeland y Weston, 1988, pág. 684).

Para que se verifique el PAV hemos de partir de que se cumplen hipótesis como: mercados de capitales competitivos y sin costes, no existencia de sesgo en la imposición sobre la renta personal, expectativas homogéneas, costes de transacción nulos y en general los supuestos que se engloban bajo el término de "mercados de capitales perfectos" (ver Haley y Schall, 1979, págs. 280 y 443). Sin embargo, también se verifican bajo hipótesis menos restrictivas (Haley y Schall, 1977, págs. 233-237).

De forma algebraica, para n conjuntos de corrientes generadas por los fondos propios o por la deuda de una o más empresas, $\tilde{Y}_1,\ldots,\tilde{Y}_N$ el PAV afirma que:

$$V_T = \sum_{i=1}^{n} V_i \text{ si } \tilde{Y}_T = \sum_{i=1}^{n} \tilde{Y}_i$$

donde Vj es el valor de mercado de equilibrio de la corriente de renta j.

Esto supone que la suma de los valores de cualesquiera corriente aleatoria de renta, que alcanzan una cantidad determinada (Y_T), es lo mismo que el valor de mercado de esta última corriente (V_T).

Basándonos en un modelo de equilibrio general de mercado como es el CAPM y siguiendo a Martin *et al.* (1988, págs. 557-558) podemos analizar el PAV en las fusiones empresariales (que no dejan de ser un caso muy particular de la decisión de inversión) y examinar cómo, en ausencia de sinergias, las fusiones y adquisiciones no aumentan la riqueza de los accionistas de la empresa que logra el control.

Sean dos empresas A y B, adquirente y adquirida, y supongamos que V_A, V_B, X_A y X_B representan, respectivamente, los valores de mercado (de equilibrio) y las corrientes de ingresos de tales entidades. De acuerdo con el CAPM:

$$V_A = \frac{E(X_A) - \varsigma Cov(X_A, R_M)}{1 + R_F} \text{ y } V_B = \frac{E(X_B) - \varsigma Cov(X_B, R_M)}{1 + R_F}$$

$$\text{donde: } \varsigma = \frac{E(R_M) - R_F}{\omega_M^{\ 2}}$$

Supongamos que tanto la empresa A como la B se financian al 100% con fondos propios. Si la empresa A decide adquirir el control total de la B, y no existe sinergia entre ambas, entonces $E(X_{A+B})=E(X_A)+E(X_B)$, luego de acuerdo con el CAPM:

$$V_{A+B} = \frac{E(X_{A+B}) - \varsigma Cov(X_{A+B}, R_M)}{1 + R_F} = V_A + V_B$$

Si existiera algún tipo de sinergia, entendida como un incremento de los flujos de tesorería de las dos empresas cuando se combinan en una única entidad, por un importe ÷, el valor de la empresa será $V_{A+B}=V_A+V_B+V_{\div}$, donde:

$$V_{\div} = \frac{E(X_{\div}) - \varsigma Cov(X_{\div}, R_M)}{1 + R_F}$$

Un aspecto a remarcar es que para justificar que la sinergia se debe al proceso de fusión no puede ser posible obtenerla por otros medios (por ejemplo, por los inversores individuales a través de su

decisión de formación y diversificación de cartera). En tanto que la empresa A no pague una prima por la empresa B por encima de V_{+}, los accionistas de A incrementan su riqueza, y también los de B, en el importe de la diferencia entre el precio percibido y el valor de la empresa B antes de la fusión.

Partiendo de las hipótesis de mercados perfectos (si bien realmente comentaremos que sólo son estrictamente necesarios los supuestos relativos a mercados de capitales sin costes, impuestos personales neutrales, igual acceso y expectativas homogéneas para todos los inversores, o en lugar de este último, coste de información nulo) se verifica el PAV aplicado a las adquisiciones empresariales, siendo una de las implicaciones más importantes de este principio para las finanzas empresariales el hecho de que la fusión no beneficiará a los accionistas de las empresas, salvo en el caso de producirse ganancias reales en términos de incremento en los flujos de tesorería totales de la empresa fusionada frente a las empresas antes de fusionarse, siendo los efectos de la diversificación irrelevantes para acometer la decisión de fusión (Haley y Schall, 1979, pág. 443).

Sin embargo, ¿qué ocurre con la decisión de fusión si eliminamos algunas de las hipótesis que sustentan el PAV?, es decir, ¿cuáles son las consecuencia de introducir imperfecciones? Examinaremos a continuación algunas de ellas siguiendo a Haley y Schall (1979, págs. 446-455).

Si suponemos que los procesos de dificultades financieras (insolvencia y quiebra) tienen un coste asociado y que éste es fiscalmente deducible, la corriente de renta distribuida por la empresa se verá disminuida en el importe de los costes esperados multiplicado por uno menos el tipo impositivo de gravamen en el impuesto sobre la renta de sociedades. Podríamos pensar que la fusión de empresas afectaría a alguno de los dos determinantes del montante de los costes esperados de dificultades financieras, a saber: la probabilidad de insolvencia y el valor de los costes de insolvencia, reduciendo la fusión los costes esperados, pues, para cualquier nivel de deuda total dado (y por tanto de pagos prometidos a los acreedores de ambas empresas) será menor la probabilidad de insolvencia, dada la disminución que se produce en la variabilidad de los flujos de tesorería tras la fusión siempre que las corrientes de flujos de tesorería de las empresas fusionadas están correlacionadas menos que perfecta y positivamente. En esta situación, la empresa resultado de la fusión puede desear elevar su deuda total por encima del nivel de endeudamiento de las sociedades fusionadas, y ello implicaría aumentar el pago de intereses y disminuir los impuestos que gravan la renta empresarial que, ante un esquema de valoración como el de Modigliani y Miller (1963), supondría un aumento en el valor de mercado de la sociedad fusionada; si bien a la vez se produciría un incremento en el valor esperado de los costes de quiebra, que en parte compensaría dicho aumento en el valor, llegándose a un nivel de deuda óptimo como consecuencia de esa relación de intercambio (trade-off), que a menudo será superior a la deuda total inicial de las empresas combinadas.

Por otra parte, si eliminamos la hipótesis de que las pérdidas fiscales no son enajenables, entonces la fusión permite a la empresa que presente un volumen de pérdidas importantes beneficiarse de forma inmediata de la cancelación de pérdidas en el ejercicio en el cual se produce la fusión, contra los beneficios actuales o futuros de una empresa rentable con la que se fusiona. Ello es importante, pues ante determinadas circunstancias, si la empresa con pérdidas en el ejercicio fiscal actual no obtuvo beneficios en un número determinado de ejercicios anteriores o no los tuviera en un número de años posteriores, perdería la posibilidad de compensar esas pérdidas con beneficios (pasados o futuros). Además, la fusión permite no incurrir en el coste de oportunidad derivado de la no capitalización, al tipo de interés adecuado, de las pérdidas fiscales en caso que las pérdidas se trasladasen hacia ejercicios económicos posteriores.

Un aspecto que ha suscitado una elevada controversia ha sido el hecho que si la fusión no supone una sinergia que incremente los flujos conjuntos de las empresas fusionadas, ¿cómo afecta dicho

proceso a los valores relativos de la deuda y de los fondos propios? Si se produce una fusión entre empresas en las que alguna posee deuda en circulación con riesgo, la fusión provocaría una ganancia inesperada para los poseedores de dichos títulos y una pérdida inesperada por igual importe para los accionistas de esa empresa, ya que la fusión mejora la posición de riesgo y los rendimientos de los primeros, en tanto que disminuye los rendimientos de los segundos, sin que el valor total de la empresa tras la fusión se vea modificado. Se produce, por tanto, una transferencia (expropiación) de riqueza de los accionistas hacia los poseedores de obligaciones con riesgo. Esto sucede siempre que la fusión combine en una misma empresa dos corrientes de rentas correlacionadas menos que perfecta y positivamente, es decir, siempre que se diversifique, ya que entonces se disminuye la probabilidad de insolvencia, pues se produce un efecto del "coaseguramiento" empresarial que examinaremos posteriormente. La única forma de la que disponen los accionistas para evitar esa pérdida de valor en sus títulos es recomprar o cancelar anticipadamente toda la deuda con riesgo en circulación antes de producirse la fusión (o expresándonos con mayor precisión, antes de que trascienda esa información a los precios de los valores en el mercado), siempre que la retirada de la deuda se pudiera hacer sin coste, para lo cual es necesario que se verifique la hipótesis de mercados competitivos. Si se produce esa recompra sin coste, volverán a emitir deuda tras la fusión por un importe igual a su valor anterior a la fusión, emisión que debería producirse a un menor tipo de interés que reflejaría la disminución del riesgo de insolvencia para los acreedores. Si se retira con coste (existe penalización), los accionistas pierden el valor del importe de la prima pagada.

Otra imperfección nace cuando consideramos la existencia de costes de transacción en los mercados de capitales, en cuyo caso la diversificación personal (por parte del inversor individual) se realizaría con coste, lo que supone que una empresa puede fusionarse para así conseguir formar una cartera de activos adecuada a las pretensiones del inversor. Sin embargo, en la actualidad ello es poco probable pues los costes de transacción no son muy elevados y, en todo caso, también la empresa incurre en ellos al realizar una fusión.

Si existieran sesgos en la imposición sobre la renta personal, el valor de las acciones de la empresa sería función de la política de dividendos que aquella desarrollara, pero ésta vendría íntimamente relacionada con la política de inversión, por lo que el resultado de la fusión sobre el bienestar de los accionistas sería incierto, dependiendo de los cambios producidos por ambas decisiones financieras como consecuencia de la fusión.

Si contemplamos expectativas heterogéneas y costes informativos, los efectos que una fusión provocaría dependen de las expectativas de los inversores con respecto a ésta (si incrementará los dividendos y las plusvalías de capital), que será función de la información disponible, de cómo se distribuye entre los inversores y de cómo es interpretada por ellos.

Otros autores, como Hay y Morris (1987, pág. 482), han calificado la actividad de las fusiones como "Capitalismo Utópico" cuando estas son las condiciones hipotéticas con las que se trabaja:

1) Se asume que los directivos son enteramente eficientes en el uso de los recursos. No hay ineficiencia-X o descuido en el reparto interno de los recursos, y estos son colocados externamente en los mercados más rentables desde el punto de vista de la empresa.

2) Los directivos actúan en sus decisiones como instrumentos complacientes de los accionistas y hacen efectivas las funciones de utilidad de aquellos al valorar diferentes corrientes de beneficio a lo largo del tiempo, de tal forma que el valor de mercado de la empresa se maximiza.

3) La valoración de la empresa en el mercado es un reflejo exacto de las potenciales ganancias actuales y futuras de la empresa. No se produce ignorancia ni incertidumbre (aunque habrá, por supuesto, riesgo).

4) Suponemos que en la actividad de fusiones los directivos de ambas empresas están actuando en el mejor interés de sus accionistas respectivos: esto requiere que la valoración de mercado de la empresa fusionada, VT, excederá la suma de las valoraciones de mercado con anterioridad a la fusión de las empresas constituyentes (suma de V_i, desde i=1 hasta n).

Si se verifican todas y cada una de las condiciones anteriormente expuestas, la ganancia generada con la fusión sólo puede ser reflejo de un aumento en la valoración real de los activos

1.2.- Las adquisiciones empresariales examinadas de acuerdo con el criterio del VAN.

En términos financieros, la compra de una empresa por parte de otra no deja de ser una decisión de inversión[132] desde la perspectiva de la adquirente, a la cual se aplicaría el principio básico de valoración en un contexto de certeza y mercados perfectos de capitales: se adquiere la empresa (acomete la inversión) si genera un valor actual neto (VAN) positivo para los accionistas de la empresa adquirente. Pero examinando el comportamiento de los accionistas de la sociedad objetivo, éstos actuarían de forma similar cuando han de decidir su venta, pues al fin y al cabo, para ellos no es más que un proceso de desinversión.

Sin embargo, el cálculo del VAN en este tipo de operaciones es difícil de determinar (si no imposible) por las especiales características de estas decisiones de inversión/desinversión, como por ejemplo (Ross *et al.*, 1990, pág. 767; Brigham y Gapenski, 1990, págs. 858-859):

1) Los beneficios de las adquisiciones, que se denominan comúnmente como "sinergias", son difíciles de estimar empleando técnicas de actualización de los flujos de tesorería.

2) Se debe determinar qué efecto tendrá, si lo hubiera, la fusión en la propia tasa de retorno requerida sobre los fondos propios de la empresa adquirente.

3) De estas operaciones dimana una elevada complejidad en aspectos contables, fiscales y legales.

4) Son un mecanismo importante de control de los accionistas. Algunas fusiones parecen que son consecuencia del conflicto de intereses entre accionistas y directivos, por lo que a veces se materializan en transacciones no amistosas.

5) A menudo el análisis se centra en el valor total de las empresas implicadas (o de ambas por separado), pero habitualmente afecta a los valores relativos de las acciones y de la deuda.

6) Se debe decidir cuánto y de qué forma realizar el pago por la fusión, siendo el primero de estos aspectos objeto de un proceso de negociación entre los directivos de las empresas (en caso de fusión), con el fin de repartirse los supuestos beneficios.

A pesar de la dificultad intrínseca por cuantas razones hemos mencionado anteriormente, analicemos la compra de una sociedad de acuerdo con los principios básicos de la Teoría de Presupuesto de Capital[133] (Brealey y Myers, 1991, pág. 817 y ss.[134]; Shapiro, 1990, págs. 935-937):

---

[132] También se deben examinar sus repercusiones en cuanto a la forma de financiación, pues ésta puede modificar la estructura de capital objetivo u óptima de la entidad adquirente, puede conllevar efectos señal la emisión de nuevos títulos, puede solventar problemas de comportamiento desleal por parte de la dirección, entre otras acciones.

[133] Sin embargo, es una decisión de presupuesto de capital muy especial, pues en muchos casos tenemos una referencia objetiva del valor del proyecto evaluado (la empresa objetivo), a través del valor de mercado de la sociedad, por lo que aplicar tan sólo las técnicas de actualización de flujos supone obviar una información valiosa

La Ganancia para la sociedad adquirente será igual a la diferencia entre el valor de conjunto de ambas empresas (VA_{AB}) y el valor de las empresas fusionadas antes de que ésta tuviera lugar (VA_A y VA_B):

$$\text{Ganancia} = VA_{AB} - (VA_A + VA_B)$$

Por otra parte, el Coste de la adquisición, y supuesto que ésta se realiza al cien por cien en efectivo, será la diferencia entre el dinero entregado y el valor de la empresa adquirida[135]:

$$\text{Coste} = \text{Efectivo} - VA_B$$

El VAN[136] de la decisión de inversión (fusión) para la empresa adquirente (A) de otra empresa (B) será la diferencia entre Ganancia y Coste, es decir:

$$VAN_A = [VA_{AB} - (VA_A + VA_B)] - [\text{Efectivo} - VA_B] = VA_{AB} - \text{Efectivo} - VA_A$$

En el caso de que la operación se financie con acciones de la empresa adquirente137, el Coste de la fusión sería:

$$\text{Coste} = xVA_{AB} - VA_B$$

donde x es la fracción de la empresa combinada (AB) que perciben los accionistas de la empresa adquirida (B) de los accionistas de la empresa adquirente (A). Con ello la expresión del VANA quedaría como:

$$VAN_A = (1 - x)\, V_{AB} - V_A$$

La particularidad que presenta este caso proviene de que si se ofrece dinero en efectivo, el coste de la fusión no se ve afectado, pero si se ofrecen acciones, el coste de la adquisición depende de la ganancia porque éstas afectan al precio de la acción tras la fusión.

En estas formulaciones, a la hora de estimar los beneficios de la adquisición, nos centramos en si existe alguna ganancia que se obtenga como consecuencia directa de la fusión (con independencia de su reparto entre las empresas adquirente y adquirida), en tanto que al estimar el coste nos preocupamos de cómo se dividen esas ganancias entre las dos empresas que participan en el proceso. Dicho de otra forma, la Ganancia es el incremento de riqueza que logra la economía en su conjunto, en tanto que el Coste es la ganancia para los propietarios de la empresa adquirida (B) y el VAN calculado es la ganancia para los propietarios de la empresa adquirente (A). Ello no deja de ser un análisis excesivamente simplista, pues existen otros partícipes en la corriente monetaria que genera la fusión (como los asesores legales, la banca de inversión o el Estado).

Todo el desarrollo anterior se fundamenta en el supuesto de una perfecta valoración por parte de los mercados (mercados perfectos); sin embargo, la diseminación de información puede modificar el

---

(Myers, 1990, pág. 395).

[134] Este análisis se basa en Myers (1976).

[135] Si la empresa objetivo está infravalorada en el mercado, el coste podría ser negativo.

[136] Las adquisiciones por medio de crecimiento externo, en un mercado competitivo, implicarían que los VAN de tales inversiones probablemente fueran cero. Sin embargo, si esas inversiones pueden servir de base para opciones adicionales que incorporan valor, la estrategia puede tener éxito (Copeland y Weston, 1988, pág. 686). En este caso el valor de la inversión se vería incrementado por el valor de la opción que incorpora.

[137] En la financiación con títulos puede haber problemas de señalización al mercado que analizaremos posteriormente.

valor de mercado de las empresas antes de la fusión, si consideramos mercados imperfectos desde la perspectiva informativa.

La cuestión fundamental del análisis de la generación de riqueza o creación de valor en un proceso de fusión, en definitiva, que el VAN de la operación sea positivo, si la dirección de la empresa al acometer la decisión no se desvía del objetivo financiero de los propietarios[138], será preguntarse, en su caso, ¿por qué dos empresas juntas valen más que por separado?, es decir, ¿cuál es el origen de las rentas económicas adicionales?

Para ello cabe esperar que la entidad oferente buscará posibles candidatos a la adquisición que tengan buenas perspectivas futuras de crecimiento, donde las tendencias subyacentes sean atractivas y las dinámicas competitivas positivas, donde pueda haber fuerza complementaria en actividades y la dirección estratégica sea compatible con la adquisición. Son las cuatro dimensiones básicas del análisis de las adquisiciones y servirán para encontrar empresas candidatas que añadirán valor a la organización combinada.

En este sentido, Myers (1990) expone que en el proceso de cuantificación de los beneficios[139] y de los costes derivados del proceso de fusión (siempre calculados de forma incremental) muchas veces no se deberían de emplear las técnicas basadas en la actualización de flujos de tesorería, en tanto que en la valoración de la empresa objetivo debemos de partir de cero, para examinar si existe un error de valoración por parte del mercado[140].

2.- Teorías clásicas explicativas de los procesos de toma de control.

La concepción clásica de las sinergias en las tomas de control habitualmente hace referencia al hecho de que el valor conjunto de dos unidades económicas (empresas) es mayor que el valor de cada una de ellas por separado. Dentro de este concepto genérico de sinergia como elemento del que surgen las ganancias y motiva el proceso de adquisición cabría diferenciar varias modalidades en función del origen del incremento de valor. Así, podemos enumerar las formas tradicionales de sinergia que suelen implicar la combinación de las entidades. En este sentido hablamos de la sinergia operativa, para referirnos a la generada generalmente por economías de escalas o de alcance; pero igualmente podríamos mencionar la sinergia financiera, vista como la capacidad de los altos directivos para asignar internamente el capital de forma más eficiente que los mercados de capitales; o la sinergia

---

[138] Algunos de los factores que contribuyen a alcanzar este objetivo desde un punto de vista de la formulación estratégica son (Boguee y Buffa, 1986, pág. 125): la escala, referida al tamaño de la oportunidad estratégica disponible; los rendimientos, referidos a la capacidad de la oportunidad estratégica de producir rendimientos por encima del coste del capital; el crecimiento, referido a las magnitudes del aumento potencial en las oportunidades estratégicas; y el mantenimiento a largo plazo, para añadir de forma sostenible valor económico en el futuro.

[139] Se diferencian tres clases: los asimilables al ahorro fiscal, que se valoraran de forma parecida a un préstamo o endeudamiento a un tipo libre de riesgo; los flujos de tesorería operativos, para los que se aplican las técnicas de actualización de flujos, y las opciones reales (de crecimiento y similares) que se podrían valorar por medio de contratos contingentes.

[140] La infravaloración de la empresa objetivo, aún empleando la técnica más refinada de actualización de flujos, puede producir errores aleatorios. En ocasiones se argumenta que la empresa vale menos que si se liquidan sus activos, pero se olvida la dificultad que ello supone cuando hablamos de una empresa de gran tamaño y los costes (en tiempo y dinero) que implica. A veces contamos con dos valores de mercado como referencia: el valor de mercado de los títulos de la empresa y el valor de mercado de los activos reales (productos) que comercializa o en los que se sustenta la actividad de la sociedad, ¿por qué pensar que se equivoca el primer mercado a la hora de valorar y no el segundo? En último extremo, si realmente es una ganga, quizás sea mejor ser accionista de la empresa objetivo con el propósito de mantener una inversión financiera, que pagar una prima para tomar el control de la dirección de la empresa (Myers, 1990, pág. 401).

fiscal, como consecuencia de oportunidades de eludir el pago de impuestos; y la sinergia directiva, cuando la capacidad de gestión y supervisión por parte de la alta dirección de la sociedad adquirente se produce en exceso, de forma que la asignación de dicha capacidad supondría dedicar un recurso ocioso a su empleo más adecuado. En resumen, la obtención de sinergia por parte de las entidades compradora y vendedora en un proceso de toma de control supondría que las sociedades, o la sociedad resultante, sería gestionada de forma más eficiente.

Un elemento contra el concepto de sinergia es el por qué se produce la toma de control en ese momento y no en otro anterior en el que la sinergia también pudo estar disponible. Quizás la respuesta sea que el descubrimiento de la sinergia es fruto de un proceso aleatorio o que de hecho no estuvo disponible anteriormente.

Desde una perspectiva de analizar las fusiones en un marco de valoración dado por el mercado de capitales, Lintner (1971, pág. 102) se cuestiona si las fusiones en la "actualidad" (las posteriores a 1950) pueden aumentar el valor de la entidad tras la fusión cuando no están disponibles ganancias en los beneficios derivadas de aumentos en el poder de mercado, economías de escala u otro tipo de mejoras de eficiencia. Aún en este caso, argumenta que existen al menos cinco fuentes de aumento del valor de mercado (del conjunto de todos los títulos) en el momento y el acto en sí de la fusión, ceteris paribus, cuando los mercados de valores se encuentran en un equilibrio puro competitivo justamente antes y después de la fusión. Esas ganancias nacen de: (a) el tratamiento fiscal favorable hacia las fusiones, (b) las ganancias de un mayor apalancamiento y/o un menor coste de la deuda debido al tamaño junto con la posibilidad de una disminución de la probabilidad de quiebra (propuesta de forma independiente por Lewellen, 1971 y Levy y Sarnat, 1970), (c) las ganancias derivadas de juntar dos corrientes de renta que seguramente están correlacionadas menos que perfectamente lo que permite mantener la rentabilidad disminuyendo el riesgo, (d) el logro de oportunidades por medio de las fusiones para manipular o explotar legalmente el "aura de discreción" dentro de los "principios contables generalmente aceptados" en los informes a los accionistas; e independientemente, y (e) ganancias automáticas e instantáneas en el beneficio por acción en una clase importante de fusiones (derivados del efecto PER).

2.1.- Sinergias operativas y tomas de control: El caso de las economías de escala, de alcance y de integración vertical.

Un argumento típico que se esgrime a menudo en las operaciones de crecimiento externo, sobre todo si el objetivo es la expansión o la diversificación relacionada, es el logro de economías de escala[141] y de alcance[142].

Sin embargo, parece que la consecución de este tipo de economías sólo está disponible para los procesos de fusión, de forma que no es posible alcanzarlas si las sociedades continúan realizando su actividad productiva y de comercialización de forma independiente, porque el crecimiento interno está inhibido por un mercado limitado, la competencia oligopolista entorpece la especialización al fomentar

---

[141] Se pueden definir como "aquellas que se producen cuando el aumento de tamaño de una única unidad operativa produciendo o distribuyendo un único producto reduce el coste unitario de producción o distribución" (Chandler, 1990, pág. 17). Su consecuencia será que "el coste medio de producción decrezca al aumentar el *output* por unidad de tiempo" (Salas, 1990, pág. 68).

[142] Las economías de alcance se definen por Chandler (1990, pág. 17) como aquellas que se generan "por el uso de un proceso dentro de una única unidad operativa para producir o distribuir más de un producto". Según Salas (1990, pág. 68) surgen cuando "el coste total de producir cantidades positivas de varios productos en una misma empresa sea menor que la suma de costes bajo producción de empresas independientes".

la heterogeneidad de productos o porque los mayores costes indirectos de comercialización se pueden cubrir por las grandes empresas con mayor facilidad (Sutton, 1983, pág. 148).

Según Scherer (1980, págs. 81-84) podemos diferenciar tres categorías dentro de las economías de escala[143]: las economías específicas de producción, asociadas con el volumen para cualquier producto único fabricado y vendido; las economías específicas a una planta productiva, unidas con el producto total de la planta cuando acomete una producción compleja; y las multiplanta, ligadas con operaciones de una única empresa en múltiples plantas. Las primeras surgen por el hecho de aumentar el número y especialización de los productos, así como por las economías de aprendizaje. A nivel de planta tenemos economías por aumentar el tamaño de las unidades de los procesos individuales, por "reservas concentradas" y por incrementos en la especialización de la fuerza de trabajo. En las economías multiplanta también aparecen los efectos de la especialización y surgen "reservas concentradas", produciéndose economías en producción, inversión y distribución física, en los aspectos financieros y de extensión del riesgo y en la promoción de ventas (ver Scherer, 1980, págs. 102-116).

El caso más común es argumentar economías de escala en fusiones horizontales (aunque muchas de ellas surgen también por crecimiento interno), que pueden producir economías técnicas a nivel de planta[144], si el trabajo se puede reorganizar en instalaciones de mayor dimensión, pero también se pueden producir beneficios a nivel de empresa (comunes con fusiones verticales y no relacionadas), si se comparten actividades administrativas, de investigación, etc. que sean indivisibles y de elevados costes fijos, además de que no estuvieran explotadas por completo, dado que permite su reparto entre una producción mayor. Se pueden alcanzar siempre que haya en una empresa un mínimo de cargas de estructura susceptibles de ser asignadas sobre un volumen de producción superior. Los sectores intensivos en capital parecen ser los más proclives (Husson, 1990, pág. 22). En el caso de economías en los procesos de integración vertical, hay que contraponer las ventajas de aumentar la escala (lo que llevaría a desintegrar) con la mayor seguridad y los menores costes de transacción[145] del proceso integrado (Scherer, 1980, pág. 90). Dentro de este mismo razonamiento hay que considerar que se logra una coordinación más eficiente de las diferentes etapas del proceso productivo, lo que habrá que sopesar frente a los costes de comunicación y varias formas de negociación que se pueden evitar con la integración vertical.

Para que se generen las economías a nivel de planta se debe producir una concentración de la producción en una o unas pocas instalaciones, lo que a menudo no ocurre. Así se expresa Schmalensee (1990, pág. 56) para el caso de crecimiento externo; "sólo dan lugar a economías cuando se integran

---

[143] No debemos confundir las economías de gran tamaño y las de escala, ya que las primeras parecen alcanzar a todos los ámbitos de la empresa y no sólo a la producción y, cuando ocurren en el ámbito productivo, se suelen deber más a una posición de dominio en el mercado de factores y al poder de negociación que a una eficacia superior, luego se generan a nivel de empresa (Jacquemin, 1982, pág. 34).

[144] Las economías de producción u operativas por economías de escala no estarán disponibles a corto plazo dado que la fusión simplemente juntará dos pequeñas plantas de tamaño subóptimo. Debe pensarse en la obtención de una ganancia a largo plazo cuando la producción total se pueda concentrar en una única planta (Hay y Morris, 1987, pág. 483). Asímismo, para que aparezcan las economías deberían estar disponibles en el sector con anterioridad a la fusión y que las empresas estuvieran operando a niveles de actividad que se aproximen al que es necesario para lograr dichas economías (Copeland y Weston, 1988, pág. 684).

[145] Son aquellos involucrados en la transferencia de bienes y servicios de una unidad operativa a otra. Si se realizan entre empresas o entre individuos, usualmente implican la transferencia de derechos de propiedad y son definidas en términos contractuales, en tanto que si son dentro de la empresa se definen por procedimientos contables (Chandler, 1990, pág. 17). Especialmente son menores los costes de transacción cuando los bienes o servicios se han de contratar repetidamente y en pequeñas cantidades.

las operaciones, de forma que se hacen las mismas cosas de manera diferente o se producen cosas diferentes de manera similar". Según Kitching (1967) es más fácil conseguir ventajas a nivel empresarial o puede que el coste de reasignar la producción suponga un componente de poca relevancia frente al nivel de empresa, y por ello las actividades de la economía en planta sean menos importantes (Sutton, 1983, pág. 150). Además, el tamaño es un factor a considerar, pues generalmente es necesario un tamaño mínimo para que surjan estas economías y tienen igualmente un límite, por lo que se darán en empresas medianas y no en las líderes del mercado (Sutton, 1983, pág. 151).

Según Hay y Morris (1987, págs. 41-70) son fuentes de economías de escala a nivel de planta: la especialización y la división del trabajo en el área productiva, la existencia de indivisibilidades, las economías de aumento de las dimensiones físicas en algunas plantas y las economías de los recursos naturales; en tanto que surgen a nivel de empresa: las economías de algunas operaciones multiplanta (por existencia de mercados geográficos dispersos y costes de transporte significativos en el envío de los productos a los mercados, la adición de nueva capacidad en el tiempo, el hecho de lograr la especialización productiva en diferentes plantas y tener mayor flexibilidad en sus operaciones, y las economías derivadas de la integración vertical de plantas y del coste de la dirección.

En términos parecidos se expresa Schmalensee (1990, págs. 57-58) al exponer como principales fuentes de economías de escala a nivel de planta: consecuencias físicas del aumento de escala, economías estocásticas y la especialización a nivel de producción, en tanto que a nivel de empresa menciona la mejora de la coordinación, la especialización empresarial y las ventajas en el cambio técnico.

Además, entre las economías de escala cabría incluir las economías directivas en áreas funcionales como producción, investigación, etc., lo que supondría economías en funciones directivas específicas. También podrán producirse ahorros en funciones directivas generales (planificación y control) que se asume siempre que están infrautilizadas en cierto grado.

Las economías de alcance se producen cuando una planta puede tener producción conjunta, y su justificación proviene del hecho de que algunos factores productivos son "públicos", en el sentido de que una vez adquiridos para su uso en la producción de un bien, están disponibles sin coste para la aplicación en la producción de otros, porque los recursos que se pueden compartir por los procesos utilizados en la fabricación de varios productos (como, por ejemplo, la capacidad instalada en exceso para la producción del producto principal de la sociedad) incentiva a la empresa a la búsqueda de otros productos que puedan hacer uso de la capacidad sobrante; y por complementariedades de costes, esto es, si el coste marginal de producir un producto cae cuando aumenta el nivel de producción (Hay y Morris, 1991, págs. 36-37). Este tipo de economías se produce en los procesos de crecimiento externo cuando la empresa adquirida posee activos que no se pueden reproducir o separar de la matriz o si el proceso realizado vía mercado implica elevados costes (Sutton, 1983, pág. 151). Supone por tanto una economía en costes de transacción.

El desarrollo o uso adecuado de activos específicos infrautilizados es una de las causas de la diversificación en conglomerado, si bien habría que contemplar también las opciones de venta (quizás difícil porque los componentes inmateriales no los valore el mercado adecuadamente) o las de acuerdo con otras empresas (Sutton, 1983, págs. 68-70).

Las explicaciones de economías de integración vertical se unen al tamaño del sector y no al de la empresa. Una explicación que podríamos calificar de tradicional se centra en las condiciones de oferta para recursos esenciales, en la que la economía surge por el enfoque de costes de transacción, centrando su atención esta explicación más en éstos que en el precio de los recursos. Dentro de la

vertiente tradicional se encuentran justificaciones referidas a que la integración vertical conduce a reducir los costes operativos o de transporte por situar dos procesos integrados verticalmente en una misma planta. En el caso de que se produzca hacia atrás sobre sectores suministradores del recurso, como un método para asegurar el precio donde la oferta está monopolizada, se desconfía de su calidad, o para evitar ser descubierto por un rival. La integración hacia adelante suele presentarse por un oferente monopolístico de un recurso en un sector competitivo del producto, o cuando un oferente monopolístico de un recurso se enfrenta con un comprador monopolístico que está dedicado a la fabricación del producto (Hay y Morris, 1985, págs. 50-70).

Las fusiones de integración vertical pueden reducir los costes al reemplazar las transacciones de mercado "entre" empresas, por la planificación y la coordinación "intra" empresas. Las primeras implican tiempo para la dirección en buscar información, llevar las negociaciones y realizar los pagos entre las sociedades. La entidad fusionada tendrá acceso a mejor información y con un coste menor, dado que es más fácil supervisar la actividad dentro de una empresa que obtener información sobre las actividades de otra empresa distinta a través del mercado. Los niveles de existencias se pueden reducir y pueden generarse economías técnicas específicas.

Podríamos apuntar también las economías de red que surgen en las empresas de agua y energía y en los sistemas de distribución, y que tienen características de las economías de escala y alcance (Salas, 1990).

Un problema que presentan las economías descritas anteriormente es la necesidad de coordinar y combinar las partes de la organización con buen funcionamiento (cuando el crecimiento es por fusión) y, a la vez, eliminar lo que no se necesita, ya que si una empresa es potente en un recurso y deficitaria en otro, supone la infrautilización de algunos de los factores existentes a la vez que una inadecuada inversión en otros (Weston *et al.*, 1990, pág. 194; Copeland y Weston, 1988, pág. 685). Quizás se produzcan procesos de deseconomía de escala a partir de ciertos tamaños por problemas de transmisión de la información, coordinación de las decisiones y control presupuestario (Jacquemin, 1982, pág. 33). Además, como expone Scherer (1980, pág. 135), gran parte de los casos de economías de escala a nivel de producto o de planta puede que no recojan más que el fallo de la competencia para estimular una inversión en planta o en la selección de la especialización en el producto de forma eficientes.

2.2.- Sinergias fiscales[146].

2.2.1.- Fundamentos de las sinérgias de índole fiscal.

Uno de los argumentos más clásicos esgrimidos a la hora de explicar el por qué de la conveniencia o ganancia económica asociada al proceso de fusión, en términos de creación de valor para las empresas, ha sido la existencia de lo que damos en denominar como sinergias fiscales.

Evidentemente, esta justificación al igual que otras formas de sinergia podemos decir que en gran medida se fundamenta en una imperfección del mercado, la existencia de impuestos, o más concretamente, en el tratamiento fiscal diferencial que establece el Impuesto de Sociedades (IS) frente al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). El sesgo impositivo viene generado por la

[146] Como tendremos ocasión de comentar al analizar las sinergias financieras, éstas a veces tienen una gran interrelación con las fiscales y con las de reducción del riesgo, que examinaremos posteriormente.

legislación de cada tributo (como pérdidas no acumulables o discriminación de las rentas por razón de su origen). Para evaluar la importancia económica de las sinergias fiscales y como factor explicativo de las tomas de control en último extremo, como en el caso de otras clases de sinergias, será la evidencia empírica la que demuestre, por ejemplo, si modificaciones en la regulación fiscal provocan cambios en las adquisiciones (en términos, por ejemplo de posibilidad de ocurrencia o ganancias derivadas); si bien, la importancia de este factor como determinante de la actividad de fusiones varía con la disponibilidad de métodos alternativos para lograr las mismas ventajas en las que se apoyan las sinergias fiscales como, por ejemplo, los créditos fiscales (Martin *et al.*, 1988, pág. 558).

También debemos resaltar que las sinergias aquí recogidas no suponen la creación de riqueza para la economía en su conjunto, sino una redistribución del Estado a los participes del proceso de fusión[147], lo cual no nos debe hacer pensar que perseguir la reducción de la carga impositiva no sea un medio adecuado para buscar la eficiencia empresarial.

Las fusiones en las cuales la principal razón de producirse es el ahorro de impuestos, desde la perspectiva de las sinergias empresariales, sucede sólo si se requiere consumar el proceso de fusión para obtener el beneficio fiscal, si las ganancias fiscales exceden al coste total de la fusión o si no existen alternativas con un coste menor (Smirlock *et al.*, 1985, pág. 3.)

A menudo se realiza una clasificación entre dos clases de fusiones según su estatus fiscal: las "fiscalmente libres" y las "sujetas a gravamen", diferenciación que obedece a si los impuestos sobre las ganancias o pérdidas de capital de los accionistas se pueden diferir en el tiempo o deben liquidarse inmediatamente, resultando ser el principal factor determinante de este hecho el medio de pago empleado como contraprestación de la adquisición, consideradas como "fiscalmente libres" aquellas en las que el pago se produce por medio de títulos de la sociedad oferente supera un determinado porcentaje. En este sentido, la capacidad para realizar la compra de esta manera parece que crea un incentivo que, con independencia de las consecuencias fiscales empresariales que examinaremos posteriormente, aumenta la probabilidad de fusión[148] (Smirlock *et al.*, 1985, pág. 8).

Las sinergias fiscales[149] se pueden presentar de distintas formas no excluyentes entre sí, entre otras:

a) Escudos o créditos fiscales por pérdidas acumuladas y otros créditos fiscales.

La normativa del IS a menudo establece que cuando una empresa ha tenido pérdidas acumuladas durante los últimos ejercicios económicos, se pueden compensar con los beneficios de los ejercicios pasados o futuros (con limitaciones temporales y la pérdida por el coste de oportunidad del dinero). Si las perspectivas de una empresa, sea la sociedad adquirente o la objetivo no son muy buenas, o prefiere que el ahorro fiscal se produzca de inmediato, pudiendo compensar los beneficios de una con

---

[147] Si nuestro debate fuera el estudio de la creación de valor a nivel de la economía en su conjunto, no cabe duda que los incentivos fiscales a las fusiones empresariales, como algunas otras explicaciones relativas a las adquisiciones, son un juego de suma nulo, en este caso frente a la Hacienda Pública.

[148] Ese incentivo bien pudiera venir de una sinergia de tipo financiero o de estructura de capital, pues el medio de pago (efectivo o títulos) puede realizarse de formas muy diversas que afectan a la estructura de capital y de propiedad y que pueden enviar señales al mercado o contribuir a reducir el problema de agencia. Por ejemplo, no es lo mismo el pago con efectivo procedente de los recursos de la empresa que cuando se logra mediante una emisión de deuda. De igual forma, genera diferente incentivo el intercambio de títulos que forman parte de la autocartera que cuando hay que proceder a la emisión en el mercado primario. Todo ello se examinará posteriormente.

[149] El análisis que vamos a emplear aquí no considera un marco de equilibrio, sino tan sólo distintos hechos fiscales que pueden generar un incremento de los flujos de tesorería. Para un estudio dentro de un marco de equilibrio se puede consultar el trabajo de Gilson *et al.* (1986).

las pérdidas de la otra (Sutton, 1983, pág. 151; Scherer, 1980, pág. 133; Lintner, 1971, pág. 107), la transferencia de la pérdida fiscal constituye "un incentivo neto para la fusión, que de otro modo no tendría justificación" (Steiner, 1975, pág. 80).

Pero no sólo son las pérdidas acumuladas, sino que existen otros tipos de créditos fiscales como ocurre con algunos gastos deducibles de la cuota del IS por: inversiones, gastos de I+D con tratamiento fiscal especial, amortizaciones aceleradas o deducciones por doble imposición en el extranjero, que quizás no se puedan aplicar en el ejercicio corriente ni en los venideros (con el consiguiente coste de oportunidad de los fondos antes citado), lo que generaría un incentivo a una adquisición basada en razones fiscales como las aquí expuestas.

b) Reducción de la deuda impositiva de los próximos ejercicios.

Aún en el caso de que las dos empresas que se fusionan tuvieran en el momento de la unión unos resultados positivos, la fusión puede reducir los gastos fiscales futuros si se disminuye la variabilidad de los flujos netos de tesorería como consecuencia de la fusión (explicación por tanto muy unida a las sinergias por reducción del riesgo).

Majd y Myers (1984) exponen que en ejercicios fiscales futuros los beneficios de una empresa se podrían compensar o reducir con las pérdidas (si ocurren) de la otra sociedad, generándose un ahorro de impuestos, y por tanto una disminución del valor actual de los gastos fiscales, tanto mayor cuanto menor es el coeficiente de correlación de los flujos netos de tesorería de las empresas objeto de fusión (de nuevo, vinculado a la sinergia de reducción de riesgo). Los dos autores demuestran que la deuda impositiva con la Hacienda Pública es equivalente a una cartera de opciones de compra (*call*)[150], disponibles para cada uno de los años en los que se generan flujos netos de tesorería. El poseedor de la opción de compra es la Hacienda Pública y la ejercerá si la empresa obtiene ganancias, con el fin de cobrar los impuestos, y por contra, la dejará expirar en caso de pérdidas[151] (ver Weston *et al.*, 1990, pág. 211).

c) Fiscalidad generosa hacia las fusiones.

Como recoge Mascareñas (1992, pág. 6), a veces el Ministerio de Hacienda de forma graciable concede determinados beneficios fiscales a las sociedades que se ven involucradas en una operación de fusión (exenciones en los impuestos a pagar como consecuencia del proceso de fusión por conceptos como la actualización de balances o la afloración de activos ocultos), que en muchas ocasiones son exigidos por las propias empresas como requisito previo para fusionarse. El objetivo de la Administración al conceder tales beneficios suele ser alentar el proceso de concentración para acercarse a un tamaño más óptimo a fin de competir en mejores condiciones, fundamentalmente en mercados exteriores o ante la presencia de empresas extranjeras compitiendo en el mercado nacional, en una pretendida mejora para el sector en particular y para la economía en su conjunto. Véase, por ejemplo, el caso de las exenciones en las fusiones bancarias españolas.

---

[150] Recordar que el valor de la *call* disminuye cuando lo hace la volatilidad del activo subyacente (en nuestro caso, los flujos netos de tesorería de la empresa).

[151] Sea C_t el flujo neto de tesorería de la empresa fusionada en el año *t* después de impuestos. En ausencia de posibilidad de transferencia temporal de las pérdidas hacia ejercicios futuros o pasados:

$$C_t = Y_t - T \max (Y_t - d_t, 0)$$

donde Y_t es el flujo neto de tesorería antes de impuestos, d_t los gastos de amortización, y T es el tipo impositivo para la renta de sociedades. (Este análisis sólo considera los gastos de amortización como fiscalmente deducibles y que no influyen directamente en el flujo, pero igualmente podríamos hacerlo extensivo, por ejemplo, a las provisiones).

d) Revalorización de activos.

En los procesos de fusión se necesita regularizar los balances de situación y por tanto suelen aumentar las partidas del inmovilizado amortizable, que supondrán menores pagos de impuestos en el futuro, al aplicarse las amortizaciones sobre una base considerablemente superior a la inicial, constituyendo así un incentivo a la fusión.

e) El fondo de comercio o *good will.*

La aparición de un fondo de comercio por la diferencia entre el valor contable de la sociedad objetivo y el precio pagado por la empresa adquirente será un gasto amortizable en los próximos ejercicios económicos que no es deducible fiscalmente (Weston *et al.*, 1990, pág. 210).

f) Sustitución de ganancias de capital por renta ordinaria.

En general, esta posibilidad supone un incentivo al crecimiento por autofinanciación para evitar la doble imposición de los dividendos (Jacquemin, 1982, pág. 41). Así, las empresas en sectores maduros con pocas oportunidades de inversión interna y con dinero en efectivo disponible[152] pueden adquirir una sociedad en crecimiento para sustituir impuestos sobre la renta ordinaria (sobre los dividendos) por impuestos sobre las ganancias de capital (Martin *et al.*, 1988, pág. 559; Brealey y Myers, 1991, pág. 823). El proceso, como describen Weston *et al.* (1990, pág. 210), puede ocurrir en dos casos:

a) La empresa objetivo distribuye poco (o ningún) beneficio a sus accionistas a la vez que continuamente demanda fondos externos dado su proceso de crecimiento. Por su parte la adquirente, por medio de la fusión suministra a la empresa objetivo los fondos que ésta necesita y que en otro caso, la compradora sí tendría que repartir a sus accionistas como dividendos (en vez de permanecer como plusvalías latentes), siendo gravados a nivel personal como renta ordinaria.

Transcurrido un período de tiempo, la empresa adquirente puede vender la sociedad comprada y así generar plusvalías de capital que tienen un tratamiento fiscal más favorable en el IRPF de sus accionistas (frente al reparto de dividendos que en otro caso se hubiese producido), pues la deducción por doble imposición de que gozan los dividendos no suele ser un incentivo suficiente para que el reparto de efectivo bajo la forma de dividendos resulte una alternativa mejor. Sin embargo, no debemos olvidar que este proceso es una alternativa frente al hecho de que el propio accionista de la entidad adquirente vendiese sus títulos en el mercado en el caso de que la empresa ni repartiese dividendos ni se fusionase.

b) Si el crecimiento de la empresa ha caido hasta un punto en el que es difícil justificar no repartir dividendos, entonces surge la posibilidad de que la entidad se ofrezca como objetivo a otra empresa que demande tesorería para su plan de inversiones, realizándose la transacción por un mero canje de títulos y por tanto no estando sujeta a impuestos hasta que las participaciones se vendan en el mercado (Martin *et al.*, 1988, pág. 559).

Realmente ambos casos no suponen más que sustituir el mercado financiero abierto por un mercado interno de transferencia de fondos, con lo que habría que comparar empíricamente, en cada caso, el coste de uno y otro procedimientos para saber si la fusión es recomendable.

g) Venta por razón de la evolución de los gastos fiscalmente deducibles a lo largo de la vida de la empresa

---

[152] En esta situación la empresa puede optar por: (1) pagar un dividendo extra, (2) invertir en títulos negociables, (3) recomprar sus propias acciones o (4) comprar otra empresa. De todas ellas, como recogen Brigham y Gapenski (1990, págs. 848-849), la última opción a veces no tiene consecuencias fiscales inmediatas para la empresa adquirente, y este hecho ha motivado, a decir de estos autores, gran número de fusiones. Sin embargo, volveremos sobre este tema al hablar de los costes de agencia.

y otras razones fiscales.

Jones y Taggart (1984) proponen un modelo que, basado en una consideración fiscal, relaciona el ciclo de vida de la empresa con su estructura de propiedad. Así, explican que cuando la empresa es joven sus dotaciones a la amortización y otros gastos fiscalmente deducibles suelen ser mayores que los flujos netos de tesorería antes de impuestos, por lo que es conveniente una sociedad de forma personalista como forma jurídica de la propiedad, constituida por individuos que tributen en los tramos más elevados de la escala del IRPF, para así poder deducirse dichos gastos. La forma de sociedad anónima parece adecuada cuando los flujos sobrepasan a los gastos deducibles si el tipo en el IS es menor que en el IRPF de los antiguos propietarios, produciéndose ese cambio de propiedad mediante la venta de la empresa. En los últimos años de la vida de la empresa ésta será adquirida por personas con tipos impositivos bajos o se fusionará con otra empresa con el fin de revalorizar los activos y así incrementar las bases (y por tanto las cuotas) de amortización.

Otro caso diferente es el de la venta de una empresa cuya forma jurídica no es la de sociedad anónima, si sus propietarios son de edad avanzada, para de esta forma obtener dinero en efectivo y poder hacer frente al pago del impuesto de transmisiones (Weston *et al.*, 1990, pág. 211).

Una situación distinta se produce cuando la empresa adquirida es pequeña o de propiedad privada: en este caso razones de imposición personal para uno o un número limitado de accionistas pueden ser importantes (Martin *et al.*, 1988, pág. 559).

También se debe citar el incentivo a los procesos de crecimiento por integración vertical favorecidos por la existencia de un impuesto sobre la cifra de negocios, si bien, con la implantación de impuestos sobre el valor añadido, se pone teóricamente fin a esta motivación (Jacquemin, 1982, pág. 41).

Además, el sistema fiscal puede suministrar al menos una explicación parcial de por qué algunas propuestas de fusiones mediante el pago en efectivo no llegan a completarse y qué determina el precio de oferta necesario para realizar una fusión con éxito (Brown, *et al.*, 1984).

Sin embargo, a decir de Auebach y Reishus, cuyos trabajos analizaremos detenidamente en las próximas páginas, si las fusiones implican el uso de recursos reales o causan distorsiones en el sistema impositivo por aumentar los impuestos de terceros en la economía, serían socialmente indeseables (citado en Weston *et al.* 1990, pág. 209).

De acuerdo con la clasificación que realizan Smirlock, *et al.* (1985, págs. 1-2) con relación a las teorías de las tomas de control diferenciando dos amplios bloques (basadas en motivaciones directivas o "teorías directivas" y basadas en la valoración en el mercado de capitales o "teorías de las ganancias reales"), dentro de estas últimas distinguen tres motivos: las eficiencias operativas, el control empresarial y las razones impositivas. Las ganancias reales debidas a razones impositivas suceden cuando hay oportunidades para reducir los impuestos pagados por las dos empresas. También, el papel del aumento de la capacidad de endeudamiento (que en otras ocasiones examinaremos por separado) es un motivo esencialmente inducido de forma fiscal dada la deducibilidad de los pagos de intereses. En este caso las ganancias de la fusión surgen de aumentar la porción o el total de la cantidad de los beneficios disponibles para los accionistas por la minoración de los impuestos a pagar.

Para Smirlock *et al.* (1985) la causa fiscal sólo puede ser una motivación para la consumación de la fusión si se dan alguna de las tres circunstancias siguientes: (a) es requerida para la obtención de los beneficios fiscales, (b) las ganancias fiscales exceden los costes totales de la fusión, o (c) no existen alternativas que tengan un coste menor. En la medida que otras oportunidades como el leaseback y

provisiones ocultas seguras permitan transferir las características fiscales entre las sociedades manteniéndose separadas, se mitigará el efecto del incentivo fiscal para las fusiones.

Las consecuencia de las dos primeras categorías de "ganancias reales" a menudo se consideran como "socialmente deseables" (Jensen, 1980, 1985) dado que con ellas los recursos de la sociedad serán empleados más eficientemente y los directivos estarán sujetos a la disciplina del mercado de control empresarial. Por contra, las razones que apoyan a la tercera categoría (impuestos) se consideran "socialmente perjudiciales" en términos generales. Sin embargo, debemos tener en cuenta que por el hecho de reducir sus propios impuestos, las empresas que se fusionan pueden también aumentar su propia eficiencia. Así, Auerbach (1986) ha argumentado, por ejemplo, que cancelar las pérdidas fiscales por medio de las fusiones puede aumentar los incentivos a invertir, fundamentalmente en presencia de un sistema de amortización acelerada. Además, a través de las provisiones de créditos para ejercicios fiscales futuros o pasados generados por medio de las fusiones, la legislación fiscal suministra incentivos a una toma de control de los recursos que son empleados ineficientemente. Por tanto, la conclusión de que el propósito de la fusión por temas fiscales disminuye la eficiencia económica no puede ser examinado de forma superflua. Una vez que se permite la posibilidad de que las fusiones puedan producir aumentos en las eficiencias operativas, los incentivos fiscales a las fusiones son más complejos de analizar.

Roll (1987, págs. 83-85) realiza un repaso de las causas más importantes relacionadas con los impuestos que pudieran dar lugar a explicaciones de los procesos de fusiones y destaca las siguientes[153]:

a) Compensación de pérdidas empresariales con beneficios de otra sociedad. Una evidencia en tal sentido vendría dada porque las fusiones serían más frecuentes en el transcurso y con posterioridad a períodos de recesión empresarial, durante los cuales es mayor el número de empresas que han generado pérdidas fiscalmente deducibles; pero también en esos momentos es más difícil encontrar una empresa con la que fusionarse que tenga ganancias suficientes para compensar las pérdidas[154].

b) Revalorización de activos, lo que permite aumentar las bases sobre las que se aplican las amortizaciones, si bien este hecho vendría compensado con la deuda que a nivel impositivo personal deben soportar los accionistas como consecuencia de las ganancias de capital reconocidas.

c) Reducción de los costes de quiebra por medio de la diversificación (Jensen y Ruback, 1983, pág. 24), que también es conocida como la hipótesis del "coaseguramiento" y que nosotros analizaremos en otro apartado posterior.

d) Las empresas oferentes que tienen dinero en efectivo en exceso prefieren realizar una compra de otra empresa que proceder a distribuir ese dinero en forma de dividendo hacia sus accionistas, debido a la discriminación impositiva que existe entre dividendos y ganancias de capital (Miller y Scholes, 1978). Este razonamiento supondría que la sociedad oferente habría de obtener la mayor parte

---

[153] En el aspecto fiscal, Copeland y Weston (1982, nota al pie 5, pág. 4) llegan incluso a poner de relieve la importancia que puede tomar el incentivo fiscal para las fusiones asociado con los impuestos de sucesiones. Una empresa en la que la propiedad está concentrada puede ser vendida por los propietarios cuando se aproximan a su jubilación por el simple hecho de la incertidumbre del valor asignado a la empresa en conexión con la imposición estatal. De forma alternativa, se puede realizar una venta que genera mayor liquidez para poder realizar el pago de impuestos al estado en el que radique la empresa.

[154] Esto puede explicar la evidencia de Chung y Weston (1982) de una relación positiva entre el importe de la cantidad total de dólares implicados en los procesos de fusión y la tasa de crecimiento real del PNB en EE.UU. en el período 1957-1977. Por otra parte, la evidencia de Auerbach y Reishus (1987) es que las adquisiciones de gran tamaño durante el período 1968-1983 no generaron beneficios fiscales significativos para los accionistas.

de las ganancias derivadas de la toma de control, porque el ahorro impositivo personal es para sus accionistas, y sería independiente de la identidad concreta de la empresa objetivo. Además, también implicaría mayor actividad de fusión cuanto mayor fuese el tipo impositivo personal, lo que parece consistente con el aumento en la frecuencia de las fusiones que se produjo en la época de postguerra.

Desde el punto de vista fiscal, la mayoría de las fusiones y adquisiciones a menudo se clasifican en dos amplias categorías en función de cómo afectan a la imposición sobre la renta: 1) fusiones libres de impuestos, en el sentido de que las ganancias o pérdidas de capital de los accionistas pueden ser diferidas en el tiempo y 2) fusiones sujetas al pago de impuestos, cuando han de pagarse de forma inmediata tras la operación de fusión. Para las primeras, centrándose en la imposición a nivel empresarial, Copeland y Weston (1982, págs. 5-8) señalan la posibilidad de transferir pérdidas a ejercicios futuros, los procedimientos de amortización acelerada, de créditos fiscales por inversiones materiales y por gastos en investigación y desarrollo, así como todos aquellos que sean posibles llevarlos hacia delante o hacia atrás con relación a los ejercicios fiscales por un número determinado de años. Además, con independencia de la capacidad para estructurar una fusión como libre de impuestos o no, cualquiera que sean las consecuencias fiscales a nivel empresarial, aumenta la probabilidad de fusión. En particular, el hecho de diferir el pago de los impuestos para los accionistas de la sociedad objetivo tiene un valor, y ese ahorro de impuestos puede ser compartido por la empresa compradora y los accionistas de la sociedad objetivo en la forma de una reducción del precio ofrecido por las acciones. Esta división del ahorro fiscal y el consecuente resultado de disminuir el precio de oferta, ceteris paribus, aumenta la probabilidad de fusión (Copeland y Weston, 1982, pág. 8)

En el caso de las fusiones sujetas al pago inmediato de los impuestos generales, Copeland y Weston (1982, págs. 9-10) consideran que lo más importante de los atributos fiscales es la capacidad de la empresa adquirente de aumentar la base sobre la que aplicar las amortizaciones de los activos de la sociedad adquirida a su valor real de mercado (revalorización de activos), aún cuando existen algunas limitaciones que mitigan en parte este incentivo fiscal.

Sin embargo, las consecuencias fiscales no sólo afectan a la esfera empresarial sino que también alcanzan a la esfera de la imposición personal de los accionistas de las entidades que se fusionan. Ya hemos expuesto que la legislación sobre la imposición personal afecta a la prima que se debe pagar en una transacción y por tanto al reparto de la ganancia entre ambas sociedades. Pero lo fundamental es que la diferencia entre el tipo impositivo de la renta ordinaria y el de las ganancias de capital puede crear por sí mismo un incentivo a la fusión. Así, esto se pone de manifiesto en situaciones como las siguientes:

a) Una empresa cuyas oportunidades de crecimiento generadas internamente son limitadas comparadas con su disponibilidad de dinero en efectivo. Si lo reparte como dividendos, los accionistas pagarán los impuestos como renta ordinaria, resultando esa empresa una candidata atractiva para una fusión. A su vez, la entidad objetivo puede buscar una sociedad adquirente, dado que la fusión transformaría las ganancias futuras sometidas al impuesto como renta ordinaria en riqueza que tributa como ganancia de capital en el momento en que los accionistas de la sociedad adquirida vendan los títulos que recibieron como contraprestación. Además, existe la ventaja añadida de que si la empresa compradora es de gran tamaño y sus acciones se negocian habitualmente en la bolsa, esto suministra a los accionistas de la sociedad objetivo la misma liquidez que les reporta la remuneración con dinero en efectivo[155].

---

[155] Weston y Copelan (1982, nota al pie 10) recogen el argumento de Feld (1982) en el sentido de que esto suministra una ventaja a las grandes sociedades en el mercado de ofertas, dado que sus acciones tienden a ser negociada más a

b) La unión entre ganancias de capital y renta ordinaria, en cuanto a tipos impositivos, también suministra un incentivo para que las empresas busquen sociedades candidatas para la adquisición. Al favorecer la legislación fiscal las ganancias retenidas, proporciona incentivos a la inversión interna incluso cuando no existen verdaderas oportunidades de inversión externa (empresas) rentables. Así pues, las grandes empresas en sectores de bajo crecimiento podrían estar especialmente interesadas en buscar sociedades objetivo como una salida a su flujo de efectivo en exceso, sin que se viera penalizado por la fiscalidad como renta ordinaria en el caso de ser distribuido como dividendo.

c) La Teoría Financiera sugiere diversos incentivos fiscales que pueden afectar a la actividad de los procesos de fusión, que serán analizados dentro de otros apartados.

Los impuestos también suministran incidencia importante en otros aspectos del proceso de fusión (Weston y Copeland, 1983, pág. 18). Por ejemplo, numerosos estudios han mostrado que en casi todas las fusiones a la sociedad objetivo se le paga una prima sobre el valor de mercado de sus acciones con anterioridad a la adquisición. A pesar de esto, muchas ofertas de fusión son rechazadas y, de hecho, no hay una teoría general de cómo se determina la oferta de una fusión. Un razonamiento basado en el sistema fiscal puede suministrar al menos una explicación parcial de por qué algunas fusiones en efectivo son rechazadas y qué determina el precio que es necesario ofrecer para que la fusión tenga éxito. La siguiente descripción sigue un trabajo preliminar de Brown *et al.* (1984) en el que los autores emplean un esquema basado en dos hechos básicos: (a) mientras que la acción marginal determina el precio de mercado, la acción mediana determina el resultado de la fusión; y (b) por los impuestos generados como consecuencia de ganancias de capital en un proceso de fusión, los precios ofrecidos pueden variar a lo largo de los accionistas de acuerdo con el tipo impositivo y el precio de compra de sus acciones. En general, es la acción con la menor exposición fiscal (la acción marginal), la que determina el precio de mercado observado; sin embargo, es la acción mediana, cuando las acciones son ordenadas por el rendimiento neto de impuestos, la que decide el resultado de la regla de la mayoría en las luchas por el control. Esta acción mediana será un determinante importante de si la oferta de fusión tiene éxito y del precio ofrecido necesario para que la oferta sea aceptable. Así pues la "cosecha de propiedad" puede determinar la probabilidad de que la oferta de fusión tenga éxito. Dando un paso hacia atrás, algún conocimiento sobre la estructura de propiedad de la sociedad objetivo y sus ventas (resultados) se puede emplear para determinar el precio de oferta requerido y permitir a la empresa oferente ayudarla a seleccionar entre las sociedades objetivos candidatas.

2.2.2.- La evidencia de los impuestos como factor determinante de los procesos de toma de control.

Harris el al. (1987) examinan que la capacidad de revalorización de las bases de los activos amortizables cabe que suministre un incentivo fiscal, y concluyen que puede haber conducido a un mayor empleo de las fusiones en efectivo en los Estados Unidos que en el Reino Unido. El estudio de Crawford (1987) muestra la relación entre revalorización potencial de las bases de los activos de la sociedad adquirida y su estatus fiscal; sin embargo, concluye que esta relación puede ser causada por un factor no fiscal inidentificado. El trabajo de Niden (1988) investiga el papel de los impuestos en las adquisiciones empresariales, examinando el efecto de los atributos fiscales en la elección de la sociedad adquirente, del método de pago y del precio ofrecido. El método de pago está relacionado sólo con la capacidad de la sociedad adquirida de revalorizar sus activos, pero Niden no encuentra ninguna evidencia de que el precio de oferta resulte influido por el potencial de revalorización de las

---

menudo, y de esta forma son más líquidas que las acciones de las empresas pequeñas.

bases de los activos de la sociedad adquirida. Además, la utilización de pérdidas fiscales trasladables a ejercicios futuros no es un motivo significativo para la fusión.

Gilson *et al.* (1988) realizan un estudio de los motivos de las fusiones relacionado con los impuestos en un marco de equilibrio. Para estos autores, la existencia de una ganancia fiscal en la fusión se determina sobre la base de un equilibrio que procede de la compensación de los costes que experimenta la sociedad objetivo frente a las ganancias que obtiene la empresa adquirente, lo cual se hace necesario dado que los costes impositivos explícitos para la empresa objetivo (realización inmediata de ganancias de capital) serán reflejados como un impuesto implícito para la sociedad adquirente a través del precio de adquisición. Incluso si las ganancias fiscales son conseguidas sobre la base de este equilibrio, se debe de cumplir una condición adicional antes de que el beneficio realmente pueda ser efectivo: la ganancia fiscal se debe reducir en el importe de los costes de información y transacción asociados con efectuar la adquisición[156]. Por tanto, para que haya una ganancia neta de impuestos como resultado de una adquisición las ganancias fiscales deben sobrepasar los costes de transacción e información asociados con la combinación; por lo que cabe esperar que en el caso de una ganancia positiva, si los costes de adquisición exceden los beneficios fiscales, la fusión no ocurrirá tan sólo por estos motivos.

Los autores reconocen que un problema de especificación similar se presenta con relación a las condiciones necesarias para satisfacer el favoritismo de que una ganancia fiscal pueda ser lograda mejor por una adquisición que por otro medio alternativo. El problema también abarca a menudo la discusión que supone si la adquisición es la única solución, en el sentido del método exclusivo que permite lograr la ganancia fiscal o si existen métodos alternativos para la obtención de la misma. Las condiciones que son necesarias para establecer ese favoritismo fiscal (que las ganancias fiscales sean las que explican el tamaño de las primas pagadas en las adquisiciones) son las más difíciles de demostrar. Para que los beneficios fiscales generen el pago de una prima éstos deben ser anticipados por parte de la entidad adquirente, en otro caso, ya habrían sido incorporados al precio de las acciones de la sociedad objetivo. Sin embargo, muchos de los datos requeridos para el cálculo de las ganancias fiscales potenciales que obtendría la empresa adquirente están disponible libremente en fuentes de información públicas referidas a la sociedad objetivo; por tanto, los costes de información no pueden ser una barrera fundamental para la anticipación. Para estar seguros, incluso si las ganancias anticipadas de la adquisición pudieran ser descontadas para reflejar la probabilidad y el momento esperado de la compra[157] de tal forma que produjera un efecto en el momento del anuncio, aún nos encontramos con el problema de explicar la magnitud de las primas de adquisición observadas en la realidad.

En su trabajo Gilson *et al.* (1988, págs. 272-273) construyen un marco analítico para responder a las cuestiones relacionadas acerca de las motivaciones fiscales de las adquisiciones y lo aplican a tres fuentes de ganancias identificadas comúnmente en el período anterior a la Ley fiscal estadounidense de 1986: el cambio en la base amortizable de los activos disponibles a través de las adquisiciones sometidas a impuestos, el empleo más rápido de las pérdidas netas de explotación a través de adquisiciones no gravadas, y la deducibilidad fiscal de los intereses disponibles derivados de los pagos

---

[156] Entre estos últimos tenemos los costes legales y los honorarios de la banca de inversión, que son magnitudes importantes en estos procesos. De mayor importancia son los costes derivados de llegar a estar informado, que se producen a causa de las asimetrías informativas y generan problemas potenciales de riesgo moral y selección adversa.

[157] En este caso los autores reconocen que el tamaño de la prima no reflejaría la incertidumbre sobre las ganancias fiscales potenciales sino en su lugar sobre cuándo y cómo serían realizadas.

como remuneración de los fondos pedidos a préstamo para financiar la adquisición; lo cual no impide que el marco se extienda fácilmente al análisis de otras normas impositivas propuestas, relacionadas o no con las adquisiciones. El marco analítico gira en torno a dos cuestiones fundamentales:

a) Se dispone de muchos sustitutos de las adquisiciones como medios para obtener las mismas ganancias fiscales, de forma que las compras sólo constituyen una clase más de un conjunto de alternativas más amplio. Para comprender las consecuencias económicas de las adquisiciones fundamentadas en efectos fiscales, el analista debe centrarse en las razones por las que una adquisición, y no otra alternativa, es elegida como la fuente más eficiente de entre todas las formas de obtener las ganancias de capital. Los autores mantienen que mientras muchas alternativas de planificación fiscal son sustitutos imperfectos a lo largo de la dimensión sujeta a impuestos, lo mismo ocurre a lo largo de la dimensión exenta de pagar impuestos. Por lo tanto, la planificación fiscal eficiente no coincide necesariamente con la minimización fiscal.

b) El análisis de las adquisiciones y sus alternativas con relación al cambio en las bases fiscales de los activos, el empleo de pérdidas netas de explotación, o la creación de deducción por intereses, requiere la inclusión de impuestos tanto implícitos como explícitos. Aquellas empresas compradoras que ofrezcan a los inversores los menores impuestos explícitos (como es el caso de los bonos municipales, acciones comunes, o propiedades inmobiliarias), cuando se comparan con inversiones menos favorables desde el punto de vista fiscal (tales como los bonos ordinarios), también ofrecerán a los inversores menores tasas ajustadas al riesgo de los rendimientos antes de impuestos. Si el impuesto no se pagó explícitamente, será pagado implícitamente a través de la realización de menores rendimientos antes de impuestos. A los efectos de seleccionar la estructura de fuentes en una transacción, ambas formas impositivas deben ser consideradas.

Para intentar aislar el papel que ejercen las normas fiscales, comenzaron su trabajo con la consideración de cada una de las tres fuentes de ganancias examinadas en las adquisiciones y las alternativas relacionadas en un marco de mercados perfectos (no hay costes de transacción, costes derivados de la divisibilidad de activos o costes de información asociados con problemas de selección adversa o riesgo moral). El análisis demuestra que, bajo esas condiciones, las alternativas débilmente dominan a la adquisición como una forma de lograr cada una de las tres fuentes de ganancias fiscales. En todos los casos, la misma ganancia fiscal está disponible por medio de adquisición o con otra forma opcional y, en algunos casos, las alternativas evitan ciertos costes fiscales asociados con las adquisiciones. Así, la opción principal para efectuar un cambio en la base de los activos es seleccionar activos para su venta sin proceder a su liquidación, en tanto que para las pérdidas operativas netas a transferir por medio de la adquisición es cambiar su estructura de activos y deuda para generar ingresos actuales sujetos a gravamen con el fin de reducir el retraso en la eliminación de sus pérdidas operativas. Por último, frente a aumentar la deducción por intereses, podemos pedir prestado para propósitos diferentes a una adquisición como, por ejemplo, para comprar nuestras propias acciones, puesto que las oportunidades de aumentar el apalancamiento no son exclusivas de las adquisiciones. Este análisis muestra que la protesta relativa a que el sistema fiscal estadounidense anterior a la Ley de 1986 favorecía las adquisiciones, es decir, que las adquisiciones dominaban a los otros medios para lograr las mismas ganancias de capital, es falso en un marco de mercados perfectos. Por lo tanto, si las adquisiciones fueron dominantes en aquella época en el mundo real, no fue debido a normas fiscales específicas a las adquisiciones, sino porque ofrecían una ventaja en la reducción de los costes de transacción y de información que sobrepasaba la desventaja de obtener ganancias de capital.

Por tanto, ahora interesa examinar qué consecuencias tiene la introducción de imperfecciones (costes de transacción y de información) en nuestro análisis, comparando las adquisiciones frente al

resto de alternativas, concluyendo que, en ciertas situaciones, esos costes refuerzan los resultados obtenidos bajo la hipótesis de mercados perfectos: las alternativas son menos costosas y suministran mayores ganancias que las adquisiciones. En otras situaciones, sin embargo, las adquisiciones presentan una ventaja comparativa al reducir los costes de transacción e información (como los relacionados con la indivisibilidad de los activos), para compensar sus menores beneficios fiscales. Finalmente, en algunos supuestos los costes exceden las ganancias de las adquisiciones o de cualquier otra alternativa de planificación fiscal, por lo que transforman la ganancia fiscal potencial en un mero espejismo. En el plano empírico se observa que cuanto mayor son las ganancias potenciales logradas de esta forma, apoya las conclusiones de que los costes de transacción y de información están omnipresentes y tienen efectos de primer orden en la elección entre formas alternativas de lograr las ganancias fiscales, incluido el curso de acción de "mantenerse firmes", dejando racionalmente las aparentes ganancias sobre la mesa.

Dentro del campo del análisis de las fusiones desde una perspectiva impositiva son de destacar los tres trabajos que Auerbach y Reishus publicaron en 1988[158] (c, b, a).

Estos autores reconocen que entre las explicaciones de las adquisiciones, algunas de las que sólo se asocian a la generación de ganancias privadas que cabe la posibilidad de que resulten, con mucho, más que compensadas por las pérdidas de otros partícipes dentro de la sociedad, están los motivos para evitar el pago de los impuestos sobre la renta por parte de las sociedades y de sus accionistas. Si bien a primera vista pudiera parecer así, debemos recalcar que al reducir sus propios impuestos, las empresas combinadas resultado del proceso de adquisición también pueden facilitar un comportamiento más eficiente, por ejemplo, aumentando el incentivo a invertir, fundamentalmente en presencia de un sistema de amortización acelerada. Por lo tanto, no se puede realizar una presunción general de que las fusiones por propósitos fiscales reducen la eficiencia económica a nivel agregado, aunque hay muchos casos en los que los beneficios fiscales son esencialmente transferencias a las empresas fusionadas que provienen de la Hacienda Pública y preocupan y generan propuestas de acciones políticas para evitarlas. Así, el último aumento en la actividad de fusiones en EE.UU. puede haber provocado que se estén debatiendo leyes que reducirán de forma importante los beneficios obtenidos de la fusión (Auerbach y Reishus, 1988a, impact, págs. 69-70; 1988c pág. 300).

A decir de estos autores se pone de manifiesto una carencia de estudios previos en los que se realice un intento serio de evaluar la importancia de los incentivos fiscales más allá de considerar casos de fusiones particulares. El propósito del primero de sus trabajos, eminentemente descriptivo[159], es evaluar los beneficios fiscales de las empresas sobre una gran muestra de fusiones y adquisiciones producidas durante el período 1968-1983 para tener una visión preliminar de las distorsiones que introduce el proceso de adquisición por causas fiscales en las empresas combinadas, fundamentalmente en el comportamiento financiero. Cuando valoran los motivos que pueden inducir desde un punto de vista fiscal a las fusiones, Auerbach y Reishus establecen como punto de partida determinar cuál sería la mejor alternativa disponible para conseguir el mismo tratamiento fiscal si no

---

[158] Si bien los mencionados trabajos vieron la luz el mismo año, las investigaciones no son simultáneas, sino que las expondremos en el orden cronológico en el que nos parece que fueron realizadas.

[159] Como reconocen los propios autores, el trabajo es ampliamente descriptivo y no estima ningún modelo de comportamiento para medir la relación entre los incentivos fiscales y la actividad de fusión. Ello no resta validez al mismo, dado que en el desarrollo de los modelos de comportamiento, un primer paso es establecer la importancia potencial de los factores en las decisiones de fusión y ver si el cambio en la política financiera (en términos de apalancamiento), que suponemos que ha ocurrido, proviene de motivaciones fiscales, manifestándose presente de alguna forma en los datos analizados.

existiera la posibilidad de realizar la fusión[160]. Por tanto, el primer paso es examinar si las fusiones, en la mayor parte de las ocasiones, están asociadas con beneficios que potencialmente no se dispondría de ellos si no ocurre la adquisición, y así, por ejemplo, valorar cuidadosamente si los costes de lograr tales beneficios se reducen sustancialmente cuando ocurren las fusiones.

Los autores en sus tres trabajos examinan las repercusiones fiscales que tanto a nivel personal (de los accionistas de las empresas) como a nivel empresarial se derivan de las operaciones de fusión[161].

Para el primer estudio, cuando tuvieron los datos de series temporales de las empresas involucradas en la fusión, fueron incluidos como una única observación dentro de la muestra, lo que dio lugar a 422 fusiones (apareciendo más de una vez muchas empresas del fichero industrial del Compustat por haber estado implicadas en más de una fusión durante el período de análisis[162]). La muestra final fue de 318 fusiones para las que se disponía de información fiscal para ambas empresas, siendo información de serie temporal hasta la fecha de fusión, junto con los datos de la nueva entidad con posterioridad. La mayoría de las empresas de la muestra son del sector manufacturero (65% de las objetivos y 74% de las adquirentes), 23 empresas del sector de energía y minas que fueron adquiridas frente a 10 adquirentes. De hecho sólo hubo un caso en el cual una sociedad de un determinado sector compró una empresa de otro sector diferente. En cuanto a los resultados de este estudio preliminar, por término medio las adquirentes eran de mayor tamaño que las sociedades objetivo, en cambio hubo poca diferencia en la estructura financiera entre los dos grupos (apalancamiento a largo plazo) y se encontró una correlación positiva entre los tamaños de las empresas adquirentes y adquiridas, con pocos casos en los que la compradora no fuese de tamaño bastante mayor que la sociedad objetivo. Dicha correlación positiva también se obtuvo entre las ratios de apalancamiento, pero ésto sólo pude ser explicado parcialmente por la correlación entre las variables tamaño y la tendencia de las ratios de apalancamiento a seguir a dicha variable.

Dada la dificultad que entrañaba poder medir correctamente los incentivos fiscales (reducción en el valor actual de los impuestos pagados por las dos empresas como consecuencia de la fusión), se buscaron medios alternativos. Así, si una sociedad con ingresos gravables adquiere otra con ingresos gravables, y ninguna de ellas tiene créditos fiscales sin usar, no hay evidencia de que los beneficios fiscales se transfieran por la fusión[163]. Los autores procedieron a clasificar las empresas en 4 categorías de acuerdo con su estatus fiscal en el año anterior a la fusión: en función de que tuvieran créditos fiscales a compensar en el pasado o en el futuro, por un lado; y ganancias o pérdidas en ese ejercicio, por el otro. Para estimar las ganancias por transferencia de beneficios fiscales se supuso un horizonte temporal de tres años para la sociedad adquirente. Expuestos los datos en una tabla de doble entrada, se incluyó un quinto grupo residual, si bien la mayor parte resultaron incluidas en el grupo I (234

---

[160] Este planteamiento es común con otros autores que han abordado el tema y supone un punto de partida muy diferente al de abordar tan sólo si los impuestos afectan de alguna forma a las fusiones. Para reforzar su idea ponen dos ejemplos clasificadores: (a) la ley fiscal puede favorecer una fusión con relación a la continuación de las operaciones de las dos empresas pero podría ser neutral con relación a la elección de una fusión si la alternativa fuera que la empresa objetivo resultase liquidada en ausencia de una toma de control, y (b) una adquisición pagada con dinero en efectivo podría ser favorecida con relación a la retención de ganancias de capital, pero no con relación a la recompra de acciones por parte de la propia empresa.

[161] Véanse (págs. 301-304; págs. 71-74 y págs. 158-162, respectivamente).

[162] Sin embargo se descarta la información de pérdidas fiscales compensables en ejercicios futuros que suministra Compustat, pues suelen estar calculadas sobre los ingresos contables de las sociedades en lugar de sobre sus ingresos fiscales; procediendo a sustituirla por el dato recogido en el informe anual de la sociedad.

[163] Aún existe el posible beneficio derivado de unir dos corrientes de ingresos fiscales que son fluctuantes en el tiempo lo que reduciría la posibilidad de posteriores pérdidas y créditos no empleados, pero sería muy difícil lograr

adquiridas y 260 adquirentes). De esta tabla sólo se infiere que parece que existen beneficios fiscales potenciales en el 20% de todas las fusiones de la muestra. Las fusiones entre pares de los grupos III y IV ocurren en mayor número de lo que cabría esperar por puro azar, pero dado el tamaño de esta muestra, este hecho no es una conclusión definitiva. Además, la mayoría de las fusiones de dos empresas restringidas implican sociedades del mismo sector, por lo que por problemas de rentabilidad cíclica tenderán a estar altamente correlacionadas. Por tanto, la ausencia de una adquirente con pérdidas fiscales y ganancias puede ser debido simplemente al efecto de compensar la tendencia de las empresas en negocios relacionados con la fusión.

Posteriormente se procedió a calcular el beneficio fiscal potencial asociado para cada los grupos I, II y IV, expresándolo como porcentaje del valor combinado de las empresas adquiridas (deuda más fondos propios). En su conjunto, parece que los beneficios fiscales están presentes en una quinta parte de las transacciones, con una ganancia media del 10% del valor de la empresa objetivo. En la mayoría de los casos, los beneficios provienen de pérdidas y créditos fiscales de las sociedades objetivo. Aunque la capacidad de transferir beneficios parece relevante en un número importante de fusiones, es probable que sea económicamente importante sólo una fracción relativamente pequeña de las mismas, porque la distribución está sesgada hacia la izquierda, y si ponderamos por el valor de la sociedad objetivo, la media desciende al 6'1%, indicando que las fusiones para las que los atributos fiscales son de mayor importancia tienden a ser las empresas objetivo de menor tamaño.

Por lo que respecta a la revalorización de activos, empleamos un procedimiento mecánico para identificar la revalorización que cada sociedad objetivo recibiría en su estructura de activos y calculamos el valor actual de los ingresos después de impuestos debidos a tasas de amortización aceleradas. Los resultados, en términos de valor, son menores que los anteriores, pero debemos señalar que dado el nivel de agregación de los activos pueden cometerse errores en algunas variaciones importantes entre los tipos de activos transferidos[164].

A la hora de examinar los cambios en el endeudamiento (apalancamiento financiero) consideran que hay graves problemas conceptuales para estimar cuanto cambia el apalancamiento debido a la fusión[165]. La muestra quedó reducida a 162 parejas y los resultados apuntan que la deuda a largo plazo dividida por el valor de la deuda y el valor de mercado de fondos propios aumentó por término medio un 30%. Cuando se realiza una ponderación por el valor de la deuda a largo plazo más los fondos propios de las empresas combinadas, los cambios son algo menores (en torno al 25%-26%)[166].

El segundo de los trabajos de estos autores (1988a) que de nuevo intenta buscar evidencia empírica para evaluar la magnitud de los beneficios fiscales de fusiones y adquisiciones, se realiza sobre la misma muestra[167], analizando diversas fuentes de ventajas fiscales:

---

dicha medida.

[164] Sólo fue posible calcular este dato para 275 empresas, de las que sólo en 7 se estimó una ganancia superior al 55% del valor de los activos de la empresa objetivo y en 40 casos un 2%.

[165] Un cálculo directo sería comparar la fracción de su valor total contra su deuda antes y después de la fusión, pero un aumento del apalancamiento cuando ocurre la fusión no es evidencia necesaria que apoye esta hipótesis, por lo que observamos los ratios dos años antes y dos años después de la fusión.

[166] De acuerdo con los datos agregados del estudio de Taggart (1985), se produjeron para nuestro período cambios año a año en los ratios de deuda/valor que son suficientemente grandes para hacer difícil ver como significativos los aumentos en la muestra.

[167] Las conclusiones que se obtengan de este segundo trabajo deben ser atenuadas por el hecho de que los autores no se centran en la ola de actividad de fusiones más reciente, para la cual los datos sólo han estado disponibles más recientemente.

a) Pérdidas y créditos fiscales. Como se expuso en el anterior trabajo, se clasificaron las empresas en 4 categorías según su estatus con relación a si eran gravables, no gravables pero sin pérdidas ni créditos, con créditos pero sin pérdidas, y con créditos y pérdidas. Para que esta motivación sea verdaderamente importante deben cumplirse tres condiciones: (a) que estén presentes esos beneficios en un número significativo de casos, (b) que las empresas deben haberse combinado de acuerdo con un patrón según el cual las sociedades con beneficios fiscales (grupos 3 y 4) se unan a las que pueden hacer uso de ellos (grupo 1) y (c) que los beneficios por sí mismos deben alcanzar una magnitud significativa. Los autores verifican que se cumplen las dos primeras condiciones. Con el fin de analizar la tercera se estimó para la empresa gravable el valor actual de los ahorros fiscales por el uso de sus pérdidas fiscales y transferencia hacia ejercicios posteriores de los créditos, resultando una ganancia media (como fracción del valor de mercado de la sociedad adquirida) del 13'7%, o del 9% si se pondera por el tamaño de la empresa objetivo. La ganancia media ponderada fue mayor en algunos casos minoritarios donde las pérdidas fiscales y los créditos procedían de la empresa adquirente en lugar de la adquirida: 14'3% y 5'5% del valor de la adquirida. Si bien esas ganancias medias se obtuvieron para el 20'7% de las fusiones en las que los beneficios estaban disponibles, las ganancias excedieron el 10% del valor de mercado de la objetivo sólo en el 8'1% de todas la fusiones, o el 39% de aquellas que tenían algún tipo de ganancia actual. Por tanto, esos beneficios fiscales estuvieron presentes en el 20% de las fusiones y adquisiciones de la muestra, pero únicamente en el 8% del total de la muestra los beneficios fueron significativos, es decir, beneficios por un importe de al menos el 10% del valor de mercado de la empresa adquirida.

Sin embargo, ahora debemos responder a una cuestión más difícil: ¿cuáles y cuántas de esas combinaciones ocurrieron por el hecho de que había beneficios fiscales disponibles?:

1º) El número de empresas con pérdidas fiscales implicadas en fusiones y adquisiciones en los años recientes ha sido elevado, pero de igual forma que lo han sido las pérdidas fiscales en general entre todas las empresas[168]. Por tanto, la pura casualidad (es decir, la ocurrencia en toda la población) de una pérdida que está presente entre la sociedad objetivo o la entidad adquirente parece ser aproximadamente igual a la observada realmente en la muestra.

2º) Existe evidencia escasa con relación a que entre las empresas que se fusionan la forma de la combinación dependa de si hubo pérdidas fiscales o créditos disponibles. Si las motivaciones fiscales fueran importantes, uno podría esperar observar un mayor número de transacciones no gravables entre las fusiones con potencial para transferir beneficios fiscales, dado que esos son los casos en los cuales el potencial de revalorizar las bases de los activos disponibles es mayor hasta que la transacción fuese gravada. El análisis estadístico no detecta una relación significativa entre el tipo de transacción (gravable o no) y la presencia y el tamaño de los beneficios fiscales, por lo que concluimos que sobre la base de esta evidencia, mientras que la utilización de créditos fiscales y pérdidas fiscales han podido desempeñar un importante papel afectando a la actividad de fusiones, no se muestran hechos relevantes a favor de ello.

b) Revalorización de las bases de los activos. Las estimaciones en cuanto al potencial de beneficios fiscales disponibles a través de este medio se basa en los cálculos de las bases totales a revalorizar que podrían haberse logrado en los activos de la empresa adquirida no sujetos a recaptura (gravamen). Los resultados sugieren que probablemente no fue un beneficio tan importante para las

---

[168] Comparando estos resultados con los de un trabajo de Auerbach y Poterba (1986) de grandes empresas, por tanto no limitado a las involucradas en fusiones, ellos encontraron que a finales del 1981 y de 1982, respectivamente, un 7'6% y 12% de las sociedades tuvieron pérdidas para transferir a ejercicios futuros.

empresas fusionadas como el empleo de créditos o pérdidas fiscales no utilizadas. Sólo en 7 casos pudieron identificar ganancias superiores al 55% del valor de mercado de la empresa adquirida.

El análisis estadístico tampoco apoyó la hipótesis de que la motivación de las empresas con ganancias potenciales de mayor tamaño con relación a revalorizar las bases de sus activos serían las que con mayor probabilidad fueran objeto de transacciones gravables, para obtener las ventajas de esas ganancias. No obstante, tenemos menos confianza en estas conclusiones que en las alcanzadas en el apartado anterior debido a nuestra duda razonable acerca de la capacidad de medir con exactitud las ganancias de revalorización de las bases de los activos, dado que la información detallada necesaria para tales cálculos normalmente no está disponible periódicamente. La poca información pública que existe apoya la conclusión de que habitualmente la revalorización de activos no es importante en la mayoría de las fusiones.

c) Apalancamiento financiero. La deducibilidad fiscal de los intereses no es un incentivo en sí mismo para la fusión, constituye un incentivo al endeudamiento. Aún así, podrían ocurrir cambios asociados con el hecho de fusionarse que hicieran que el endeudamiento fuera de alguna forma menos costoso a la empresa. Debemos responder si las empresas que se fusionan aumentan su endeudamiento. Dada la publicidad que se le ha dado a este tema, fue sorprendente por contra que la evidencia no lo mostrara, midiendo la ratio de apalancamiento (deuda/fondos propios a valor de mercado) antes y después de la fusión, comparando la ratio combinada para las sociedades separadas dos años antes de la fusión o adquisición con el de la entidad única dos años después de la fusión. El aumento del apalancamiento en la muestra del 25'4% por término medio (ponderado por el tamaño de la empresa) al 26'7%. No es muy importante el aumento dado que ocurrió en un período en el que con carácter general aumentaron la ratio de apalancamiento de las empresas. Así cuando el valor de mercado de la sociedad adquirida fue relativamente grande, entre el 25% y el 50% del tamaño de la compradora, realmente hubo una disminución en la ratio de apalancamiento, lo que es contrario a lo que podría esperarse para fusiones que necesitan grandes cantidades de capital. De todas formas debemos resaltar que esas fusiones implicaron aumentos de la deuda en circulación, pero también del valor de los fondos propios[169]. Las estimaciones simplemente sugieren que el endeudamiento no incrementó el crecimiento en valor.

d) Factores fiscales individuales. En las transacciones no gravadas podría disminuirse la carga fiscal de ganancias de capital para los accionistas de las sociedades adquiridas. Dado que es difícil conocer dicha carga sin conocer los tipos impositivos y los períodos de tenencia de los valores, como medida bruta emplearon el aumento porcentual en el valor de mercado de la sociedad adquirida dos años antes de la fusión y encontramos que no tenía, desde el punto de vista estadístico, impacto en la decisión entre transacción gravable o no gravable.

Los beneficios fiscales potenciales de emplear efectivo en una fusión dependen de que la sociedad adquirente necesite una forma de distribuir el efectivo sobrante de la empresa sin que esté sujeto al impuesto sobre la renta distribuida como los dividendos. Es difícil identificar qué empresa, si la hubo, tuvo esta motivación, pero podemos identificar cuáles probablemente no: aquellas que habían emitido nuevas acciones en los dos años inmediatamente precedentes a la fusión o a la adquisición. De hecho, hallaron que éste fue un factor influyente en la forma de transacción (gravable/no gravable), pues las empresas que habían emitido recientemente nuevas acciones eran menos probable que se involucraran

---

[169] Por ejemplo, en Jensen y Ruback (1983), se ha documentado que tomando conjuntamente los valores de las dos sociedades implicadas en la fusión, estos aumentaron.

en transacciones en efectivo. Quizás el método de pago en las adquisiciones desempeñe un papel en ayudar a las empresas a regular sus posesiones internas de efectivo[170].

En el segundo de los trabajos de Auerbach y Reishus incluyen un apéndice (págs. 81-84) en el que se analiza el hecho de que el tipo y el valor de los beneficios fiscales disponibles para las empresas se esperará que afecte no sólo al incentivo para fusionarse, sino también, una vez que la decisión de la fusión se ha tomado, a la forma legal. Así, la elección entre intercambio de acciones o de efectivo como medio de pago y la decisión de si se involucra una reorganización de combinación gravable o libre de cargas fiscales, puede estar influida en varios aspectos que los autores analizan mediante un modelo de regresión logística en el que la variable dependiente es la elección entre acciones o efectivo como medio de pago[171]. Dado que muy pocas transacciones en acciones fueron gravables, se centraron en la elección entre transacciones en efectivo gravables y transacciones en acciones no gravables[172]. Dentro de esta submuestra a la que aplicar el modelo logit uno podría esperar que el pago en efectivo ocurriera con mayor frecuencia con menores ganancias de capital de las acciones de la adquirida, más potencial de revalorización de activos, menos beneficios por créditos y pérdidas fiscales poseídos por la sociedad objetivo y exceso de efectivo poseído por la empresa adquirente. En resumen, hay poca evidencia estadística en la regresión logística de que los efectos fiscales de la fusión se hayan identificados como un determinante importante en la forma de transacción de la fusión, lo que no implica que no fueran importantes para la decisión de fusión.

El último de los trabajos de Auerbach y Reishus (1988a) realiza un repaso de los resultados de los dos trabajos precedentes y sugiere que aunque los beneficios fiscales no parecen ser importantes en la mayoría de las transacciones en que se han implicado grandes sociedades anónimas, en una minoría significativa los beneficios parecen que han tenido alguna relevancia en la decisión de fusión. Si examinamos exclusivamente las fusiones que han ocurrido, como ocurre en los dos trabajos anteriormente reseñados, podemos estimar el tamaño de los beneficios fiscales pero no el papel que han desempeñado en el actual proceso de fusión. La presencia de esos beneficios es una condición necesaria para que los factores fiscales influyan en la actividad de fusión, pero no es una condición suficiente.

Cuando damos entrada a los temas que implican cambios en la propiedad y dirección de una sociedad anónima, que son extremadamente complejos, es completamente posible que los beneficios fiscales, incluso siendo significativos, puedan desempeñar únicamente un papel "marginal" una vez que otras condiciones se han satisfecho. Así pues, sigue sin aclararse la cuestión de si los beneficios recibidos por las empresas fusionadas representan sólo una simple transferencia entre las partes implicadas o, en otras palabras, si la frecuencia y patrones de las tomas de control ha sido influida de forma significativa por la disponibilidad de beneficios fiscales. Cuando se examinan pares de fusiones, en lugar de tan sólo objetivos de fusión, y se incluyen en la muestra una estimación de las empresas que no fueron adquiridas, en principio sería posible distinguir los factores que afectan a la probabilidad de que una empresa sea adquirida de aquellos que determinan las parejas que en el momento actual ocurren (fusiones completadas). La probabilidad de adquisición estará influida por

---

[170] Auerbach y Reishus en la nota al pie 3, pág. 85. consideran las teorías del comportamiento directivo, de tal forma que "si lo tienes, gástatelo, si no lo tienes, emite acciones", que también son consistentes con este hecho. En general, es difícil distinguir el argumento de que los fondos internos son una fuente de capital más barata por razones fiscales, del argumento de que son más baratas debido a que los directivos no necesitan estar sujetos al juicio del mercado.

[171] Del total de fusiones, en 241 no hubo ambigüedad para determinar el medio de pago: 128 en acciones (no gravables), 106 en efectivo (gravables) y 7 en acciones (gravables). El resto incluyen mezcla de acciones y efectivo.

[172] Este mismo análisis se realiza en el marco de las sinergias de naturaleza financiera.

variables específicas a las empresas objetivos que entrarán en ambas ramas del modelo propuesto, en tanto que las parejas actuales estarán influidas por variables que dependen sólo del emparejamiento actual de la empresa objetivo potencial con su sociedad adquirente. Esto es de importancia en el contexto actual, donde los beneficios disponibles para una fusión no sólo dependen del estatus fiscal de la empresa objetivo potencial sino también de la capacidad potencial de la entidad adquirente para usar esos beneficios.

A la muestra inicial de los dos trabajos anteriores compuesta por 316 empresas, se le añaden un número igual de observaciones de sociedades elegidas de forma aleatoria del universo de entidades del Compustat de acuerdo con un muestreo estratificado[173]. Para cada fusión actual se ha creado una "pseudofusionada" por medio de elegir una "pseudoobjetivo" dentro de todas las empresas de la misma clase de tamaño y año que la objetivo, y una "pseudoadquirente" de entre todas las de la misma clase y año que la adquirente real. La muestra de pseudofusionadas por lo tanto parece casi idéntica a la muestra actual en términos de tamaño y año, pero puede diferir con relación a otras variables de interés. La muestra resultó reducida a 291, por problemas para formar las pseudofusionadas. Para cada observación se construyeron las variables de los pares objetivo-adquirente y sus correspondientes para las "pseudoparejas" agregados de acuerdo con la expresión del modelo. Para evaluar la importancia de los factores fiscales es necesario controlar otros que probablemente también afecten a las fusiones pues, de no hacerlo, posiblemente nos conduciría a conclusiones incorrectas[174].

Las variables específicas a la empresa objetivo que son consideradas incluyen aquellas que afectan a la probabilidad de ser adquirida, más que a la probabilidad de una fusión específica. Así se consideran variables dicotómicas para el sector de la objetivo (a nivel de un dígito de la SIC) para valorar el hecho de que las fusiones pudieran estar relacionadas con condiciones generales del sector; la tasa de crecimiento geométrica de las ventas de la sociedad objetivo durante los últimos cinco años, con el fin de considerar motivos de fusión relacionados con el crecimiento. Para medir la competencia directiva emplearon una aproximación al valor de mercado de la empresa frente al valor a coste de reposición de sus activos[175]. En cuanto a las variables específicas a la pareja de empresas fusionadas se

---

[173] Empleamos este método particular de muestreo por dos razones: aunque el esquema de muestreo óptimo es incierto, se ha sugerido que un número igual de diferentes alternativas es una buena regla de sentido común para minimizar la varianza de las estimaciones cuando el tamaño de la muestra es limitado (Cosslett, 1981). La necesidad de obtener de microfichas la información fiscal de cada sociedad sirvió para limitar la capacidad de expandir la muestra. Las razones del muestreo estratificado por tamaño y año se deriva de emparejar de forma tan próxima como sea posible las fusiones y las "pseudofusiones" por variables que pueden ser de importancia pero no de interés directo. Quizás de forma más importante, esta estratificación sirve para eliminar los efectos no deseados de variables no observadas pero que están correlacionadas con el año y el tamaño, así como los efectos directos del tiempo y del tamaño relativo, que podríamos ser incapaces de especificar de forma exacta. Lo que se gana en precisión en nuestras variables de interés, evidentemente se pierde en determinar los efectos del tiempo y del tamaño relativo en la actividad de fusiones.

[174] Así, por ejemplo, en los trabajos previos descubrimos que hubo 9 casos de las 316 fusiones en los que tanto sociedad adquirente como empresa objetivo estaban sometidas a gravamen. La mayoría de ellas, sin embargo, fueron empresas fusionadas dentro del mismo sector, con una alta correlación entre la rentabilidad, lo que nos llevaría a esperar una correlación positiva con la incidencia de las restricciones fiscales. Así pues, si empresas en el mismo sector tienen una mayor probabilidad de que se fusionen con empresas en diferentes sectores, no controlar este factor conduciría a un sesgo hacia abajo en el impacto de los factores fiscales.

[175] Pero dado que los activos de la empresa incluyen activos que van más allá de las medidas de stock de capital, suponemos que el stock de capital verdadero de cada empresa es igual a un valor que es el stock de capital fijo, más el sumatorio de un parámetro a estimar que multiplica a una variable aproximada de los activos intangibles (como gastos en I+D o publicidad). Esta afirmación nos lleva a la inclusión de las variables del stock de capital fijo - V, y de esa aproximada (S_i), siendo V el valor de mercado de la empresa que aproximamos con el valor de mercado de las acciones al final del año previo a la fusión más el valor contable de las deudas financieras de la empresa. En algunas especificaciones, esas variables se expresaron en forma de ratios en lugar de a valores de mercado.

incluyen variables dicotómicas si son del mismo sector, especificando tres variables dicotómicas (para 1 dígito, 2 dígitos y 4 dígitos de la SIC). También se incluyeron variables dicotómicas basadas en el tamaño relativo de las dos empresas[176].

Por lo que respecta a las variables fiscales no específicas a la pareja, se empleó la ratio de apalancamiento financiero, que podría indicar la presencia de un potencial para aumentar las deducciones por intereses[177]. El resto de variables fiscales específicas a la pareja fueron: (a) la estimación de la ganancia fiscal disponible como consecuencia de revalorizar la base de los activos de la sociedad objetivo[178]; (b) la estimación de la ganancia fiscal por el empleo de créditos y pérdidas fiscales[179], (c) variables específicas con incentivos fiscales para el accionista en las adquisiciones en efectivo[180], por lo tanto es de esperar que sea más probable que las empresas se involucren en recompras de acciones y adquisiciones mediante pago en efectivo, lo que sugiere incluir variables dicotómicas indicando si la adquirente o la "pseudoadquirente" ha recomprado sus propias acciones durante los dos años últimos y si ha emitido acciones comunes en dicho período (por encima del umbral del 4% de las acciones de la empresas)[181].

Con relación a los resultados, a la asociación de fusiones con aumento del endeudamiento sólo en 2 de los 5 grupos de tamaño (de la sociedad objetivo) tiene el signo correcto, y para ninguna de esas clases o para la muestra total la diferencia es significativa. Sólo para la clase donde las empresas objetivos son aproximadamente iguales en tamaño a las adquirentes se produce un cambio apreciable en el apalancamiento, y aquí hay muy pocas observaciones como para obtener conclusiones generalizables. Por lo que respecta a la comparación de las estimaciones de ganancias fiscales

---

[176] La variable "igual tamaño" toma el valor uno si la empresa adquirente es de la misma clase de tamaño que la sociedad objetivo o de la clase de tamaño siguiente más próxima (los rangos no son de la misma amplitud). La segunda variable dicotómica, para las de "gran tamaño" toma valor 1 si la adquirente está en uno de los dos tamaños mayores más próximos. A ambas variables se les asignaba el valor cero si la adquirente era sustancialmente mayor que la objetivo (o mucho menor, aunque este caso no ocurre para el conjunto de los datos de la muestra).

[177] Los autores reconocen que hubieran preferido incluir otras variables relacionadas potencialmente con el endeudamiento, como la reducción prevista del mismo, pero los datos de la covarianza de las ganancias de la empresa no estaban disponibles ni incluso estimables para los datos que tenían.

[178] Esta estimación está sujeta a importantes errores que podrían sobreestimar de forma significativa las ganancias potenciales en aquellos casos en los que la empresa objetivo tiene activos que han sido comprados hace muchos años o han sido valorados a una tasa por encima de la tasa de inflación, o por ambas causas.

[179] Suponiendo que tales ganancias son cero o menos cuando una de las empresas es completamente gravable y la otra también está sometida a gravamen, lo que constituye una hipótesis conservadora, dado que podría haber algunos casos donde la renta gravable de las dos empresas no está perfectamente correlacionada. Sin embargo, esas ganancias son difíciles de medir y posiblemente demasiado pequeñas para tener un impacto en las decisiones de fusión. Donde la ganancia fiscal es positiva se calculó bajo la hipótesis de que las empresas con beneficios fiscales llegan a ser un escudo tras la fusión, no generando ingresos fiscales ni positivos ni negativos, y que la empresa gravable empleaba esos beneficios en la medida que se lo permitieran las leyes. Por lo tanto ignoramos las restricciones adicionales que podrían aplicarse al uso completo de los beneficios fiscales en casos más particulares, dada nuestra incapacidad para detectar tales casos.

[180] Aquí nos encontramos limitados por la ausencia de una teoría única de cómo las empresas muestran restricciones para evitar el pago de impuestos sobre los dividendos. Si las recompras de acciones son costosas, entonces una empresa que desea retribuir a los accionistas tendrá un incentivo para animarse a realizar adquisiciones en efectivo, además de recomprar sus propias acciones o repartir dividendos. En cambio, el mismo incentivo no estaría presente para una empresa que ya ha emitido nuevas acciones, dado que las adquisiciones en efectivo no podrían ser financiadas con fondos internos.

[181] En el trabajo previo (1988a) encontramos de hecho que, entre las empresas que adquieren, la probabilidad de emplear efectivo como medio de pago no es significativamente mayor para las empresas que han tenido recientemente recompras de acciones y significativamente menor para aquellas que recientemente han emitido nuevas acciones.

potenciales originadas por transferencias de pérdidas o créditos fiscales entre adquirente y objetivo, para las fusiones reales, una de cada cinco parece que presenta ganancia, con una media del 10'5% sobre el valor de mercado de la empresa objetivo[182]. En muy pocos casos las ganancias provienen de la adquirente, pero la ganancia media de esos casos se estima que es mucho mayor. La incidencia de los beneficios fiscales en las "pseudofusiones" es similar, lo que sugiere que no constituyen un factor explicativo importante de la decisión de fusión. En la magnitud de las ganancias que proceden de casos en los que la empresa adquirente tiene pérdidas o créditos fiscales sin usar se produce una notable diferencia entre las dos muestras: esas ganancias son por término medio mucho menores para la muestra de "pseudofusiones", por lo que diferenciar la fuente de la ganancia misma puede ser importante en el procedimiento de estimación. En cuando a la revalorización de bases de activos, de nuevo las diferencias entre las dos muestras parece que no existen y basándonos en la medida imperfecta de estimación, las ganancias potenciales son muy pequeñas, de media el 2% del valor de la sociedad objetivo, sobrepasando sólo el 5% en un 8% de los casos tanto de fusiones reales como de "pseudofusiones".

El análisis de regresión logística realizado se incluye dentro del examen de todos los modelos de probabilidad de OPA.

La investigadora Hayn (1989, pág. 121) parte de la evidencia de que aunque las adquisiciones producen ganancias sustanciales para los accionistas de las sociedades objetivo, los accionistas de las empresas adquirentes también parecen beneneficiarse, aunque sus ganancias son mucho menores, siendo uno de los posibles orígenes los beneficios fiscales obtenidos en las adquisiciones (Steiner, 1975; Weston y Chung, 1983). El efecto sinérgico fiscal discutido más frecuentemente es el uso de escudos fiscales que no se podrían utilizar por completo en ausencia de una adquisición (Brealey y Myers, 1988, pág. 797, Jensen y Ruback, 1983, pág. 24). Hayn trata de calcular la importancia de los atributos fiscales de las empresas objetivo en el hecho de motivar las adquisiciones. El peso de los atributos fiscales específicos en la explicación de la respuesta del precio de la acción a los anuncios de adquisición es determinado por un análisis de corte transversal de los rendimientos de las sociedades objetivo y de las empresas compradoras en operaciones de adquisición tanto exentas como gravadas fiscalmente.

Existen varios estudios previos que se centran en la incidencia de las variables fiscales en las adquisiciones. Así, con un enfoque eminentemente empírico Auerbach y Reishus (1988c) examinan los atributos conjuntos de las empresas adquirentes y adquirida en un intento de identificar en las adquisiciones incentivos relacionados con los aspectos fiscales. En esta misma línea Robinson (1981) y Crawford (1986) examinan la relación entre las primas pagadas a los accionistas de la sociedad objetivo y varias variables fiscales, tratando ambos trabajos de predecir el estatus fiscal de las adquisiciones sobre la base de los atributos fiscales de las empresas involucradas (ambos trabajos son tesis doctorales no publicadas). La diferencia del estudio de Hayn (1989)frente a los trabajos realizados con anterioridad se debe a que suministra evidencia sobre la importancia de las consideraciones fiscales en las decisiones de adquisición independientemente del rendimiento en el período del anuncio (o de la prima). Además, discute imperfecciones que pueden impedir la explotación de ciertos beneficios fiscales a través de la adquisición, controla por variables no fiscales que podrían sesgar los resultados y examina la relación entre los atributos de la empresa objetivo y los rendimientos de la empresa adquirente.

---

[182] Esta media es superior a la estimada en nuestro trabajo anterior, en el que se empleó un método más tosco para el cálculo de las ganancias.

Los resultados alcanzados son que los rendimientos en el período de anuncio de las empresas implicadas en adquisiciones libres pago inmediato del impuesto (la mayoría de ellas fusiones) están relacionados significativamente con las pérdidas operativas netas de créditos fiscales transferibles a ejercicios futuros y créditos fiscales debido a que expiran a corto plazo. En el caso de las adquisiciones sometidas a gravamen (la mayoría OPAs), los impuestos sobre ganancias de capital pagados por los accionistas de la sociedad objetivo parecen que afectan de forma significativa a los rendimientos de la empresa en el período del anuncio. La revalorización de los activos de la empresa adquirida está relacionado de forma significativa con los rendimientos, tanto de las empresas objetivo como de la sociedad adquirente. La asociación entre rendimientos en el período de anuncio y atributos fiscales específicos sugiere que esos atributos no están completamente descontados en los precios de las acciones con anterioridad a la adquisición, lo que podría deberse, entre otras causas, al hecho de que el mercado no conoce con exactitud la cantidad de los beneficios y a que resulta incierto el hecho de si se producirá la adquisición. Los resultados posteriores sugieren que la conclusión con éxito de algunas adquisiciones negociadas gira sobre el logro de un estatus no gravable para la adquisición. Además, las ganancias diferenciales en el período de anuncio experimentadas por las empresas que realizan OPAs y las que realizan fusiones parece ser que están afectadas por el estatus fiscal de la adquisición (gravable o exenta).

El estudio de Brown y Ryngaert (1991) analiza fundamentalmente el modo de adquisición en las tomas de control (si son por medio de dinero en efectivo o por intercambio de acciones), introduciendo en su explicación las consideraciones derivadas de la asimetría informativa y de los impuestos. Parece que la evidencia reciente encuentra que los rendimientos en el momento del anuncio para las empresas adquirentes que pagan en efectivo son mayores que para las ofertas realizadas por intercambio de acciones[183] (Travlos, 1987; Franks *et al.* 1987); sin embargo, puede que se empleen acciones en una oferta debido a sus ventajas fiscales. En EE.UU., para realizar los beneficios disponibles en ofertas "no sujetas a impuestos" ésta debe contener al menos un 5% en acciones. Así pues, cuando el oferente tiene información privada sobre el valor de sus activos, aún pueden ocurrir ofertas por intercambio de acciones debido a su ventaja fiscal. La intuición es la siguiente: los propietarios de la empresa objetivo pueden posponer la realización de las ganancias de capital cuando reciben acciones en una toma de control, y de esta forma, permaneciendo lo demás constante, demandan precios más elevados en las tomas de control que se pagan en efectivo. Mientras que la oferta de acciones puede tener ciertas ventajas fiscales, las acciones canjeadas son valoradas por la sociedad objetivo como si fueran ofrecidas por la empresa adquirente media que realiza una oferta de dichos títulos. Así pues, un conjunto de valoración privada mayor de los tipos de adquirentes eligen ofertas en efectivo a pesar de sus consecuencias fiscales negativas. En cambio, un conjunto de valoración privada menor eligen tipos de ofertas no gravables al menos en el 5% para evitar pagar mayor precio en efectivo.

En trabajos previos citados por Brown y Ryngaert (1991, pág. 654), como los de Hansen (1987) y Fishman (1989), una oferta de acciones beneficia a la empresa adquirente cuando la sociedad objetivo tiene información privada acerca de sus activos. Dado que la empresa objetivo sólo acepta ofertas en efectivo que superan su valoración privada, las ofertas en efectivo obligan a la sociedad compradora a una selección adversa y producen sobrepagos por la empresa objetivo. Las ofertas en acciones reducen

[183] Modelos consistentes con esta evidencia resaltan que, como en Myers y Majluf (1984), una empresa compradora con información privada sobre el valor de sus activos sólo ofrece acciones cuando sus acciones son sobrevaloradas por los accionistas de la sociedad objetivo. Reconociendo este problema de selección adversa, los accionistas de la empresa objetivo reducen sus estimaciones del valor de la entidad oferente. Así pues, sin algún tipo de beneficio del pago en acciones sobre el pago en efectivo, surge un problema de "limones" en las ofertas en acciones, y las empresas oferentes elegirán sólo el pago en efectivo.

el sobrepago, porque los accionistas de la empresa objetivo comparten cualquier descenso posterior en la cotización de las acciones de la empresa oferente si ésta en su momento realizó un sobrepago. En Hansen (1987), cuando tanto la sociedad objetivo como la oferente tienen información privada sobre sus activos, a mayor información privada, la adquirente ofrece dinero en efectivo para evitar emitir acciones infravaloradas, y las adquirentes con baja valoración privada ofrecen acciones para evitar el sobrepago de la entidad objetivo. El modelo de Eckbo *et al.* (1987) extiende el análisis de Hansen (1987) para permitir las ofertas mezcla de acciones y dinero en efectivo, y en su modelo la cantidad de efectivo en una oferta revela cada tipo de oferente, de forma que cuanto mayor es el tipo de oferente más se paga en efectivo.

En el modelo de Brown y Ryngaert (1991) no hay información asimétrica sobre el valor de la empresa objetivo, sino que la oferente considera la valoración de cualquier acción aduirida por la empresa compradora y las consecuencias fiscales de la oferta al elegir uno u otro modo de adquisición. El equilibrio que se obtiene es consistente con los rendimientos observados en las empresas oferentes de tomas de control, pero el modelo también presenta predicciones que lo distingue de los modelos que sólo consideran el papel informativo del modelo de adquisición. Por ejemplo, dado que en su modelo las acciones se usan exclusivamente por sus ventajas fiscales, nunca deberían emplearse en fusiones sujetas a impuestos. También se predice que todas las ofertas no gravadas, sean financiadas por títulos y efectos o al 100% por acciones, revelan información negativa sobre la oferente. La evidencia es consistente con ambas predicciones y los autores concluyen que la relación de intercambio modelizada entre impuestos e información es empíricamente relevante en los EE.UU.

El estudio de Sullivan (1993) lo forma una muestra de 319 fusiones (638 empresas) consumadas entre el 1-1-1979 y el 31-12-86, cotizadas en NYSE o ASE. El modelo logit especifica una relación hipotética entre ciertos atributos fiscales que son determinantes del estatus fiscal elegido en una combinación empresarial: los créditos fiscales a compensar en el futuro poseídos por la sociedad adquirida, el potencial de revalorizacion de las bases amortizables de la empresa adquirida menos la depreciación recapturada, así como el potencial de obligaciones fiscales inmediatas para los accionistas de la misma.

Las conclusiones que obtiene es que hay una relación estadística significativa y directa entre el potencial de revalorizacion de las bases menos lo recapturado y el estatus fiscal elegido[184]. Esos resultados indican que la capacidad para adquirir activos a través de la fusión y posteriormente revalorizar las bases de esos activos, si la fusión tiene un estatus de gravable, puede suministrar un incentivo para la transferencia de activos. La legislación que permite la revalorizacion de los activos adquiridos en reorganizaciones sujetas a impuestos puede ser considerada como un detrimento del bienestar económico conjunto si promueve fusiones tan sólo con el propósito de evitar los impuestos. Como una explicación alternativa tenemos que las normas que permiten revalorizar los activos, actuando como lanzadoras o catalizadoras para las fusiones, suministran beneficios por reestructurar sectores y transferir activos a un empleo mejor. El resto de las variables del modelo no parecen tener influencia significativa en la decisión del estatus de la fusión, indicando que esas variables no motivan las fusiones.

---

[184] En la revisión de los trabajos previos, Auerbach y Reishus (1988a) llegan en parte a su mismo resultado, pero Sulllivan (1993) critica que pueden haber introducido un sesgo potencial en su análisis debido a que no queda claro si el tipo de la oferta determina el medio de intercambio o si el medio de intercambio es determinado por otros factores y se realiza la oferta. En segundo lugar, critican el hecho de incluir la variable OPA que está altamente correlacionada con el medio de intercambio, lo cual provocará distorsiones en los parámetros estimados y en los niveles de significatividad del resto de variables.

Estos resultados también tienen implicaciones para el medio de intercambio en las fusiones. Si los estudios previos han mostrado que los accionistas de la empresa adquirida obtienen mayores primas en transacciones en efectivo que en las realizadas por intercambio de títulos (porque las fusiones implican transacciones en efectivo que son siempre gravables y las transacciones de acciones habitualmente no son gravables) este trabajo apoya una explicación para la fusión: dado que las transacciones en efectivo son gravadas de forma inmediata, los accionistas de la empresa objetivo demandarán mayores primas para compensar su deuda fiscal inmediata. ¿Por qué estarían los oferentes deseosos de pagar esta prima fiscal?, como se cuestionan Huang y Walkling (1987). Una respuesta teórica es que la prima se paga a causa de una motivación fiscal, pero como ilustra este estudio, esa explicación sólo es posible en la medida que los activos de la sociedad adquirida tengan un potencial de revalorizacion igual o mayor que la prima pagada por necesidad en las ofertas en efectivo. Este estudio apoya las conclusiones del trabajo de Auerbach y Reishus al demostrar que únicamente el potencial de revalorizacion de los activos de la sociedad adquirida tiene una influencia en el estatus fiscal elegido para la fusión, en tanto que otros atributos fiscales (como, por ejemplo, los créditos fiscales) no parecen suficientemente significativos para influir en el estatus fiscal elegido para la fusión y probablemente no son considerados en la mayoría de la fusiones.

Manzon *et al.* (1994) analizan el efecto fiscal desde la perspectiva de las sociedades multinacionales de EE.UU., para lo cual se fijan en las adquisiciones realizadas en el extranjero en las cuales los impuestos pagados serán función del tipo impositivo del país donde radique la entidad objetivo junto con el estatus fiscal de la empresa oferente. En la medida que esos factores afecten a la rentabilidad esperada después de impuestos de una adquisición en el exterior, serían reflejados en los rendimientos anormales de las acciones de la empresa adquirente en el momento de la compra, por lo que el trabajo se centra en este análisis para mostrar evidencia de que las empresas de EE.UU. han resultado afectadas directamente por las normas fiscales.

Un repaso de la literatura precedente con relación a las empresas multinacionales no apoya la visión de que estas sociedades de EE.UU. hayan logrado ventajas fiscales. Así, Morck y Yeung (1991) no encuentran evidencia de que la q de Tobin de las sociedades multinacionales se vieran influidos por variables que sean proxy de las ventajas fiscales con relación a la capacidad de realizar arbitrajes entre sistemas fiscales (por ejemplo, a través de precios de transferencia), no resultando afectados las ratios q por la presencia de una empresa inmersa en el sistema fiscal de un país concreto. Hines (1988), mediante el empleo de las ganancias en el extranjero y los impuestos, argumenta que el sistema fiscal de EE.UU. con anterioridad a la Ley de Reforma Fiscal de 1986 desanimó las inversiones por parte de empresas multinacionales de EE.UU. pero la reforma fiscal redujo su incidencia negativa. Doukas y Travlos (1988) encuentran efectos significativos en los rendimientos de las empresas adquirentes de EE.UU. alrededor de la fecha del anuncio de una adquisición en el extranjero, y particularmente son mayores cuando las empresas realizan inversiones en países menos desarrollados y mercados geográficos nuevos, pero esos efectos podrían ser atribuidos a factores operativos como economías de alcance logradas por la flexibilidad, o a factores como el arbitraje fiscal y la capacidad de compensar ingresos gravables con otros créditos fiscales extranjeros no agotados[185].

---

[185] Se dispone de una evidencia considerable de que los impuestos en EE.UU. afectan a las decisiones de localización de las inversiones. Por ejemplo, Boskin y Gale (1987) encuentran que los incentivos para favorecer la inversión doméstica en la Ley fiscal de 1981 redujeron el flujo de inversiones hacia el exterior y estimularon de forma significativa la inversión en EE.UU. Wilson (1993), por medio de una serie de entrevistas, identificó varios ejemplos de decisiones de localización de inversiones en el extranjero que fueron conducidas en gran medida por factores fiscales, pero en cambio se sabe que esas inversiones ofrecieron rendimientos para los accionistas por debajo de lo normal.

La hipótesis a contrastar en el estudio de Manzon, *et al.* (1994) es que las empresas con ningún exceso de créditos fiscales en el extranjero que adquieren empresas en países con bajos impuestos obtendrán menores rendimientos anormales que las empresas con ningún exceso de créditos fiscales en el extranjero que adquieren empresas en países con elevados impuestos[186]. En un análisis conjunto, los resultados apoyan la visión de que la aplicación del Código Fiscal Interno crea circunstancias bajo las cuales las sociedades multinacionales de EE.UU. realizan adquisiciones que pueden obtener beneficios (incurrir en costes) incrementales. Los beneficios se asocian con la capacidad de esas empresas para usar sus redes de financiación internacional para repatriar selectivamente los dividendos de una manera fiscalmente beneficiosa, de forma que obtengan unos rendimientos competitivos normales después del pago de los impuestos en los países con elevada carga fiscal. Además, las multinacionales emplean los excesos de créditos fiscales transferibles a ejercicios futuros creados por la situación fiscal de EE.UU. para aplicarlos a la tributación de los ingresos obtenidos en el extranjero, a fin de reducir el efecto adverso de las leyes fiscales de EE.UU. sobre los rendimientos después de impuestos en las operaciones realizadas con países de baja carga tributaria. Sin embargo, la interacción de esas regulaciones con la realidad de la competencia global por las inversiones en el exterior provoca que las inversiones de las empresas multinacionales de EE.UU. en países con baja fiscalidad impuestos obtengan rendimientos netos de impuestos inferiores a lo normal.

De acuerdo con Shih (1994) a las fusiones, y particularmente las que son en conglomerado, se les han atribuido que han apelado al endeudamiento: las empresas, en la medida que tienen bajos coeficientes de correlación, se produce un efecto de coaseguro en la fusión frente a la quiebra, donde una está en dificultades y la otra probablemente tenga excedentes de flujos. El riesgo de ruina financiera disminuye de este modo tras la fusión y el apalancamiento se pude incrementar para obtener mayores deducibilidades fiscales derivadas del uso de la deuda (Lewellen, 1971; Lintner, 1971; Melnik y Pollatschek, 1973; Scott, 1977[187], Amihud y Lev, 1981). Plausible con esto es que la racionalidad basada en razones impositivas de los conglomerados está algo debilitada por los nuevos desarrollos en la teoría de la estructura de capital. Dado el tratamiento favorable a la imposición personal de los ingresos por acciones, la ventaja de la deuda sobre los fondos propios se desvanece en algún grado, si no completamente (Miller, 1977; DeAngelo y Masulis, 1980). Posteriormente dedicaremos un apartado exclusivo a la diversificación.

Al lado de la disminución del riesgo de quiebra, yuxtaponer corrientes de ganancias dentro de una entidad sujeta al pago de impuestos genera otros beneficios: una utilización más fácil y completa de las deducibilidades fiscales que no provienen de la deuda, estas son las de depreciación, créditos fiscales (por inversiones y gastos en I+D) cuyo uso como ventajas frente al impuesto de sociedades es retrasado cuando los beneficios se inclinan hacia abajo temporalmente, o peor aún, si es pérdida permanentemente se produce la quiebra. Si dos empresas tienen ganancias que presentan correlación baja, la que tiene ganancias menores son suficientemente bajas para usarlas como deducibilidad fiscal inmediata y la otra es probable que tenga grandes beneficios. Esto último sería posible para sacar el excedente de la primera empresa con deducciones fiscales para disminuir de esta forma la carga si las empresas fueran una única entidad sujeta al impuesto. Hay otros estados de la naturaleza (en la medida en que la correlación de las ganancias es baja), además, en que la quiebra provocará la desaparición de una de las empresas, perdiendo todas sus deducibilidades fiscales, pero se recuperaría mediante una

---

[186] Se eligió una muestra de sociedades multinacionales de EE.UU. que realizaron adquisiciones durante el período 1975-1983. La muestra definitiva estuvo formada por 301 adquisiciones realizadas por 202 empresas que no tuvieron otros sucesos principales en el período de 15 días anterior a la fecha del anuncio.

[187] Brick, *et al.* (1982) corroboran el estudio de Scott (1977) en el sentido de que la diversificación, especialmente en

fusión. Cuando las empresas con beneficios que presentan correlaciones bajas se fusionan, por lo tanto, la expectativa del futuro de las cargas fiscales disminuye, y aumentaría su valor de mercado combinado.

Mediante el empleo de un modelo de equilibrio general preferencia-estado, se demuestra que las mayores deducibilidades fiscales no debidas a la deuda es más probable que algunas de las cantidades llegarán a ser excedente cuando los beneficios disminuyan en el futuro, y cuanto mayor es la cantidad que esta pérdida produzca en caso de quiebra, mayor es el beneficio esperado si se fusionan las empresas. Por lo tanto, el proceso de conglomerados confiere, así pues, mayores ganancias esperadas para las empresas con mayores gastos fiscalmente deducibles que no provengan de la deuda, estas empresas es probable que mantengan menos deuda debido a que las deducibilidades fiscales por causa diferentes de la deuda a menudo generan fuertes deducciones de intereses en el margen y aumenta el coste neto del endeudamiento. A menos que los conglomerados logren grandes ahorros en costes de quiebra no relacionados con aspectos fiscales, las empresas que ganen en la mayor parte de las fusiones son las que tienen mayores deducibilidades fiscales diferentes de la deuda y, contrario a la visión convencional, menores riesgos de quiebra.

Una vez que se han modelizado esos incentivos fiscales para los conglomerados, este trabajo se plantea una pregunta empírica: ¿es la esperanza del coaseguro frente a las deducibilidades fiscales de los los beneficios y las pérdidas suficientemente importantes en las decisiones de fusión? La actividad de fusión y la legislación fiscal de EE.UU. en el año 1989 suministra evidencia circunstancial de que las fusiones llegan a ser más o menos deseables cuando las expectativas de ganancia de este coaseguramiento cambian. Otra manifestación de que estas ganancias son un importante factor en las decisiones de fusión se puede encontrar en cómo ajustan las empresas su estructura de capital después de la fusión. Libres para transferir sus excesos de deducibilidades fiscales entre las empresas constituyentes de la nueva entidad, las empresas fusionadas generalmente disponen de más espacio para deducciones adicionales de intereses y, así pues, tienen un menor coste después de impuestos de la deuda en términos marginales, en la medida que las ganancias fusionadas estén imperfectamente correlacionadas. Para ver si el apalancamiento óptimo tras la fusión de hecho está asociado con las correlaciones entre los beneficios se examinan las decisiones de financiación de la fusión. Por la forma en cómo cada empresa financia su fusión, las empresas señalan el cambio esperado más tarde en la política óptima de apalancamiento. Contrastes paramétricos y no paramétricos muestran que, históricamente, las fusiones en conglomerado en EE.UU. de manera recurrente usaron más financiación por deuda que otras fusiones. Dado que las empresas con fusiones en conglomerado tienen menor correlación de beneficios, esto sugiere que el apalancamiento óptimo de la fusión se asocia con la correlación de ganancias y esta asociación es negativa. No obstante, podría haber otras diferencias entre los tipos de fusión que pudieran explicar este resultado. Para investigarlo se estimó un modelo probit de corte transversal y la correlación de las ganancias se encontró que estaba directamente asociada con el uso de la deuda en una fusión.

Con la finalidad de tener una seguridad razonable de que el entorno fiscal permaneciera en gran medida constante durante el período de contraste, éste debía ser tan breve como fuera posible pero a la vez que suministrara una muestra que permitiera realizar inferencias estadísticas. Se empleó la serie de grandes fusiones de la FTC que incluye 78 fusiones puras de conglomerado en los años 1977 y 1978, eliminándose las sociedades que no tenían datos en Compustat y no se pudieron completar con los manuales de Moody Industrial y OTC. Cuando la cobertura fue pequeña se eliminó de la muestra y

---

presencia de altos niveles de deuda, suministra un estímulo poderoso para las fusiones.

también se redujo por la necesidad de controlar otras variables que pueden afectar a la decisión de financiación de una fusión a lo largo de las empresas como son:

* Convenios de acreedores. Consistente con la evidencia de Press y Weintrop (1990) Moody mostró que muchas de las empresas adquirentes de la muestra estuvieron sujetas a convenios con los acreedores para limitar la cantidad total de deuda en una forma de un ratio mínimo de 2'5 o 2 de los activos tangibles sobre el total de los fondos de la deuda. Dado que la violación de esos acuerdos es muy costoso (ver Leftwich, 1981), la laxitud de la empresa adquirente en cada fusión para usar deuda como medio de intercambio disminuía con la ratio de la deuda combinada de las empresas que se fusionaban sobre sus activos totales combinados antes de la fusión.

* OPAs. Si el consejo de administración de la empresa objetivo se opone a la fusión, la entidad oferente directamente hace su petición a los accionistas. En este caso, el tiempo es un elemento que puede ser importante y el pago en efectivo llega a ser preferido como medio de intercambio que el pago con acciones.

* Implicaciones fiscales de los ingresos. Los accionistas de las sociedades adquiridas son inmediatamente gravados por las ganancias de capital en las fusiones que no son financiadas al 100% por fondos propios. Para estructurar una fusión como gravable, las empresas pueden tener que verse obligadas acompensar a los accionistas vendedores por los impuestos que soportan sobre las ganancias de capital. Por tanto, cuanto mayor sean las ganancias de capital potenciales, más costosa es la estructura de esa fusión. Para ello influyen de forma decisiva dos factores: (a) el tramo impositivo del vendedor, que no es una información disponible, empleando una proxy del mismo y (b) las ganancias de capital potenciales, que dependerán de la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable base, empleando la ratio de valoración como una aproximación inversa de las ganancias de capital. La muestra se redujo a 41 fusiones, de las que 10 estaban financiadas al 100% por fondos propios, 25 por efectivo y 6 por una combinación de efectivo junto con acciones y deuda.

Comentan los resultados para la muestra final de empresas agrupados por el método de financiación, se calcularon para cada una de las variables independientes, y posteriormente se estimó un modelo probit sobre la muestra final. En éste, de forma consistente con el contraste univariante, el coeficiente de efecto coaseguro es significativo y tiene el signo negativo predicho. Si eliminamos esta variable el modelo sigue teniendo poder explicativo. También consistente con los contrastes univariantes, la variable OPA es la única otra variable asignada por el modelo probit que tiene el signo predicho y es estadísticamente significativa (negativa). Para comparar de forma cruzada el modelo de decisión de financiación también se estimó por mínimos cuadrados ordinarios y los coeficientes de las dos variables que antes eran significativas lo seguían siendo al 5%.

En definitiva, el apalancamiento tras la fusión se encontró que es una función inversa de la correlación de los beneficios, consistente con la proposición de que el coaseguro frente a los excesos de escudos fiscales hace a la deuda más atractiva. Otros factores, no obstante, podrían haber contribuido a este hecho. Si los costes de quiebra no relacionados con la imposición fueran muy grandes y su cambio marginal como una función de la deuda cayera significativamente tras la fusión, por ejemplo, el atractivo de la deuda aumentaría después.

Otro grupo de trabajos de corte diferente se centran fundamentalmente en el medio de intercambio y encuentran que los accionistas de la sociedad adquirida obtienen mayores rendimientos si la remuneración es en efectivo que si se reciben acciones (Carleton *et al.* 1983; Wansley *et al.* 1983 y 1987; Travlos, 1987; Travlos y Papaioannou, 1987; Huang y Walkling, 1987). El medio de intercambio empleado en la adquisición determina en cierta medida el estatus fiscal de la adquisición.

La empresa adquirente puede desear acometer unos mayores costes de adquisición asociados con el intercambio de títulos en una oferta hostil. Dado que las ofertas de acciones habitualmente requieren una cooperación considerable y suelen llevar mucho tiempo completarlas, un menor porcentaje de las ofertas en acciones será hostil en comparación con las ofertas en efectivo.

Una posible explicación de la diferencia de prima entre las ofertas en efectivo y por intercambio de títulos puede estar relacionada a los beneficios fiscales de la adquisición. Harris *et al.* (1982), analizan mediante un análisis probit los determinantes del medio de intercambio y encuentran que cuanto mayor es la pérdida fiscal acumulada trasladable hacia delante, es más probable que una empresa sea adquirida. Estos autores razonan diciendo que las leyes federales hacen más fácil que una sociedad con perdidas adquiera una empresa rentable que a la inversa. Carleton *et al.* (1983) empleando un modelo logit, encuentran que a mayor probabilidad de que la empresa sea adquirida mediante acciones en lugar de efectivo, mayor es su ratio de valoración, lo que interpretan los autores como una mayor probabilidad de ganancias de capital y deuda fiscal potencial en el intercambio para los accionistas de la empresa adquirida, conduciéndolas de esta forma a un mayor incentivo para las transacciones en efectivo.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

2.3.- Hipótesis de Monopolio.

2.3.1.- La concepción clásica de la sinergia de poder de mercado[188] y sus posibles efectos monopolísticos sobre la competencia[189].

El primer elemento distintivo o diferenciador de esta forma de sinergia frente a otras es que suele ir unida a los procesos de fusión horizontal, teniendo como consecuencias la reducción en el número de competidores en el sector (sin generar un aumento en la capacidad total del mercado); o bien, mediante acuerdos que supongan prácticas restrictivas de la competencia con el propósito de controlar un mercado, en ambos casos vinculadas a procesos de adquisición o crecimiento externo[190] [191].

La menor competencia dentro del mercado con posterioridad a un proceso de fusión horizontal puede reducir la elasticidad de la demanda de los productos y permitir con ello un aumento del precio o, alternativamente, eludir algunos costes que se vinculan de forma directa con el nivel de la rivalidad en el sector (Sutton, 1983, pág. 144). Ambas opciones, si sólo se logran tras un proceso de adquisición vía fusión, son un efecto sinérgico, pero que habría que contrapesar con la posibilidad de acuerdos

---

[188] Podemos definir el poder de mercado como "la capacidad de incrementar los beneficios elevando los precios por encima de los niveles competitivos, o más precisamente, por encima del coste marginal de la empresa" (Schmalensee, 1990a, pág. 62).

[189] Para un análisis exhaustivo de la legislación norteamericana antimonopolio, su evolución en el tiempo, las teorías fuertemente enfrentadas con relación a los posibles efectos perniciosos de estas fusiones, la evidencia empírica que proporcionan los trabajos fundamentales realizados en EE.UU., el debate y las perspectivas de futuro en cuanto a la regulación y una muy amplia bibliografía especializada, debe consultarse el capítulo 23 de la obra de Weston *et al.* (1990).

[190] Cabe también la posibilidad de sinergia de poder de mercado a través del crecimiento interno, entablando lo que suele ser una dura batalla para aumentar nuestra participación y poder en el mercado, opción que a menudo se descarta por consumir muchos más recursos (incluido el tiempo).

[191] El incremento de concentración no lleva por sí mismo necesariamente a un incremento de la rentabilidad en el mercado. La concentración simplemente hace la colusión más fácil por reducir el número de grados de libertad en la

entre la sociedad oferente y la empresa objetivo sin llegar a fusionarse. También hemos de evaluar la posibilidad de que el aumento de concentración tras una fusión horizontal pueda perturbar el alcance de un acuerdo monopolístico más delicado y conducir a un período de guerra oligopolística (Hay y Morris, 1987, pág. 483).

En general, el tamaño tiene importancia en el poder de mercado ya que la cuota de mercado de un comprador o vendedor desempeña un papel destacado en la determinación de su poder económico: (a) la existencia de un número reducido de productores independientes, que cubren partes importantes del mercado, permite ejercer un cierto control sobre los precios, siempre que se descarte cualquier solución basada en la competencia; (b) un gran número de productores que se coaligan o se caracterizan por una distribución muy asimétrica de tamaños pueden igualmente adoptar políticas distintas de las derivadas de la competencia.

Si las economías de escala (u operativas en un concepto más amplio) no aparecen mediante una fusión, entonces se supone que el aumento de valor como consecuencia de la misma puede provenir de un aumento de la concentración del mercado que conduzca a rendimientos de monopolio[192].

En el permanente debate abierto con relación a la hipótesis de monopolios aparecen dos posiciones encontradas e irreconciliables. Unos economistas mantienen que la elevada concentración causa algún grado de monopolio en el mercado, en tanto que otros sostienen que el aumento de la concentración generalmente es el resultado de una competencia activa e intensa en el seno del mismo[193] (Weston, *et al.* 1990, págs. 207-208).

Los objetivos del poder de mercado son, además de controlar en exclusiva un producto, compensar el predominio de los monopolistas establecidos o la creciente amenaza de un ataque por parte de los competidores, lo que se puede traducir en un incremento de la participación en el mercado pero no en un aumento del poder de mercado (Sutton, 1983, pág. 147).

El poder de mercado es motivo de preocupación cuando se da la circunstancia de que la empresa o grupo de empresas pueden estar tan libres de presiones competitivas que eleven los precios muy por encima de los niveles de competencia (concentración del mercado) o cuando una empresa o grupo está protegida contra la entrada o la imitación, de forma que su poder de mercado perdura durante largos períodos de tiempo (Schmalensee, 1990a, pág. 65). A decir de Schmalensee (1990b), concentración y barreras de entrada son las dos condiciones necesarias para ejercer de forma continuada el poder de mercado. En relación con la primera, parece que no funciona bien la colusión tácita ni los cárteles explícitos si el número de partícipes es elevado. De hecho, el comportamiento restrictivo requiere una acción conjunta de tipo colusivo, lo que precisa acuerdos, detección de los incumplimientos y penalizaciones para los que los realizan, todo lo cual se ve favorecido por la presencia de un reducido número de sociedades (concentración). Por su parte, las barreras a la entrada deben constituir algún mecanismo que evite que las rentas de monopolio atraigan a nuevos competidores, pudiendo diferenciarse entre barreras estructurales y de comportamiento.

---

búsqueda de compañeros de acuerdos (Hay y Morris, 1987, pág. 483).

[192] El argumento esgrimido es que una concentración "indebida" en un determinado sector en el que participan pocas empresas conducirá a que éstas perciban el impacto de las acciones y políticas de unas sobre las otras, derivando en el reconocimiento de esta interdependencia al considerar acciones y reacciones a cambios en la política que tenderán hacia una "colusión tácita". Como resultado, los precios y beneficios de las empresas contendrán elementos de monopolio (Copeland y Weston, 1988, pág. 688).

[193] El propio hecho de una competencia intensa y continua entre grandes empresas en sectores concentrados, como consecuencia de las dimensiones del proceso de tomas de decisión numerosas y de amplia variedad sobre precios, productos, calidad, servicio, etc., implica que la colusión simplemente no sea posible (Copeland y Weston, 1988,

Los tipos de conducta excluyentes más comunes son las políticas depredadoras de precios (práctica de percibir precios tan bajos que no serían remunerativos salvo que eliminaran a alguna sociedad entrante, desalentaran entradas futuras o disciplinaran a algún competidor directo) u otras acciones destinadas a la adquisición de patentes, el lanzamiento de productos, el establecimiento de canales de distribución o el aumento de la capacidad, que priva de oportunidades a los entrantes potenciales (Schmalensee, 1990b, págs. 128-129).

El aumento de tamaño tras una fusión horizontal incrementa el poder de negociación de la empresa con sus distintos partícipes (consumidores, proveedores e incluso con el Estado). En relación con los consumidores, el objetivo de la entidad oferente es aumentar la cuota de mercado que posee[194]. Además, podrían existir en el sector barreras a la entrada que impidieran el desarrollo interno, pero el fin último viene a ser mejorar sensiblemente su margen de maniobra en la fijación del precio de venta de sus productos, intentando crear situaciones oligopolísticas o monopolísticas. A nivel macroeconómico esta operación de sinergia no crea valor (Husson, 1990, págs. 21-22).

El efecto monopolio de determinadas adquisiciones pareció evidente durante la primera oleada de fusiones en los Estados Unidos, así como en el Reino Unido en las oleadas de las décadas de los años veinte y sesenta, en las que se puso de manifiesto un aumento importante de la concentración en el mercado, parte del cual pareció venir provocado como reacción contra la legislación anti convenios de colusión y prácticas restrictivas (antimonopolio), constituyendo la fusión la única salida al no existir la posibilidad de obtener un resultado idéntico por medio de acuerdos. La legislación en los países anglosajones parece que en un comienzo se preocupó más de los acuerdos que restringían la libre concurrencia que de la prohibición de formar monopolios (Sutton, 1983, pág. 145). De hecho, ambas prácticas sólo son sustitutivas si las empresas tienen los mismos objetivos, pues si no el acuerdo no es posible, siendo la prohibición de convenios un acicate para la formación de monopolios, salvo limitaciones a este respecto por parte del legislador.

Pero el incremento del poder de mercado no es patrimonio exclusivo de las fusiones horizontales sino que también se puede dar en la fusión en conglomerado (Steiner, 1975) si la empresa oferente cree que un mayor tamaño absoluto le permitirá organizar un oligopolio más disciplinado en el sector de la sociedad objetivo, o si piensa que la sociedad objetivo goza de un poder de mercado latente susceptible de explotación. Otras consecuencias son la venta conjunta o concertada y la subsidiación de unas áreas a otras (Jacquemin, 1982, págs. 115-116).

Por su parte, la fusión vertical puede incrementar el poder de mercado si levanta barreras al ingreso de nuevos partícipes potenciales o desalienta los intentos agresivos de los actuales rivales (Sutton, 1983, pág. 148).

2.3.2.- El poder de mercado como expropiación de la riqueza de los consumidores.

La consecución o el incremento del poder de mercado ha sido una razón esgrimida habitualmente como efecto pernicioso y origen de las ganancias que surgen en una toma de control, al menos para las fusiones horizontales, al suponer que se produce un aumento del grado de concentración del sector que redunda beneficiosamente en los accionistas de las sociedades fusionadas al poder elevar el precio de venta de los productos de la empresa. Por tanto, el rendimiento positivo anormal de la actividad de

---

pág. 689).

[194] Lo cual quizás pudiera lograrse por crecimiento interno, pero en mercados maduros el medio más seguro y eficaz de incrementar la cuota de mercado es adquirir la cuota de una sociedad concurrente.

adquisición (fusión principalmente) se asocia a que el control logrado por parte de la entidad oferente sobre los recursos de la sociedad objetivo le permite a la primera desarrollar una estrategia operativa de mayor valor. El debate fundamental se centra en si las ganancias surgen predominantemente como consecuencia de los efectos derivados del lado de los ingresos (teoría del "poder de mercado") o de los costes (teoría de la "eficiencia[195] productiva") (Eckbo, 1983, pág. 241). Así, si el origen de las ganancias de las tomas de control horizontales proviene de los aumentos logrados en el poder de mercado, suponen una transferencia de riqueza de los clientes a los accionistas de la sociedad objetivo, con lo que podría ser cuestionable la permisividad de estas prácticas; pero si por el contrario, representan incrementos en la eficiencia operativa, dificultar las restricciones antimonopolio permitiría que tuvieran lugar más fusiones que lograsen una mayor eficiencia económica global.

Si partimos de la revisión de la literatura precedente con relación a las fusiones industriales que realiza Utton (1974, pág. 13 y ss.)[196], centrándonos particularmente en la controversia acerca de los efectos en el poder de mercado y en la eficiencia, volvemos a que la discusión se encuentra en si la eficiencia de unas empresas se mejora por las fusiones a través de un empleo más económico de la dirección, los recursos de investigación o de marketing; o si la eficiencia por contra, se debe al crecimiento, los problemas de coordinación y los definidos como "pérdida de control" (Williamson, 1967, págs. 123-138), siendo más probable que aumenten con el tamaño de la empresa y resulten más importantes cuando el cambio de tamaño que se produce por período de tiempo es de gran magnitud, si se puede realizar por medio de expansión externa.

Para Utton (1974, pág. 13) el efecto "eficiencia" a priori de las fusiones empresariales puede ir hacia cualquier lado, y lo mismo ocurre con el efecto "poder de mercado", dado que cualquier fusión puede aumentar, disminuir o dejar inalterada la concentración del sector (Utton, 1971, pág. 49)[197].

Así, en el estudio de Kitching (1967) se encontró que 22 de las 69 adquisiciones realizadas por una muestra de 210 sociedades fueron calificadas como errores por parte de los directivos. Entre aquellas que tuvieron éxito el aspecto que más colaboró en la mejora de los resultados provino del área financiera, seguido en orden de importancia por el marketing, la I+D y finalmente la producción. En opinión de Kitching, esta jerarquía es casi exactamente la inversa a las que surjen en la mayor parte de las discusiones acerca de las economías que es probable que aparezcan en una fusión.

Dewey (1961) analizó la posible relación entre la caída en la cuota de mercado y los procesos de fusión y en este sentido apunta la posibilidad de que las fusiones ocurran para rescatar a las "empresas

---

[195] La medida de la eficiencia empresarial resulta por sí sola, sin el matiz de las fusiones, suficientemente compleja de manera que ligarla a la operación de fusión no hace sino dificultar la respuesta con relación al posible aumento (disminución) de la eficiencia tras la fusión. De forma ideal, para solucionar esta cuestión se requeriría una información detallada de las empresas referida a un gran número de variables en los años previos a la fusión así como para la empresa resultante, igualmente, a lo largo de un dilatado período de tiempo con posterioridad a la unión (Utton, 1974, pág. 14).

[196] En concreto, Utton (1974, pág. 18) contiene un resumen de los trabajos publicados desde el de Dewing (1921) hasta el de Singh (1971), con una clasificación de las fusiones en función de si redujeron el resultado, no influyeron sobre el mismo o condujeron a una mejora.

[197] Sin embargo, su evidencia en el período 1954-1965 sugiere que las fusiones desempeñaron un papel importante en el aumento de la concentración durante el mismo, si tomamos en consideración que fue casi la mitad del aumento de la fabricación en su conjunto y aún mayores proporciones en algunos sectores (Utton, 1971, págs. 46 y 52). Además, en una muestra aleatoria de 30 productos del Censo de Producción se estimó que aproximadamente un tercio de los casos de concentración aumentaron durante el período 1958-1963 como resultado de las fusiones (Hart *et al.*., 1973, capág. 3).

que fallan" (sociedades insolventes) del proceso de quiebra[198]. Las empresas que fueron adquiridas entre 1950-1972 perdieron gran parte de su cuota de mercado con relación a otras similares que no resultaron adquiridas. Sin embargo, quizás esas sociedades hubieran sufrido pérdidas iguales o mayores en la cuota de mercado si no hubieran sido adquiridas. Supuesta esta última interpretación, los resultados implican una modificación importante para la hipótesis de las "empresas que fallan": en el mejor de los casos el hecho de que una empresa falle no altera su trayectoria; a la vez que los resultados también soportan una visión alternativa de la hipótesis de la empresa que falla: la sociedad adquirida comienza a fallar con posterioridad a su adquisición, y su adquisición es la causa de su pérdida de cuota de mercado. Sin embargo, los resultados acerca de las cuotas de mercado no se pueden interpretar como que supongan una implicación directa sobre los efectos de las fusiones en la rentabilidad o en las ganancias de los accionistas.

En el estudio de Newbould (1970) para el Reino Unido se obtuvo la información de 38 empresas adquirentes en un número de aspectos relativos al resultado tras la fusión. Este registro para las fusiones fue generalmente poco importante: efectos cero o casi nulos; donde se recogen 27 adquirentes en disposición de los activos tras la fusión, 25 empresas con cierres, 26 con ventas y 30 con exportaciones (Newbould, 1970, págs. 161-175).

El trabajo de Utton (1974, págs. 20 y ss.) analiza una muestra de empresas manufactureras del Reino Unido en el período 1961-1970, con lo que completa su estudio previo para el período 1954-1965 (Utton, 1971), con la intención de aplicar un criterio muy estricto de rentabilidad[199], con una muestra reducida a 39 sociedades que fueron clasificadas como adquirentes intensivas en el período estudiado, que a la par no fueron objeto de toma de control durante el período 1966-1970, aunque se admite que continuaran realizando compras. De un examen preliminar de la rentabilidad de las empresas de la muestra en 1966 y 1967, comparada con la rentabilidad media para sus respectivos sectores no se encontró indicio alguno de que el resultado fuese significativamente mejor que el del sector. Sin embargo cuando la muestra de fusiones intensivas fue comparada con una muestra aleatoria de empresas con crecimiento interno, la rentabilidad media de estas últimas fue significativamente mayor en el período posterior al de gran actividad de fusiones (1966-1970) periodo en el cual el crecimiento medio de las dos muestras fue similar, y también durante el período de intensidad de fusión (1961-1965), cuando el crecimiento del grupo control fue significativamente menor. Para las empresas intensivas en fusiones los datos de empresas británicas tienden a apuntar la misma conclusión que otros estudios realizados en EE.UU. en el sentido de que la rentabilidad de las empresas fusionadas es menor que la rentabilidad de las empresas con crecimiento interno[200].

En un estudio general realizado por Stano (1976, pág. 675) para analizar la relación entre el rendimiento de las acciones y una serie de variables explicativas encuentra que todas son significativas al 5%, en tanto que cuando se añaden variables que intentan captar el tamaño de la empresa y el poder de monopolio[201], siguen siendo significativas, presentando estas últimas un signo negativo, y el

---

[198] Argumento para las tomas de control que examinaremos en un capítulo posterior.

[199] Con la finalidad de asegurarse que en la medida de lo posible el efecto de la intensidad de la fusión fuese reflejado en un criterio estricto de rentabilidad, se aplicó a los datos británicos para el período 1954-65, y especialmente en la selección de la muestra de empresas fusionadas en el período 1961-1965 y, especialmente, en la selección de la muestra de empresas fusionadas en el periodo 1961-1965.

[200] Esta conclusión debe ser modificada, sin embargo, si se pudiera disponer de un número suficientemente grande de observaciones de fusiones en *cada sector*, de forma que sus resultados pudieran ser comparados con la media del sector de las empresas no fusionadas.

[201] Stano (1976, pág. 678) controla el poder de monopolio de igual forma que Palmer (1973), asignando valores 1,

tamaño con signo negativo (no significativo), no viéndose alteradas de forma significativa el resto de variables. Las variables dicotómicas de poder de monopolio son significativas al 5%, pero no hay un efecto de monopolio relevante con posteriorioridad de monopolio una vez que se introducen variables sectoriales; sin embargo, el tamaño pasa a ser negativo de forma significativa.

Aún perdura un fuerte debate abierto tanto entre los juristas como entre los economistas acerca de si las disposiciones obligatorias que establecen las agencias antimonopolio han ayudado a promover la competencia en la economía mediante su intervención en el mercado de control de activos empresariales. Un grupo de críticos considera que las victorias de las autoridades gubernamentales, basándose en la Sección 7 de la Ley Clayton, frecuentemente son de escasa magnitud, bien porque los términos de la resolución final no aumenta de forma efectiva la competencia en los mercados de productos de las sociedades defendidas o porque la obligación a las disminuciones son indiferentes[202].

Otros autores que han examinado los efectos del derecho antifusión obligatorio sobre el valor de las acciones interpretan las pérdidas anormales de los accionistas cuando se anuncia una reclamación basándose en la Sección 7 como una evidencia de que la solución impone restricciones elevadas a las empresas acusadas (ver Kummer, 1975; Stillman, 1980 y Eckbo, 1981). En este sentido, Wier (1983) contrasta la validez de la hipótesis de que la legislación supone un remedio costoso mediante la estimación del rendimiento anormal de las acciones de la empresa demandada alrededor del anuncio del final de la decisión de la Sección 7. Los resultados indican que los accionistas de las empresas involucradas en casos de litigio que son fallados en su contra obtienen un rendimiento anormal negativo, por término medio, de aproximadamente un 2% en el momento del anuncio de la decisión final. De igual forma, una cartera de empresas objetivo cuyas transacciones propuestas fueron canceladas siguiendo la demanda interpuesta basada en la Sección 7, muestran un resultado anormal negativo de un 8% cuando la cancelación es anunciada. Estas pérdidas anormales implican que las agencias que dictan normas obligatorias pueden imponer en alguos casos a las empresas defendidas restricciones costosas durante el proceso. La evidencia de Wier (1983) no muestra por qué la cancelación o las desinversiones son costosas[203] sino que parece que avala la hipótesis de que los

---

0'5 y 0 a los sectores con elevadas barreras de entrada, importantes o moderadamente bajas, respectivamente; ponderando posteriormente por el porcentaje de las ventas de la empresa en cada sector. Se emplea la media de los índices para los dos años de la muestra, realizando las siguientes categorías: poder de monopolio alto, medio o bajo con un índice igual o mayor que 0'667, entre 0'333 y 0'667, y menor o igual que 0'333, respectivamente.

[202] Los trabajos de Elzinga (1969), Green *et al.* (1972) y Pfunder *et al.* (1972) critican el procedimiento de obligación en tres campos diferentes:

1º) Los dictámenes especificando desinversiones parciales o ninguna desinversion son inadecuados para prevenir que las empresas mantengan posiciones de monopolio.

2º) Cuando se ordena una desinversion, los tribunales y las agencias son recelosos en el momento de "obligar" un precio de venta en los defendidos, tendiendo a dejar la elección del precio de comprador y vendedor a la empresa que desinvierte, sujeto a la aprobación de la agencia estatal. Este enfoque pasivo de su obligación significa que las desinversiones pueden tardar años en lograrse, de tal forma que a los defensores se les permite un amplio margen temporal durante el cual recogen sus ganancias de monopolio alegadas y "arañan" los activos adquiridos ilegalmente con otros.

3ª) Las agencias permiten a las sociedades en desinversion ordenar la desinversión a otras empresas que también es posible que usen los activos de una manera anticompetitiva. Las investigaciones de Ellert (1975, 1976) apoyan esta crítica.

[203] El autor reconoce que esa pregunta forma parte de los motivos que subyacen en las adquisiciones empresariales, describiendo las dos hipótesis generales de estos procesos, cuales son: 1) para emprender el logro de eficiencias en producción y 2) para acumular poder de mercado. En el contexto de estas hipótesis, los costes de la declaración de culpabilidad de acuerdo con la Sección 7 se pueden considerar que representan la pérdida de la eficiencia productiva o de las rentas de monopolio.

remedios jurídicos en los casos de la Sección 7 imponen costes a las empresas que se defienden, pero sólo parcialmente, dado que la evidencia muestra por un lado que los anuncios de demanda ocasionan perdidas anormales, por termino medio, para 4 de las 5 carteras de empresas envueltas en casos anti-fusión. Posteriormente, los costes relativos mayores nacen para los propietarios de las sociedades objetivo en aquellas adquisiciones propuestas que son canceladas siguiendo las reclamaciones antimonopolio, de forma que los aumentos de riqueza en el momento del anuncio de la propuesta de compra son eliminados por el tiempo que transcurre hasta que se resuelven las demandas. Entre las empresas cuyos casos finalizan después que sus adquisiciones son completadas y con anterioridad a que la reclamación sea formulada, los accionistas de las sociedades declaradas culpables incurren en pérdidas anormales ante el anuncio de la decisión final adversa, pero los propietarios de las empresas que vuelven a ser independientes no obtienen las ganancias correspondientes. Las entidades que llegan a un acuerdo en sus litigios, que constituyen la mayoría de la muestra, no muestran pérdidas al final del anuncio de la decisión, resultado que no parece particularmente sorprendente, consistente con la sugerencia de que los inversores habían tenido conocimiento previo de que se esperarían dichos anuncios, y habían formado expectativas insesgadas acerca de los detalles de los mismos.

El trabajo de Stillman (1983) trata de contrastar la hipótesis de que existe una eficiencia social de base para la política antimonopolio contra las fusiones, sean o no horizontales. Existe alguna evidencia de que las fusiones horizontales, que en el pasado fueron modificadas por el gobierno federal, hubieran generado unos mayores precios de los productos para los consumidores. La principal limitación del estudio surge por el hecho de que resulta inevitable que la muestra incluya fusiones horizontales que podrían haber ocurrido, pero donde por el contrario la política de obligación antimonopolio las desanimó. Si la política antifusión produce una disuasión en las empresas incluso en las fusiones más anticompetitivas, los cambios actuales podrían ser casi exclusivamente contra las fusiones socialmente eficientes, y aún la política podría ser consistente con la búsqueda de la eficiencia; pero por otra parte, cuanto menor sea la capacidad del gobierno para discernir entre los casos, más empresas se verán desanimadas ante el intento de ahorrar costes, fusiones que evidentemente sí resultaban socialmente eficientes. Las conclusiones de su trabajo exponen que el valor de mercado diario de las acciones de una muestra de 11 intentos de fusión horizontal modificadas durante el período 1964-1972, si la fusión horizontal aumentara los precios de los productos, otras empresas del mismo sector habrían aumentado su valor en los días en los que ocurrió el suceso que aumentó la probabilidad de las fusiones y a la inversa. En cambio, los resultados alcanzados indican que los rivales sólo en una de las fusiones siguieron el patrón de rendimientos anormales consistente generalmente con la predicciones de la hipótesis de ineficiencia, en tanto que el rival en otra fusión reveló un patrón mezclado de rendimientos anormales, concluyendo que no se puede rechazar la hipótesis de que no se produce un efecto anticompetitivo (al igual que Eckbo, 1983).

El trabajo de Eckbo (1983) examina la condición necesaria para que las fusiones horizontales tengan efectos colusivos: cambios inducidos en los precios de los productos y factores relativos, efectos que son evaluados de forma indirecta a través de los precios de las acciones de la entidades fusionadas y de las sociedades rivales del sector. Su estudio, realizado sobre una muestra de 259 fusiones horizontales y verticales en EE.UU. en los sectores de minería y manufacturas, de las cuales 76 fueron modificadas por el Estado por efectos anticompetitivos, mostró que se puede rechazar generalmente la hipótesis de colusión siendo la evidencia más bien consistente con la hipótesis de que la política antimonopolio en EE.UU. durante las dos pasadas décadas ha protegido a los productores de costes elevados frente a los de bajo coste, en términos relativos, al restringir la oportunidad de mejorar de forma económica las técnicas de producción por medio de las fusiones (Eckbo, 1983, pág. 242). La evidencia indirecta de los trabajos anteriores de Stillman (1983) y Eckbo (1983), en el sentido

de que se produce una débil reacción del precio de las empresas competidoras cuando dos rivales del mismo sector anuncian su fusión, no refuerza la hipótesis de monopolio (Roll, 1987, pág. 79).

Igualmente, el estudio de Eckbo (1985) acerca de la relación entre el efecto que tiene el anuncio de una propuesta de fusión sobre la riqueza de las empresas de su mismo sector y las características sectoriales muestra que, aún cuando el anuncio de fusión horizontal, está asociado habitualmente con rendimientos anormales positivos para los rivales de la sociedad objetivo, se rechaza que el efecto riqueza en el sector esté correlacionado positivamente con el cambio experimentado en la concentración a consecuencia de la fusión horizontal o con el grado de concentración anterior a la toma de control. La reacción del mercado al anuncio de la propuesta de fusión es consistente con la hipótesis de que las fusiones horizontales, para la muestra analizada, se espera que suministren una asignación más eficiente de los recursos empresariales con independencia del nivel y el cambio en la concentración y, así, el efecto riqueza sectorial positivo puede reflejar la información con relación a las oportunidades que están a disposición de las empresas rivales no fusionadas con el fin de aumentar su productividad (Eckbo, 1985, págs. 347-348). En un mercado de capitales eficiente (Eckbo, 1996, pág. 1.007), los cambios inducidos por las fusiones sobre el producto futuro y los precios de los factores esperados se trasladarán a rendimientos anormales de las empresas que compiten en el mismo sector que las sociedades fusionadas, por lo que una visión colusiva, anticompetitiva, aumenta el precio del producto y por lo tanto también los beneficios de sus rivales. Por tanto, desde la doctrina de concentración del mercado, este beneficio de aumentar el nivel de concentración anterior a la fusión y el cambio inducido por la fusión en el grado de concentración tienen una implicación que ha sido rechazada en estudios empíricos previos basados en datos del mercado de capitales (Eckbo, 1985).

Eckbo (1992, págs. 1.006-1.007), realizando un breve repaso de la evidencia empírica previa, destaca como los estudios precedentes de Stillman (1983), Eckbo (1983), y Eckbo y Wier (1985) presentan una evidencia de rendimientos de las acciones que rechazan la proposición de que las fusiones horizontales sectoriales medias que han sido modificadas por las autoridades antimonopolio de EE.UU. durante el período 1963-1981 hayan tenido efectos colusivos, anticompetitivos. La extensión temporal de estos contrastes a la década de los años ochenta conduce a la misma conclusión (Schumann, 1990), al igual que los resultados de James y Wier (1987) para las fusiones horizontales no modificadas en el sector bancario. Si realizamos un análisis colectivo de la evidencia del mercado de valores, parece que todos estos trabajos demuestran que aumenta la probabilidad de que las fusiones modificadas por las leyes antimonopolio hubieran sido eficientes si en su momento hubiesen sido permitidas; sin embargo, derivado del hecho de que las autoridades obliguen a bloquear fusiones eficientes no se concluye que esta política sea socialmente subóptima. Aunque resulta difícil medir el beneficio social de toda la política, también incluiría el valor esperado de desanimar fusiones anticompetitivas potenciales frente al hecho de que hubiesen sido formuladas. No hay duda que la política antimonopolio de obligado cumplimiento norteamericana impide de forma significativa la actividad de fusiones horizontales[204].

El estudio de Mueller (1985) se basa en comparar las cuotas de mercado de las empresas adquiridas con una muestra de control de empresas no adquiridas que pertenecen al mismo sector. Mueller (1985, pág. 259) comenta que la mayoría de las dos primeras olas de fusiones centraron su análisis en la rentabilidad de las sociedades fusionadas y que parece que existe un consenso en cuanto

---

[204] Véase la nota al pie nº 3 de Eckbo (1992, pág. 1.906) en la que recoge la evidencia de Stigler (1966), Ellert (1976), Wier (1983), y Eckbo y Wier (1985), donde se presentan costes significativos para las empresas derivados de la decisión gubernamental de un cambio, en el sentido de desinversiones o cancelaciones de transacciones de propuestas de fusión.

a que es más probable que disminuyese la rentabilidad frente a que aumentase[205]. Un efecto mezclado en cuanto a los efectos de las fusiones sobre la rentabilidad se presentó en los estudios de la actividad de fusión ocurridas con posterioridad a la II Guerra Mundial[206]. El presente trabajo analiza el impacto en la cuota de mercado tomando ésta como referencia de valoración del éxito relativo de las fusiones. La muestra está constituida por un resumen, durante el período 1950-1972, de las ventas (a nivel de 5 dígitos) de las 100 mayores sociedades de cada año recogidas en la Comisión Federal de Comercio. La muestra de sociedades adquiridas son todas las empresas que lo fueron dentro de las 1.000 mayores empresas de 1950, que además fueron adquiridas por una entidad que perteneciese al grupo de las 1.000 mayores sociedades entre los años del período de estudio, así como las divisiones de empresas, constituyendo la muestra final 209 entidades adquiridas y 123 adquirentes. Para aminorar los posibles sesgos cometidos, se estimaron los efectos de la fusiones en las cuotas de mercado relativas de un grupo de control de sociedades[207].

Finalmente, Mueller (1985) rechaza o al memos reinterpreta en parte varias de las hipótesis con relación a las fusiones, dado que no encuentra apoyo para mantener que las fusiones mejoran la eficiencia por el hecho de consolidar las ventas de las sociedades adquiridas en sus líneas de producto más eficientes. La pérdida relativa de cuota de mercado, cuando se emplean las ventas de 1972 como factor de ponderación, resultaron iguales o algo menores que cuando la variable dependiente fue la cuota de mercado de 1950. Las empresas adquiridas no obtienen mejores resultados sino peores que las no adquiridas, en aquellos mercados en los que cada sociedad elige concentrar sus ventas. Esta evidencia, a la vista de los resultados de los trabajos previos de Smiley (1976) y de Mandelker (1974), que encontraron que las adquirentes tuvieron una rentabilidad de sus acciones por debajo de la media con anterioridad a la compra, hace reinterpretar a Mueller la evidencia como que la adquisición puede señalar una disminución en las cuotas de mercado posterior a la misma. Si esto ocurre, y resulta ser una dirección ineficiente la que precipita las adquisiciones, entonces los nuevos directivos no parecen que obtengan mejores resultados empresariales que sus antecesores (tomando como medida de comparación sus cuotas de mercado con relación a las de cualquier otra sociedad similar no adquirida).

Limmack y McGregor (1995) realizan un repaso de la evidencia empírica para el Reino Unido. Así tenemos que en el estudio de Cosh *et al.* (1980) examinaron el resultado de fusiones ocurridas dentro de una muestra de ofertas en el período 1967-1970, encontrando un cambio en la rentabilidad asociado a la fusión, en comparación con el cambio en los beneficios de un grupo de control del mismo sector y tamaño; pero por contra, no se encontraron diferencias en el resultado (performance) entre las empresas que se fusionaron y las que no. Sin embargo, un subgrupo de fusiones no horizontales se comportó peor que el grupo de control. El estudio de Meeks (1977), tras ajustar por sesgos identificados en los datos contables, comparó la rentabilidad tras la fusión de sociedades que realizaron una única adquisición en el período 1964-1971 con la rentabilidad media de la empresas

---

[205] Ver en la nota al pie número 1 de Mueller (1985) los resúmenes de esta literatura y la referencia de los estudios previos en Markham (1955) y Hogarty (1970).

[206] Ver la nota al pie número 2 de Mueller (1985) en la que revisa para EE.UU. los trabajos de Weston y Mansinghka (1971), Melicher y Rush (1974) y Mueller (1980, capítulo 9); y de Meeks (1977), para el Reino Unido, así como los estudios recogidos en Mueller (1980, capítulos 3 al 8), para la evidencia en los países europeos.

[207] Un estudio previo realizado por Goldberg (1973) empleó una muestra de 44 sociedades adquiridas en las décadas de los años cincuenta y sesenta, no encontrando cambios significativos en las cuotas de mercado o en las tasas de crecimiento con posterioridad a las fusiones. El mayor espacio temporal que examinó la muestra de Goldberg fue de 10 años, y la media de 3 años y medio (Goldberg, 1973, pág. 146). En cambio Mueller abarca 209 adquiridas con un período de tiempo tras la adquisición entre 11 y 22 años. Además la muestra de Goldberg tenía el inconveniente de estar muy concentrada en sectores intensivos en publicidad, mientras que Mueller incluye todos los sectores manufactureros.

fusionadas tres años antes de la adquisición, hallando resultados mejores para una submuestra de fusiones no horizontales con relación a la muestra de fusiones horizontales. La evidencia puesta de manifiesto por ambos estudios contradice la hipótesis de relación, si bien hay que tener presente que ambos se realizaron con información contable.

Hughes (1989) expone tres posibles explicaciones a los resultados anteriores: (a) las empresas con estructuras directivas divisionalizadas tienden a realizar adquisiciones no relacionadas y, así pues, parecen suministrar una base más flexible para "digerir" la sociedad objetivo, así como que las adquisiciones relacionadas tienden a involucrar empresas objetivo de mayor tamaño, con lo cual los problemas causados por una estructura directiva débil son agregados a los problemas de integración de gran escala; (b) el hecho de que encuentra que hay un alto nivel de inversión en capital tras la fusión por parte de la entidad adquirente no relacionada, lo que en conjunción con la correlación positiva entre niveles de inversión y resultado empresarial (Kumar, 1985) puede explicar, al menos parcialmente, el resultado superior que presentan las adquisiciones no relacionadas y (c) la probabilidad de aumentos de costes, a través de la posibilidad de negociación paritaria de los salarios entre los empleados de las sociedades oferente y objetivo, se logra en mayor medida cuando las dos empresas que se fusionan pertenecen al mismo sector.

El trabajo de Limmack (1990), desarrollado con rentabilidades del mercado de valores fue incapaz de encontrar cualquier diferencia significativa entre los accionistas de las sociedades oferentes cuando fueron divididas en categorías según el grado de relación (vertical, horizontal, conglomerado) de acuerdo con una resolución judicial.

Limmack y McGregor (1995) analizan también los estudios realizados con anterioridad en EE.UU. Así, el trabajo de Elgers y Clark (1980) encuentra que las fusiones en conglomerado parecen que benefician a los accionistas de las dos empresas más que en el caso de que no puedan calificarse como conglomerado. La evidencia de Kusewitt (1985) presenta que las empresas adquirentes de operaciones relacionadas obtienen peores resultados que las empresas que realizan compras no relacionadas, tanto si se emplean medidas de los beneficios contables como medidas del rendimiento de las acciones. Por su parte, el estudio de Lubatkin (1987) muestra que las adquisiciones conglomeradas suministran mayores beneficios a los accionistas de la oferente que las fusiones horizontales o las concéntricas, cuando se mide en un período que finaliza 64 meses antes del momento de fusión. Por contra, Sicherman y Pettway (1987) identifican rendimientos anormales significativamente positivos para las sociedades oferentes en adquisiciones relacionadas, en tanto que negativos, de forma no significativa, para las empresas adquirentes en las no relacionadas. La diferencia de rendimientos medios entre los dos grupos fue significativa y concluyen que la adquisición de activos desinvertidos no relacionados puede estar motivada por los objetivos de la dirección más que por el logro de la maximización de la riqueza de los accionistas, conclusión que se ve reforzada por la evidencia de que la propiedad de acciones de la dirección fue menor en las empresas adquirentes de activos no relacionados. El estudio de Scanlon *et al.* (1980) muestra que los rendimientos anormales para las empresas compradoras en ofertas relacionadas fueron significativamente mayores que para las no relacionadas.

Por su parte, Lahey y Conn (1990) analizan aspectos a largo plazo de los efectos riqueza para una muestra compuesta de las 91 mayores adquisiciones acometidas durante el período 1960-1979 cuando la forma de pago fue mediante acciones. Empleando una definición de fusión próxima a la de la Comisión Federal de Comercio, encuentran que para el grupo de fusiones horizontales, los rendimientos sobre el período de tres años después de la fusión fueron significativamente positivos; en tanto que el de las fusiones puras en conglomerado obtuvieron rendimientos anormales negativos no significativos. La evidencia de Morck *et al.* (1990) presenta resultados conflictivos dependiendo de la

fecha de la compra: para las adquisiciones no relacionadas emprendidas en la década de los setenta encuentran una reducción de la riqueza de los accionistas; sin embargo, para las compras no relacionadas emprendidas en la década de los ochenta no producen tal disminución. El trabajo de Flath (1992) plantea el problema de cómo las participaciones empresariales mantenidas de forma indirecta dentro de un propio sector pueden llegar a esquivar las leyes antimonopolio que limitan la participación directa en sus rivales competidores.

En un análisis exhaustivo de los planteamientos teóricos y de la evidencia empírica previa, Limmack y McGregor (1995) vuelven a retomar la eterna discusión entre el paradigma estructura-comportamiento-resultados[208] frente a la posición de autores como Demsetz (1973, 1974) que sugiere el logro de eficiencias relacionadas con economías de escala más que con el ejercicio del poder de mercado[209]. Los estudios empíricos tradicionales del paradigma "estructura-comportamiento-resultados" han tenido un poder discriminatorio mínimo entre la doctrina de concentración de mercado y la hipótesis alternativa: las presiones competitivas causan que las empresas se especialicen en sus destrezas productivas y recursos, lo que en definitiva conduce a un aumento de la concentración cuando la ventaja de los costes resultantes aumenta el tamaño óptimo de la empresa[210] (Peltzman, 1977, citado en Eckbo, 1992, pág. 1007). Así, el trabajo de Peltzman (1977) en el que las relaciones beneficios-concentración se separan en dos componentes: precio y coste, concluye que los efectos coste dominan a los efectos precio, y que por lo tanto el aumento de concentración conduce a un aumento de la eficiencia. Un estudio posterior de Gisser (1984) identificó una relación entre los aumentos en los niveles de concentración y el aumento en la productividad de los recursos, surgiendo a causa de la introducción de nuevas tecnologías. Numerosos trabajos, como los de Eckbo (1985) y Chappell y Cottle (1985) intentan diferenciar entre los argumentos opuestos de concentración-poder de mercado y concentración-eficiencia. Sin embargo, Limmack y McGregor (1995) mantienen que todos esos trabajos previos no suministran un marco de confianza para abordar su análisis, por lo que estos autores se fijan como objetivo fundamental de su estudio el hecho de valorar el potencial (más que el ejercicio actual) del poder de mercado conseguido con las fusiones. La evidencia entre concentración y beneficios suministra la condición necesaria y suficiente para la presencia de ganancias derivadas de la fusión a través de sinergias no financieras, es decir, del logro de eficiencia (sinergias operativas) o de poder de mercado (sinergias colusivas)[211].

Todos estos estudios parecen plantear la cuestión de si estamos ante el logro de eficiencias o de poder de mercado, como el de Eckbo (1983) ya comentado o el de Stilman (1983), también analizado.

---

[208] Según el cual las fusiones horizontales, en último término, influirán en el resultado de la sociedad compradora porque altera la estructura del mercado en el que operan las empresas fusionadas, lo que conduce a una predicción de correlación positiva entre el cambio inducido por la fusión en la concentración del mercado, y el rendimiento de la sociedad adquirente, basados en el aumento del ejercicio potencial del poder de mercado.

[209] Lo que aumentará el resultado de la sociedad tras la fusión en aquellas fusiones que sean horizontales. Por lo tanto, cualquier unión entre mayor concentración y mayores beneficios es el resultado de un aumento en la eficiencia, y no de un aumento en el poder de mercado.

[210] Véase la nota al pie nº 6 de Eckbo (1992, pág. 1906) en la que recoge cómo los estudios de Scherer (1980) o Schmalensee (1989) recogen resúmenes de la evidencia empírica de este área de la literatura de organización industrial. Stigler (1982) también resalta que la profesión de los economistas ha suministrado poco conocimiento *contrastado* que apoye que las cuotas de mercado y la concentración sectorial son criterios que constituyen la base para la política antimonopolio en EE.UU.

[211] Un resultado de este tipo soportaría la visión de que el motivo central de las fusiones es el logro de la riqueza de los accionistas, a la vez que indicaría que las fusiones horizontales pueden producir *potencialmente* efectos anticompetitivos.

Sin embargo, en opinión Limmack y McGregor (1995) al menos se pueden dar otras dos explicaciones a las posibles reacciones de los precios de los competidores:

1) Incluso si la respuesta del precio de los rivales a una acción antimonopolio contra la fusión fuera negativa, no puede concluirse que esto resulte de una pérdida de beneficios colusivos potenciales. Las acciones antimonopolio suministran una señal con relación a que las fusiones posteriores dentro del sector tienen una mayor probabilidad de ser modificadas bajo la legislación antimonopolio, lo cual reduciría la probabilidad de ofertas de toma de control para aquellas empresas rivales que en el futuro pudieran resultar sociedades objetivos de fusión. Por lo tanto, los resultados anteriores también son consistentes con una reacción a la reducción en la probabilidad de futuras adquisiciones persiguiendo ganancias de eficiencia.

2) Inversamente, una reacción positiva a una demanda antimonopolio no implica necesariamente la validez del argumento de eficiencia. Si el ejercicio del poder de mercado se ve como algo más que simplemente la capacidad de colusión efectiva, entonces los rivales de las empresas fusionadas creerán que ganarán cuando el poder de sus competidores resulta controlado por la ley. Huth y Macdonald (1989) argumentan que cuando una empresa fue declarada culpable de la violación de una ley antimonopolio había una redistribución del poder de mercado de las empresas rivales a expensas de la sociedad oferente original, y viceversa si el hecho se produjese al contrario, de forma que en el primer caso cuando la empresa es declarada culpable pierde cuota de mercado que recogen sus competidores y los accionistas de estas últimas experimentarán rendimientos positivos anormales debido al aumento en sus beneficios esperados.

Así pues, mientas Eckbo (1983, 1985) no consigue encontrar apoyo a la hipótesis de colusión, su análisis no suministra un resultado de los efectos anticompetitivos alternativos para la fusión, como el logro o establecimiento de una única empresa con una posición dominante.

El trabajo de Limmack y McGregor (1995, págs. 188-189) analiza una muestra de 513 fusiones completadas emprendidas por sociedades del Reino Unido entre el 1 de enero de 1977 y el 31 de diciembre de 1986, tomando como referencia de la proximidad de las actividades el código SIC de dos dígitos[212], lo que redujo la muestra a 274 operaciones finalizadas.

En lo relativo a las conclusiones acerca de las diferentes hipótesis que predicen que las oferentes en adquisiciones relacionadas obtendrán rendimientos mayores que los logrados por las compradoras en adquisiciones no relacionadas, fue imposible apoyar estas hipótesis. Más bien, se encontró cierta evidencia con relación a la tesis contraria: los rendimientos de las adquisiciones no relacionadas superando a los de las relacionadas; por tanto, no podemos concluir que ni los argumentos de la relación o de la eficiencia resulten reforzados por la evidencia disponible. Los datos tampoco apoyan la hipótesis de sobrepago descrita por Roll (1986), pues cuando se controló el método de pago en la adquisición, desaparecieron la mayoría de las diferencias observadas en los resultados entre los diversos grupos. Sólo los oferentes de compras no relacionadas realizadas mediante emisión de acciones o de acciones y efectivo se encontró que experimentaban pérdidas de riqueza significativas.

Los resultados sugieren que el cambio en la ratio de concentración alrededor del momento de la adquisición se relaciona positivamente con los rendimientos de la sociedad oferente y que el nivel de importaciones/ventas dentro del sector se relaciona negativamente. Los signos de ambas variables estructurales fueron como postularon los autores, lo que apoya que las adquisiciones aumentan el potencial de rentas de monopolio, aunque los resultados igualmente son consistentes con el argumento

---

[212] Siguiendo a Sicherman y Pettway (1987), las fusiones entre empresas con una actividad común a nivel de dos o

de eficiencia por la mayor concentración. Contrariamente a las teorías prevalecientes anteriores, las adquisiciones relacionadas generalmente no son mejores que las menos relacionadas. Este resultado tiene un número de posibles explicaciones: (a) un problema de la metodología estudio-suceso adoptada para generar los rendimientos anormales de las acciones[213], (b) que el potencial de sinergia colusivas y operativas que surge de fusiones relacionadas puede que haya sido sobrevalorado[214], (c) que las fusiones, en general, parece ser que no incrementan el valor para los accionistas de las empresas adquirentes, por lo que la dirección está motivada por perseguir sus propios objetivos, o también que los problemas de la integración tras la fusión compensan cualquier ganancia potencial[215].

Dejando en cierta medida a un lado los estudios que se han centrado en el análisis de los rendimientos de las acciones de las entidades fusionadas y de sus competidoras en el sector, principalmente en los procesos de fusión horizontal, así como de los cambios en el grado de concentración del sector, un área de estudio y debate fundamental se ha preocupado de los procesos legislativos regulatorios[216] y, de forma muy especial, en las "líneas maestras" (*guidelines*) referidas a las fusiones que han establecido los gobiernos (fundamentalmente el de EE.UU.), siendo encomendado su cumplimiento y aplicación a determinados estamentos administrativos (Ministerio de Justicia y Departamento Federal de Comercio). El debate se centra en multitud de puntos: ¿se han aplicado en realidad esas líneas maestras a los procesos de fusión o en cambio han prevalecido otros criterios?, ¿qué evidencia existe en relación con el proceso de desalentar las fusiones como consecuencia de la aplicación de las líneas maestras, cuando algunas de estas fusiones posiblemente fuesen eficientes desde el punto de vista de la economía en su conjunto?, ¿puede haber tenido más peso la política que la eficiencia económica en la aplicación de las líneas maestras?, ¿cuál ha sido su importancia sobre la frecuencia de tomas de control?, entre otras cuestiones. Sin embargo, el análisis de todas estas cuestiones se excluye y lo dejaremos para futuras investigaciones, al igual que el análisis de las sinergias de monopolio desde el punto de vista de los modelos de economía industrial.

2.4.- Sinergia por diversificación o reducción de riesgo.

Dentro de este amplio campo de reducción del riesgo, los estudios se han centrado primordialmente en el análisis de las fusiones en conglomerado[217] [218] y cómo estas y otros procesos

---

más dígitos se clasifican como relacionadas y el resto como no relacionadas.

[213] Por ejemplo, el empleo de datos *ex post* para producir estimaciones *ex ante* de la beta de las acciones puede conducir a sesgos en las estimaciones de los rendimientos tras la fusión si el riesgo sistemático de la sociedad oferente cambia a consecuencia de la propia adquisición; sin embargo, este sesgo es más probable que esté presente en adquisiciones no relacionadas.

[214] La débil relación entre concentración y rendimiento anormal de la empresa oferente sugiere que ni la forma de sinergia es un factor significativo en las adquisiciones, suponiendo que los datos de concentración se puedan tomar como un indicador del poder de mercado y/o de la eficiencia.

[215] Esta última posibilidad apoya la visión expresada por Hughes (1989) acerca de que las diversificaciones no relacionadas implican menores problemas para integrar la sociedad objetivo debido a la superior estructura organizativa de la adquirente.

[216] Toda la legislación antimonopolio siempre responde a cuál es el origen de las ganancias de toma de control horizontales, fundamentalmente, planteándose la cuestión de si obedecen a un aumento del poder de mercado que supone una transferencia de riqueza de los clientes a los accionistas de la sociedad objetivo.

[217] De igual forma que las sinergias operativas o de monopolio se enmarcaban, fundamentalmente, dentro de los procedimientos de crecimiento externo mediante la fusión horizontal o vertical.

logran la diversificación[219] (reducción del riesgo). Igualmente se emplea el término de reducción del riesgo para referirse a otros procesos de crecimiento externo, como la integración vertical (al conseguir con ella depender menos de los clientes y/o de los proveedores) o la integración horizontal (al lograr conseguir abarcar una mayor parte del mercado con productos complementarios al de nuestra especialidad); si bien, riesgo en el primer sentido se entiende como una disminución de la variabilidad en el resultado y parece, tanto por su forma de manifestación como por su definición, bien diferente la aplicación del mismo término a los otros procesos de fusión por integración vertical u horizontal, por lo que resulta difícil utilizar el mismo argumento para tres medios de crecimiento externo tan diferentes.

Si indagamos en busca de justificaciones para este tipo de operaciones, desde la perspectiva de la economía industrial, nos encontramos con autores como Scherer (1980, pág. 105) que propone como causa propiciadora de estas fusiones la mayor estabilidad intertemporal de las ganancias como consecuencia del gran tamaño; no obstante, matiza que son antitéticas, hasta cierto punto, con las ventajas monopolísticas derivadas de la gran empresa. Por su parte, Define *et al.* (1974, pág. 243) sugieren que la estabilidad de una empresa se puede incrementar si puede gestionar productos en etapas diferentes de su ciclo de vida, más aún si se sigue la misma política con relación a diferentes sectores.

El campo de la Dirección Estratégica también se ha dedicado en profundidad a abordar los procesos de fusiones en conglomerado, la disminución del riesgo, o las causas que motivan las fusiones, si bien no podemos recoger aquí toda esa amplia corriente de literatura. Como un ejemplo tenemos el trabajo de Chatterjee y Lubatkin (1990, pág. 266) en el que llegan a manifestar con algunas reservas que, por término medio, las fusiones pueden crear valor mediante la reducción del riesgo sistemático de una manera que los accionistas no podrían lograr por sí sólos. Shelton (1988) expone los resultados de una muestra seleccionada aleatoriamente entre las empresas oferentes del período 1962-1983 clasificadas por los cambios en las oportunidades del mercado de productos, mostrando mediante un análisis de regresión que las adquisiciones que les permiten acceder a nuevos mercados, pero relacionados, crean el mayor valor con la mínima varianza. Por su parte, Chatterjee (1986), que sigue manifestando que por lo general se ha demostrado que las adquisiciones crean valor económico reconoce que bien por la capacidad de reducir los costes de las empresas fusionadas o por elevar los precios, la investigación más reciente atribuye esas capacidades a una oportunidad de utilizar un recurso especializado, examinando en su trabajo las sinergias financiera, operativa y colusiva; demostrando sus limitados datos que la colusiva es por término medio la de mayor valor. La investigación de Song (1983) examina 44 adquisiciones de diversificación en el período 1974-1976 para las variables crecimiento de ventas, de activos y ratio de liquidez de ambas sociedades, mostrando los resultados que se produce un emparejamiento estructural significativo entre las empresas adquirente y adquirida para explotar las fortalezas y evitar las debilidades en crecimiento, rentabilidad y liquidez. También podríamos señalar el trabajo de Hopkins (1987).

---

[218] Mueller (1986) presenta un buen resumen de la evidencia con relación a las fusiones en conglomerado, tanto en lo que se refiere a las diversas teorías, como de las que motivan las olas o la evidencia empírica de los años sesenta y primera mitad de los setenta.

[219] Así, Jacquemin (1982, pág. 122) habla de "perseguir vía diversificación una reducción sistemática de la incertidumbre a través de diversos mecanismos estabilizadores". Si bien Scherer (1980, pág. 132) comenta como la reducción del riesgo obtenida con una diversificación en conglomerado es inferior a la que cabría esperar de una estrategia de minimización del riesgo; y además es muy relativa si las fusiones en conglomerado fueron muy apalancadas, esto es, con un recurso elevado al endeudamiento con relación a su nivel de fondos propios.

A pesar de la extensa investigación acerca de los motivos de las fusiones en conglomerado aún son ampliamente desconocidas, ¿qué lleva a muchas empresas a introducirse en fusiones en conglomerado, dado que a priori no se esperan beneficios económicos (sinergias) que no provengan de la combinación de unidades productivas no relacionadas funcionalmente?[220].

Como demostraron Levy y Sarnat (1970), el motivo de reducción del riesgo no se sostiene en presencia de mercados de capitales perfectos, completos y competitivos, dado que no favorece a los accionistas. Incluso ante imperfecciones del mercado, como son los costes de transacción, son muy cuestionables los "supuestos" beneficios de la diversificación para los accionistas, dado el coste relativamente bajo de los procesos de diversificación de cartera en el mercado de capitales. La eficacia de las operaciones de reagrupamiento de empresas (fusiones y adquisiciones) sólo se produce cuando la operación influye, bien sobre el montante o bien sobre el riesgo sistemático de los flujos netos de tesorería que generan las empresas implicadas.

Desde una perspectiva también propia de la Economía Financiera Weston, *et al.* (1990, págs. 195-196) repasan algunos de los beneficios que se aducen en los procesos de diversificación, entendiendo por tales la combinación de actividades cuyos flujos de tesorería están correlacionados menos que perfecta y positivamente. Estos son:

1) Resolver el problema de los directivos y empleados, quienes presentan una limitación para diversificar sus fuentes de ingresos por razón de su trabajo. Los directivos durante su relación laboral con la empresa efectúan inversiones específicas en la misma, -como, por ejemplo, el conocimiento adquirido-, valorable posiblemente de forma exclusiva para su sociedad y en gran medida carente de valor para otras empresas.

2) Permitir a los empleados, quienes también acumulan información cuya transferencia a otras empresas o al mercado no es posible o se produce con "ruido", que se emplee la información para la formación de equipos con el fin de lograr un ajuste eficiente entre trabajadores y puestos de trabajo. Si la actividad de la empresa no es rentable y diversifica eficientemente (en el sentido de Markowitz), disminuye el riesgo, y por tanto la posibilidad de que se pierda ese valor de la organización.

3) Los derivados de la reputación que las empresas tienen frente a clientes, proveedores y empleados, cuya consecución ha requerido una gran inversión de tiempo y esfuerzo. Es muy difícil que este capital organizativo intangible se mantenga si se liquida la empresa o entra en un proceso de dificultad financiera, lo cual sería menos probable al reducir el riesgo.

4) La diversificación aumenta la capacidad de endeudamiento y disminuye el valor actual de las deudas impositivas, por disminuir la variabilidad de los flujos netos de tesorería.

Mueller (1986, pág. 159) es un claro exponente, por una parte, de las teorías gerencialistas vigentes en épocas pasadas, pero a la vez intenta romper con ellas para ofrecer una explicación al hecho de las fusiones en conglomerado. Desde el punto de vista gerencialista, una dirección que maximiza el crecimiento tenderá a calcular un valor actual de las oportunidades de inversión empleando una tasa de actualización inferior a la que emplearían los accionistas en un proceso tendente a la maximización de su riqueza, lo que desembocará en que la empresa maximizadora del crecimiento realizará mayores inversiones (entre las que se incluyen los procesos de fusión y adquisición de todo tipo) y repartirá menores dividendos. Sin embargo, si la dirección intenta

---

[220] Esta afirmación *a priori* es consistente con la evidencia disponible. Mueller (1977, pág. 344) concluye: "la literatura empírica sobre la que se centra este resumen, obtiene un reflejo sorprendentemente consistente: se persigan o no los objetivos de los directivos, las fusiones que se han consumado, por término medio, no han generado ganancias extras para las empresas adquirentes (y) no han producido un aumento en la eficiencia económica".

maximizar la riqueza del accionista, Mueller propone tan sólo tres escenarios en los cuales cabría la posibilidad de que se produjeran procesos de fusión: (a) que siendo las corrientes de beneficios esperados iguales, los posibles compradores aplicasen una tasa de actualización menor que los oferentes, lo que eliminaría el mercado mediante un proceso de arbitraje; (b) que los beneficios esperados de la sociedad adquirida resultasen sobrevalorados por parte de la empresa compradora como mayores de lo que son en realidad, en cuyo caso estamos también ante divergencias de expectativas que el mercado se encargaría de resolver; y (c) que se esperase algún "efecto sinérgico" tal que la corriente de beneficios de la nueva empresa fuese mayor que las de las entidades fusionadas. Para Mueller esta última es la única explicación válida para las fusiones en conglomerado, y dentro de ella enumera los tres efectos sinérgicos más frecuentes: (1) que las destrezas directivas sean una sustancia en cierta medida maleable, tal que pueda aplicarse con igual éxito a líneas de negocio no relacionadas; (2) que el mayor tamaño permita un acceso a los mercados financieros a menor coste (lo que implica obviar la hipótesis de mercados perfectos de capitales); y por último (3) la reducción del riesgo; si no se generan otro tipo de economías[221].

La propuesta expuesta por Lewellen (1971) se refiere a la "racionalidad puramente financiera" para las fusiones, que relaciona los efectos de las fusiones con su capacidad de endeudamiento. En el caso de las fusiones en conglomerado, si se combinan dos empresas cuyas corrientes de ingresos están correlacionadas menos que perfecta y positivamente, se logra disminuir el riesgo de la empresa resultante, lo que puede reducir el coste del endeudamiento y situar a los prestamistas en una posición mejor que la que ostentaban con anterioridad a la fusión, supuesto que la probabilidad de dificultad financiera disminuye tras esta operación. A ello se le suele denominar como "efecto coaseguro". En este caso, la empresa fusionada tendrá un "límite de crédito" (el nivel de deuda que la empresa puede emitir dada su probabilidad de incumplimiento) que supera la suma de las capacidades de endeudamiento previas de las dos empresas[222].

Sin embargo, no todos los autores están de acuerdo con este efecto inherente al valor de mercado de las acciones. Galai y Masulis (1976) llegan a demostrar a través del modelo de valoración de opciones que el valor de la empresa fusionada, por el mero hecho de la combinación de empresas, no es más que la suma de los valores de las entidades intervinientes y, por contra, el valor de los fondos propios es menor al disminuir la variabilidad del activo subyacente (los activos empresariales) sobre el cual los accionistas poseen una opción de venta, compensándose con un aumento del valor de la deuda[223] como consecuencia de que "los obligacionistas reciben más protección dado que los accionistas de cada empresa tienen que devolver (asegurar) las aportaciones de los obligacionistas de ambas sociedades (constituyendo el denominado "efecto coaseguro"[224]). Los accionistas resultan

---

[221] Estas pueden proceder de sinergias como economías en producción y distribución, en I+D, o las economías directivas, entendidas en el sentido que la capacidad directiva de la sociedad adquirente permite gestinar mejor la empresa objetivo, cuya dirección posee menor talento o mayor comportamiento oportunista (Mueller, 1986, págs. 159-163).

[222] Higgins y Schall (1975) modifican esta conclusión de Lewellen (1971) pues una parte de la ganancia se conseguirá vía menores tipos de interés del endeudamiento tras la fusión, pero ello sólo es posible si entonces la empresa puede retirar la deuda antigua (emitida con anterioridad a la fusión) y volverla a emitir a un menor tipo de interés.

[223] Brealey y Myers (1991, pág. 827) razonan descomponiendo el valor de la obligación en la suma del valor de la obligación bajo la hipótesis de imposibilidad de impago menos el valor de la opción de venta que poseen los accionistas en caso de impago. En este contexto, la fusión incrementa el valor de la obligación al disminuir el riesgo del subyacente sólo por el hecho de reducir el valor de la opción de venta de los accionistas, es decir, se produce una transferencia de riqueza dentro de los partícipes de la empresa.

[224] Kim y McConnell (1977, págs. 349-352) alcanzan las mismas conclusiones mediante un análisis del "efecto

perjudicados dado que su responsabilidad limitada se ve debilitada" (Galai y Masulis, 1976, pág. 68)[225].

Lee (1977) demuestra que el efecto coaseguro se puede lograr en otras actividades de combinación de empresas diferentes de las fusiones en conglomerado, generándose costes y beneficios para los fondos propios a consecuencia del coaseguro, no debiéndose olvidar el efecto de redistribución de la renta residual que irá a favor o en contra de una clase particular de fondos propios, remarcando en su análisis que la correlación relevante no es la que existe entre las corrientes de flujos, sino entre asignaciones de ingresos a varias clases de partícipes (claimants).

Empleando una definición diferente con relación a la capacidad de endeudamiento (la cantidad de deuda que se puede emitir a una rentabilidad en el vencimiento dada) y aplicando la fórmula de valoración de opciones de Brennan (1979) se deriva el valor de mercado de un préstamo de un período como el valor actual de los pagos esperados hasta el vencimiento Stapleton (1982). De esta forma se obtiene una expresión del valor de la deuda como una función de los pagos prometidos. El valor de la deuda, así como los pagos prometidos, también definen la rentabilidad hasta el vencimiento, y si se modifica el pago prometido se generan distintas rentabilidades hasta el vencimiento, interpretándose el valor de la deuda en cada caso como la capacidad de endeudamiento. Con ello Stapleton muestra que para un flujo de tesorería total esperado dado, según aumenta la varianza del mismo, el valor de la deuda disminuye, y según disminuye el valor de la deuda el pago promedido debe reducirse para que la rentabilidad hasta el vencimiento permanezca constante. Por lo tanto, el aumento del riesgo (variabilidad) en los flujos de tesorería de la empresa tiene un efecto pronunciado en la disminución del valor de la deuda y la capacidad de endeudamiento disminuye a una tasa creciente. A la inversa, una disminución del riesgo del flujo de tesorería, como podría ser el caso de las fusiones en conglomerado, supondría un aumento en el valor de la deuda. Dado que la variabilidad de los flujos de tesorería combinados de las empresas será menor si una tiene menos riesgo (variabilidad) que la otra, incluso si están perfectamente correlacionadas, la capacidad de endeudamiento aumentará, cualquiera que sean las dos entidades fusionadas, a menos que sus distribuciones de flujos de tesorería tengan idénticas medias y varianzas y además estén perfectamente correlacionadas. Además, Stapleton (1982, pág. 9) muestra que dada la ocurrencia de una fusión, los fondos propios de la nueva entidad serían una opción de compra sobre una cartera de flujos de tesorería y activos a un precio de ejercicio igual a la suma de dos obligaciones con los acreedores separadas. Se puede demostrar que una opción sobre una cartera es de menor valor que, o a veces igual que una cartera de opciones, por lo que existe un desincentivo a la forma pura de fusión. Además el autor se muestra partidario de que los efectos de la deuda en las fusiones pueden ser de relativamente escasa importancia.

---

coaseguro" en un marco de mercados de capitales perfectos sin hipótesis que supongan restricciones en cuanto a las distribuciones de probabilidad o al mecanismo de valoración empleado. Las empresas fusionadas están más endeudadas pero los obligacionistas no pierden valor como consecuencia del aumento del apalancamiento financiero, presumiblemente porque la probabilidad de quiebra disminuye con la fusión.

[225] Sin embargo, Shaastri (1982), realizando una extensión del trabajo de Galai y Masulis (1976), analiza formalmente un caso más general en el cual las dos empresas tienen diferentes varianzas y emisiones de deuda, demostrando que es posible que los fondos propios de las empresas combinadas sean mayores que la suma de los mismos para cada empresa por separado, incluso cuando el valor total de las empresas no aumente. El hecho de que el vencimiento de las deudas de las dos empresas sea diferente genera un problema, dado que cuando se fusionan la deuda con vencimiento más largo llega a ser más arriesgada dado que la de vencimiento más corto se amortiza antes. Sin embargo, si se produce la quiebra en el momento de vencimiento de la primera, todos los acreedores participan en la liquidación y por lo tanto hay dos efectos compensación de la deuda con la de mayor vencimiento. A pesar de ello, el efecto sobre los fondos propios debido a los diferentes vencimientos siempre es negativo. Shaastri ilustra lo difícil que resulta predecir los efectos redistribución de riqueza de una fusión. Como una crítica cabe apuntar que ni Galai-Masulis ni Shastri incluyen los impuestos en sus análisis respectivos.

En contra de los argumentos de Lewellen y Stapleton, Weston y Copeland (1982, pág. 14) mantienen que este efecto sobre el endeudamiento no es una razón para la fusión a menos que se demuestre que el aumento en la capacidad de endeudamiento crea valor para la empresa fusionada, lo que depende de la posición que se adopte frente a la teoría de la estructura óptima de capital.

Por su parte, Asquith y Kim (1982) no encuentran apoyo al efecto diversificación, en tanto que Dennis y McConnel (1983, pág. 27) expresan que la evidencia es parcialmente consistente con el coaseguro, dado que el endeudamiento anormal de los propietarios de los títulos más antiguos está negativamente correlacionado con los rendimientos de las acciones comunes de las empresas objeto de fusión.

Los resultados de Eger (1983) acerca de la ganancia de los obligacionistas a costa de los accionistas (lo cual sería una expropiación o transferencia de riqueza) en las fusiones realizadas mediante intercambio de títulos, sin que en tal caso exista un aumento del apalancamiento financiero, apoya la hipótesis de redistribución derivada del "coaseguro" dado que el riesgo de fracaso se ve reducido como consecuencia de la fusión, pero hace que los obligacionistas obtengan parte de la ganancia resultante. Otro análisis desde la perspectiva de los obligacionistas es el de Settle *et al.* (1984) quienes también encuentran ganancias significativas para los obligacionistas, pero en el mes anterior al anuncio de la fusión.

Con independencia de los ahorros fiscales, la diversificación de los flujos de tesorería puede tener un efecto sobre el valor de una empresa incluso si no aumenta su capacidad de endeudamiento o si el valor del aumento del endeudamiento es cero. Majd y Myers (1984) exponen un argumento basado en la imposición asimétrica, que implica que a menor variabilidad de los flujos de tesorería se reduce el valor actual de la deuda fiscal de la empresa. Para estos autores los derechos de los impuestos del gobierno sobre la empresa son equivalentes a un conjunto de carteras de opciones, una por cada año de los flujos de tesorería operativos. La característica de que la liquidación fiscal de la empresa en cada año se asemeje a una opción se debe al tratamiento asimétrico de los beneficios frente a las pérdidas. De este análisis se derivan dos implicaciones importantes[226]:

a) Es evidente que si una empresa que en el momento actual presenta pérdidas se fusiona con otra sociedad con beneficios en el momento actual se produce una ganancia neta para las empresas fusionadas (con cargo a la Hacienda Pública), dado que las pérdidas de una se pueden emplear para reducir los beneficios sujetos a impuestos de la otra. Sin embargo, el análisis de estos autores muestra que habrá una ganancia cuando se reduzca la variabilidad de los flujos de tesorería de las empresas, e incluso en el caso de que las dos sociedades tengan que pagar impuestos en el momento actual, si la fusión logra reducir la volatilidad de los flujos de caja, el valor actual de la deuda fiscal de la empresa se ve reducido[227]. Además, la aplicación de la fórmula de valoración de opciones nos permite calcular la ganancia neta derivada de este hecho.

b) Las reglas fiscales con relación a las transferencias temporales de las pérdidas no sirven para eliminar este incentivo. Los resultados de Majd y Myers muestran que, bajo escenarios bastante razonables, se generará una ganancia de fusión con independencia de las reglas acerca de las transferencias de pérdidas fiscales.

---

[226] Weston y Copeland en la nota al pie 14 señalan que la imposición asimétrica no tendría ninguno de tales efectos si hubiese mercados perfectos en los que fuera posible vender los escudos fiscales.

[227] Copeland y Weston (1982, nota al pie 13) recogen que Marshall *et al.* (1984) y Brick *et al.* (1982) consideran la importancia de la correlación de los flujos en el proceso de fusión pero no son capaces de conseguir evidencia directa de los efectos de los impuestos sobre las fusiones.

En un análisis basado en un modelo del tipo preferencia-estado Scott (1977) concluye que, suponiendo mercados de valores perfectos y completos en los que existen impuestos empresariales, costes de quiebra y acreedores no contractuales, una fusión en conglomerado de empresas financiadas totalmente por fondos propios no puede ser rentable. Sin embargo, si tienen deuda la estructura impositiva alienta el proceso, en tanto que los costes de quiebra[228] y los acreedores no contractuales pueden actuar en cualquier dirección. En el caso de que las empresas que se fusionasen en un momento posterior fueran a quebrar, pueden surgir economías de escala en los costes de quiebra como consecuencia de la fusión. En todo caso, si se pretende maximizar la riqueza de los accionistas, se debe maximizar el valor conjunto de la deuda y de los fondos propios, lográndose la congruencia de esos dos objetivos si toda la deuda está garantizada perfectamente y es amortizable antes del vencimiento.

Una forma de evitar el trasvase de riqueza de los accionistas a los obligacionistas al que nos estamos refiriendo sería incrementar la cantidad de deuda en circulación con posterioridad a la fusión, dedicando los fondos obtenidos a recomprar acciones, procediendo así hasta que la cantidad de deuda poseída por los antiguos obligacionistas tuviera un valor de mercado igual a la suma del valor de la deuda antes de la fusión. La ratio de apalancamiento financiero se elevaría para compensar el descenso en la volatilidad de los activos empresariales, con lo que el valor total de la empresa aumentaría, bajo las hipótesis de un mundo como el expuesto en el marco de análisis de Modigliani-Miller (1963), con deducibilidad fiscal de los intereses de la deuda (Copeland y Weston, 1988, pág. 694). A la vez, también se incrementaría la probabilidad de quiebra, reduciéndose o eliminándose[229], por tanto, la ganancia de los obligacionistas por el efecto coaseguro[230].

Brigham y Gapenski (1990, pág. 850) cuestionan el efecto positivo de la fusión para los accionistas; sin embargo consideran que el logro por la estabilización de las ganancias es beneficioso para los empleados[231], los proveedores y los clientes. Su valor es cuestionable desde el punto de vista del accionariado, ya que éstos generalmente pueden conseguir diversificar convenientemente el riesgo no sistemático de forma más fácil y a menor coste que la empresa. Ello depende críticamente de tener en cuenta el riesgo de mercado como determinante de la rentabilidad y por tanto del valor, hipótesis básica que subyace en modelos de valoración como el CAPM. Autores como Brealey y Myers (1991, pág. 824) mantienen que nadie ha demostrado que los inversores paguen una prima por empresas diversificadas, aunque la empresa adquirente sí que suele pagar un sobreprecio por comprar la sociedad objetivo para lograr diversificar, lo que supondría una desviación del objetivo financiero por

---

[228] Para Martin *et al.* (1988, pág. 559) la diversificación disminuiría la probabilidad de quiebra, lo que unido a un proceso de quiebra con coste, ello conduciría a reducir los costes esperados de insolvencia financiera para la empresa fusionada y, por tanto supondría un alza en su valor de mercado.

[229] En este caso, puede que los directivos tengan un comportamiento desleal hacia los accionistas y no quieran elevar la probabilidad de quiebra a los niveles anteriores a la fusión, para lograr estar más seguros en sus puestos de trabajo, lo que se ha derivado o es consecuencia del proceso de reducción del riesgo, dado que la disminución del riesgo suele implicar una disminución de la probabilidad de insolvencia financiera que consideramos que se relaciona positivamente con la probabilidad de cese en sus puestos de trabajo de la alta dirección o del consejo de administración. (Hay y Morris, 1987, pág. 490).

[230] Dado que la deuda se amortiza a bajo precio (el precio al que resulta valorada por el mercado tomando en cuenta la consideración de la modificación del riesgo) con ello se puede eliminar el efecto coaseguro (Ross *et al.*, 1990, págs. 783-784).

[231] Según Jarillo (1992, pág. 88) la diversificación tampoco se hace en beneficio de los trabajadores, pues se prescinde de ellos en las divisiones de la empresa que obtienen deficientes resultados económicos, no dando lugar los procesos de fusión a reubicaciones de unas a otras divisiones. En cambio, se ven favorecidos los directivos, pues disminuyen su riesgo de despido por estabilizar las corrientes de resultados mediante la diversificación.

generar una reducción de la riqueza de los accionistas de la sociedad oferente en una cantidad equivalente. Sólo tiene sentido esa prima si el comprador, a través del control, espera obtener mayores rendimientos para sus accionistas que los que refleja el precio actual de mercado de los títulos de la sociedad objetivo (Shapiro, 1990, pág. 946). Incluso cabe la posibilidad de que la diversificación pudiera incrementar el riesgo, por suponer introducir a la empresa en actividades y sectores en los que carece o de los que tiene poco conocimiento en el momento actual.

Como resumen, para que la capacidad de endeudamiento sea un incentivo a la fusión se debe identificar una ventaja neta del endeudamiento, lo cual descansa en el modelo de valoración que se adopte con relación a la deducibilidad fiscal de intereses, pero incluso en presencia de esto puede ser difícil valorar cuánto es el incentivo que suministran los intereses a la fusión. El efecto neto de aumentar el endeudamiento no sólo depende del aumento del escudo fiscal sino también de los cambios incrementales en los costes de quiebra y los costes de dificultades financieras en general (Copeland y Weston, 1982, pág. 16).

Sin embargo, se pueden presentar diversas situaciones en las que, fundamentalmente por imperfecciones de los mercados de capitales, es conveniente la diversificación empresarial. Así, en el caso de una empresa no cotizada, supuesto que no existe otra sociedad cotizada cuyo binomio rentabilidad-riesgo sea semejante, la empresa adquirente está haciendo algo que por sí sólo el accionista no podría conseguir (Mascareñas, 1992, pág. 8), pero para ello hay que suponer que esa combinación rentabilidad-riesgo tampoco se puede reproducir con cualquier otra cartera del mercado, es decir, es una cartera eficiente.

Otro caso posible sería el de una empresa con forma jurídica no societaria en la que su director y principal propietario quiere sacar parte de su patrimonio accionarial a contratación pública, con el fin de diversificar a nivel personal, pero ello le supondría pagar elevados impuestos por las ganancias de capital que hubiera acumulado, con lo que resultaría más conveniente fusionarse con otra empresa (Brealey y Myers, 1991, pág. 824; Gómez Bezares, 1989, pág. 242).

También se argumenta la posibilidad de que el pequeño accionista disponga de información reducida ante un mercado de capitales no suficientemente eficiente desde el punto de vista informativo, en cuyo caso puede errar en su decisión de diversificación individual, o de forma similar, si la probabilidad de dificultades financieras, supuesto que éstas tuvieran costes asociados, es función del riesgo total. De nuevo, cabe contraponer frente a ese razonamiento el de la diversificación personal (Gómez Bezares, 1989, pág. 241).

Algunos estudios desarrollados en EE.UU. han puesto de evidencia que, asociado al gran tamaño o al poder de mercado, las empresas de bajo coeficiente beta (riesgo sistemático) se relacionaban con grandes empresas y sectores concentrados, produciendo esto, por tanto, una disminución del riesgo sistemático (Scherer, 1980, págs. 106-107).

Quizás el mayor peligro que asumen los accionistas en los procesos de diversificación es que los directivos puedan llegar a introducir sus preferencias frente al riesgo en lugar de las preferencias de los propietarios. Los efectos que produce el riesgo sobre los administradores y los directivos viene determinado directamente por la forma que estos tengan de percibir su remuneración (fija; variable con relación a alguna magnitud de rentabilidad, rendimiento, o resultado; o mixta). Además, la percepción del riesgo a menudo es muy subjetiva, y la dirección está en mejores condiciones de conocer el funcionamiento de la empresa frente a los propietarios no directivos (externos). La dirección siempre aduce al diversificar el beneficio para el accionista, pero ¿no será en su propio interés al ver comprometido su puesto de trabajo? Esta idea se puede reforzar con el razonamiento de

que los directivos y los administradores asumen que el accionista, bajo ciertos supuestos, puede diversificar de forma más rápida y menos costosa que la empresa[232] y, en todo caso, el accionista ya sabe que poseer capital-acciones implica un nivel de riesgo, y que está cubierto frente a pérdidas superiores a la cantidad inicialmente aportada.

Realizando un comentario extensivo de las razones teóricas y la evidencia empírica previa, la cual alcanza tan sólo hasta primeros o mediados de la década de los sesenta, Weston y Mansinghka (1971) justifican su estudio al tomar datos más actualizados, además de que la mayoría de los estudios anteriores trabajan con todo tipo de fusiones. Hay tres estudios que trabajan con fusiones en conglomerado, el de Lorie y Halpern (1970), que se especializa en el punto de vista de los accionistas de las sociedades adquiridas; el de Smith y Schreiner (1969), que se centra en los aspectos de la diversificación en conglomerado por medio de una forma de simulación de los conglomerados; y el de Reid (1968), que incluye datos de una muestra de empresas en conglomerado finalizando en la década de 1960, concluyendo que las empresas más activas en fusiones y las empresas que diversificaron en mayor grado en su actividad de fusión obtuvieron una puntuación mayor en los criterios relacionados con los intereses de los directivos y menor en los criterios relacionados con los de los accionistas, resultando ser tan sólo este último trabajo directamente comparable con el que aquí se presenta.

Al extender Weston y Mansinghka (1971) su muestra hasta el año 1969, la evidencia empírica permite realizar tres generalizaciones: (a) las empresas en conglomerado obtienen peores resultados que muestras de otras empresas o de grandes grupos de empresas, para todas las medidas de crecimiento, al contrario que mostraba la evidencia de los estudios anteriores; sin embargo, no se le puede conceder mucho crédito a dichas medidas dado que reflejan fundamentalmente la extensión de la actividad pasada de las fusiones de empresas del conglomerado, por lo que será más importante el crecimiento en el precio de mercado de la acción en el futuro durante un número de años, después que la capacidad de las empresas en conglomerado mantengan una tasa de crecimiento de los beneficios por acción durante un período mayor; (b) la medida del rendimiento (performance) de los beneficios, renta neta/trabajo neto, es algo mayor para las empresas en conglomerado, pero no es estadísticamente significativa; y (c) alcanzan mayor significatividad con una medida del rendimiento económico las fusiones en conglomerado mediante ratios de rentabilidad no influidos por el apalancamiento. Las fusiones de finales de los años cincuenta y comienzos de los sesenta fueron significativamente menores en beneficios sobre activos totales o riqueza neta mas deuda a largo plazo, para los otros grupos de firmas.

El trabajo de Weston *et al.* (1972) analiza las metodologías de trabajos anteriores (Reid, Lorie y Halpern, Hogarty) cuyas muestras finalizaban a comienzos de la década de los sesenta, y se centra en la aplicación del CAPM para valorar el rendimiento de un conglomerado.

Salter y Weinhold (1978) manifiestan que una diversificación realizada con éxito moviliza rentas hacia un rendimiento mayor que el coste de capital ajustado al riesgo necesario para realizar la adquisición. En su trabajo comienzan realizando una crítica sobre las concepciones erróneas que de forma generalizada tienen los inversores acerca de la diversificación: (págs. 167-171) (a) los adquirentes diversificadores generan grandes rendimientos (a través del aumento de las ganancias y la apreciación del capital) para sus accionistas que no obtienen los no diversificadores, (b) la diversificación no relacionada ofrece a los accionistas un medio superior para reducir el riesgo de sus

---

[232] Hay que tener presente que el riesgo que se logra reducir mediante la diversificación de las actividades de la empresa es lo que denominamos como riesgo no sistemático, que igualmente el accionista puede eliminar combinando su posición en esa empresa con la compra de activos financieros emitidos por otras sociedades, siendo esta fórmula de diversificación más completa y menos costosa (Husson, 1990, pág. 18; Levy y Sarnat, 1970).

inversiones, (c) la anexión de negocios que sigan el mismo ciclo a una cartera de empresa conduce a estabilizar la corriente de beneficios y a aumentar la valoración por el mercado,(d) la diversificación relacionada es siempre más segura que la diversificación no relacionada, (e) un equipo directivo fuerte en la sociedad adquirida asegura la realización de los beneficios potenciales de la adquisición, (f) la sociedad diversificada sólo está cualificada para mejorar el rendimiento de los negocios adquiridos, y (g) se realizan grandes transacciones por medio de profesionales "banqueros de inversión u otros intermediarios financieros".

En opinión de Salter y Weinhold (1978, págs. 171-176), existen siete formas principales para que las empresas que piensen adquirir puedan obtener rendimientos mayores de los que se pudieran conseguir por la simple diversificación de cartera. Las cuatro primeras se refieren a la diversificación relacionada y las tres últimas ponen su acento más en la diversificación no relacionada: (1) una compra diversificadora puede aumentar la productividad del trabajo cuando las destrezas particulares y el conocimiento del sector de una de las sociedades fusionadas son aplicados a los problemas de competitividad y las oportunidades de su compañera; (2) las inversiones en mercados cerrados relacionados con las tareas operativas actuales pueden reducir los costes medios a largo plazo; (3) la expansión de los negocios en un área de competencia puede conducir a la generación de una "masa crítica" de recursos necesaria para sobrepasar a la competencia; (4) la diversificación en mercados de productos relacionados puede permitir a la sociedad reducir los riesgos sistemáticos; (5) la sociedad diversificada puede dirigir dinero en efectivo de unidades operativas con superávit a unidades con déficit y puede, por tanto, reducir la necesidad por parte de los negocios individuales de comprar fondos de maniobra mediante recursos externos para los mismos; (6) los directivos de una sociedad diversificada pueden dirigir sus flujos netos de tesorería elevados de los negocios actuales a fondos de inversión en negocios en los cuales el flujo es cero o negativo, pero en los cuales existen expectativas de flujos de tesorería positivos, siendo el propósito mejorar la rentabilidad a largo plazo de la sociedad; (7) a través de la simple conjunción del riesgo, la empresa diversificada puede disminuir su coste de la deuda y el apalancamiento más que una empresa equivalente no diversificada: el coste del capital total de la empresa disminuye y suministra a los accionistas rendimientos en exceso con relación a los que están disponibles para carteras de títulos comparables.

El trabajo de Beattie (1980) presenta como nota distintiva el hecho de que examina los procesos de diversificación en conglomerado desde el paradigma estructura - comportamiento - resultados, y examina los estudios de eficiencia de la diversificación y rendimientos en exceso sobre el performance realizando un resumen de la evidencia y un análisis de serie temporal. Se centra en dos cuestiones básicas: (a) ¿las estructuras desarrolladas de conglomerados han permitido aumentar los rendimientos de la empresa?, (b) ¿poseen estos grupos con estructura multiproducto, multisector, una reducción del riesgo? Aunque los estudios previos respecto a ambos temas presentan muchas similaridades, a la vez muestran conclusiones enfrentadas. A decir del autor, en gran medida las numerosas hipótesis de comportamiento de los conglomerados ni son nuevas ni contradictorias, sino que más bien suponen una aplicación de explicaciones avanzadas en su momento para las formas de la actividad de fusión (tradicional, verticales y horizontales). Propone una clasificación en tres grupos de las teorías que se pueden identificar: modelos de maximización del beneficio, modelos directivistas (maximización del crecimiento), y modelos financieros. Dentro de los primeros, que son el grupo de hipótesis más importante, generalmente adoptan uno o más de estos 3 argumentos: (a) como un intento de obtener poder de monopolio y beneficios, las estructuras de conglomerado se ven como un mecanismo en el cual los beneficios y los costes de oportunidad pueden ser explotados (en un contexto estático, el papel monetario y tecnológico de las economías de escala se enfatiza); son las complementariedades en las distintas áreas de la empresa lo que podría permitir que fueran capturados mayores beneficios (o

menores costes), frente a la producción y comercialización de cada pruducto de forma aislada; (b) en un contexto dinámico, se recalca el papel de la dirección y así las estructuras de conglomerado son tanto la consecuencia como el mecanismo empleado por los directivos para capturar oportunidades de 'mercado' y oportunidades que aparecen en formas como: entrar en sectores con bajo rendimiento, ajustarse para encontrar los cambios esperados en la demanda (sectores en crecimiento dentro de la economía), por lo que en este contexto las cualidades superiores y la información de los directivos de los conglomerados permiten que tales empresas sean agentes para intensificar la competencia dentro de mercados oligopolísticos, así como para facilitar la realización de recursos tanto nacionales como internacionales; (c) la racionalidad de una diversificación o racionalidad de reducción del riesgo, hipótesis que aun cuando no está completamente desarrollada con respecto a las empresas conglomerados, afirma que estas empresas que elaboran productos con demandas del mercado no correlacionadas perfectamente pueden reducir con éxito su riesgo o la varianza de sus tasas de rendimiento esperadas.

El segundo bloque, los modelos directivos, se centra en el debate entre la propiedad y el control, de forma que los conglomerados se ven como un mecanismo para permitir tasas de crecimiento sostenibles de las empresas. Las hipótesis de la importancia de los cambios en las leyes "antimonopolio" y de otras obligaciones también se pueden situar en este grupo. Normalmente, el crecimiento en la forma de fusión en conglomerado se ve como una reacción de la empresa al aumento prohibitivo del conjunto de políticas que desaniman la actividad de fusiones horizontales.

El tercer y último bloque, denominado modelos financieros, no encaja claramente en ninguno de los otros dos. Estas teorías se concentran en los efectos puramente nominales o contables de la actividad de fusión por sí. Más específicamente, las estructuras de conglomerado emergen de varias formas de '*gamesmanship* financiero' por parte de los directivos empresariales, o como un resultado de las imperfecciones del mercado. Véase Mead (1969), Gort (1969), Lorie y Halpern (1970), Lintner (1971), Lewellen (1971), Sherman (1972), Melnik y Pollatschek (1973), Higgins y Schall (1975) y Azzi (1978). Estas hipótesis tienen que ser aplicadas primeramente a empresas conglomerados que adopten la forma de holding de inversiones, en tanto que su aplicabilidad a las empresas con fusiones selectivas y activamente intervenidas en la política de operaciones de las empresas adquiridas es cuestionable. Las evaluaciones empíricas de esas hipótesis tampoco son concluyentes. Mead (1969) encuentra apoyo positivo para su tesis del 'beneficio de fusión instantáneo', dado que las ratios PER de las empresas adquirentes fueron significativamente mayores que los de las adquiridas; Weston y Mansinghka (1971) no encuentra diferencias que sean significativas, y Melicher y Rush (1972, 1974) sin embargo hallaron diferencias significativas pero inestables (reversibles) a lo largo del tiempo. El trabajo de Morgan (1977) tampoco apoyó la hipótesis de Mead (1969), pues comparando muestras de conglomerados y fusiones horizontales/verticales no se observaron diferencias significativas en los PER de las empresas adquiridas. Los estudios de Gort y Hogarty (1970a y 1970b) se relacionan indirectamente al encontrar tasas de rendimientos para los accionistas de las empresas adquiridas que caen como un resultado de los acuerdos de la fusión, en tanto que los accionistas de las sociedades adquirentes experimentan una ganancia neta.

Las hipótesis que pretende contrastar Beattie (1980) es "que el rendimiento de los conglomerados suministra oportunidades para aumentar la ganancia, por lo tanto el valor de la empresa aumentará asumiendo que el riesgo de los rendimientos esperados permanezca constante, disminuya o aumente (pero no suficientemente para compensar las grandes corrientes de ganancias)", y con relación al

riesgo[233] "si suministra oportunidades para reducir el riesgo, entonces el valor de mercado de la empresas aumentará supuesto que su rendimiento esperado aumenta, no se modifica o desciende (pero no tanto como para compensar la reducción del riesgo)". Ambas hipótesis cuentan con detractores, en especial la segunda, sobre todo cuando se examina en un mercado de capitales perfecto.

Las conclusiones que alcanza en su estudio, con relación al rendimiento, es que no existe una base empírica para mantener la hipótesis de un resultado superior. Argumentos de igual significado o de inferior tampoco son confirmados. En este sentido, este estudio es consistente con la literatura de eficiencia de los mercados de capitales. Por lo que respecta al riesgo, la hipótesis de incertidumbre encuentra cierto soporte puesto que el comportamiento de los conglomerados fue una estrategia de reducción del riesgo efectiva para las empresas. Finaliza comparando sus resultados con los de cuatro trabajos precedentes, y posteriormente realiza un análisis crítico de los mismos.

Langetieg, *et al.* (1980) analizan la relación entre riesgo y fusión, centrándola en cuatro hipótesis: el "efecto cartera", el "juego PER", el "efecto reducción del riesgo" y el "efecto apalancamiento":

a) El "efecto cartera" parece descartarse por poder realizarlo igualmente el inversor individual. El principal apoyo de esta hipótesis proviene de Haugen y Langetieg (1975) y Firth (1978). Aunque ambos estudios indican que algunas empresas fusionadas presentan un cambio significativo en el riesgo de una cartera, ponderando a valor de mercado las acciones de la empresa adquirida y de la sociedad adquirente antes de la fusión, el número de casos en los que hubo tal cambio no es significativamente diferente del número asociado con un grupo control de empresas que no se fusionaron. Sin embargo, Mandelker (1974), que examina cambios asociados a las fusiones en el riesgo sistemático a través de una beta de media móvil, rechaza el efecto cartera y concluye que la dirección del cambio en el riesgo es impredecible, pero este estudio adolece de que no emplea un grupo control para su análisis.

b) El "juego PER" es generalmente competitivo con una hipótesis como el efecto cartera; daría lo mismo que dijéramos que las betas de empresas adquirentes y adquiridas fueran igual o si la adquirente es relativamente mayor que la adquirida. La hipótesis también es idéntica para la varianza de los rendimientos de las empresas objetivo y oferente si son iguales y los rendimientos de la adquirente y adquirida están perfectamente correlacionados. Por lo tanto, no siempre es posible diferenciar ambas hipótesis. El trabajo de Lev y Mandelker (1972) muestra que la beta de la empresa consolidada, por término medio, no es significativamente diferente de las betas de las empresas adquiridas, un resultado consistente con el "juego PER".

c) El "efecto reducción del riesgo" que ha sido propuesto por Lewellen (1971), Alberts (1974), Steiner (1975) y otros autores, resulta competitivo con el "juego PER", pero no es necesariamente inconsistente con el "efecto cartera" dado que la reducción del riesgo puede ser debida por completo al efecto cartera. El estudio de Lev y Mandelker (1972) no es consistente con esta hipótesis. Smith y Schreiner (1969) encuentran que el nivel de diversificación en los conglomerados es inferior que en

---

[233] Esta segunda objeción se encuentra si uno mantiene que los directivos empresariales están preocupados por el riesgo, así como con el rendimiento. Sin embargo son posibles tres contraargumentos: (a) evitar el problema suponiendo que las empresas que no maximizan la riqueza del accionista adoptan una función objetivo directiva separada que incluye una variable de riesgo; (b) aún en el marco de maximización de la ganancia, suponer que los mercados de capitales son imperfectos, (c) la teoría estándar oligopolistica, *si se interpretó* desde una perspectiva de incerdidumbre, suministra una racionalidad implícita para el comportamiento de conglomerados. Además el autor no está de acuerdo con las diferencias entre riesgo del lado de la oferta y riesgo del lado de la demanda, sino que la diversificación puede interpretarse como un comportamiento unido directamente a ambas formas de riesgo empresarial.

los fondos de inversión, lo que sugiere que las fusiones por el efecto de reducción del riesgo como causa del efecto cartera es menor de lo que se podría anticipar.

d) El cambio en el riesgo debido al aumento relacionado con la fusión en el apalancamiento financiero. El efecto apalancamiento está conjuntamente presente en el efecto cartera, el PER o el de reducción del riesgo, por lo que cabría esperar que el nivel de riesgo de la empresa consolidada fuera mayor que el de la cartera de las empresas ponderadas a valor de mercado de la empresa adquirente. Como ambos efectos no se pueden separar, el contraste se restringe a una submuestra de fusiones que sólo implican acciones comunes.

La contrastación empírica se realiza sobre 149 fusiones del período 1929-1969, donde más de la mitad son de la década de los sesenta, y las conclusiones que alcanzan Langetieg *et al.*(1980)es que la evidencia presenta algún apoyo para la noción de que las empresas que se fusionan tienen un impacto en el riesgo del accionista, pero generalmente este no es de la forma como ha sido sugerido en la literatura. Por término medio, encuentran que la fusión tiende a asociarse con un aumento no esperado en los niveles de riesgo (sistemático, total y diversificable) para la empresa consolidada. Esto es un resultado sorprendente dado que las fusiones raramente se ven como elevadoras del riesgo. Sin embargo, un aumento en el riesgo no es necesariamente inconsistente con la maximización de la riqueza del accionista si los mercados de capitales son razonablemente perfectos y completos, de forma que los beneficios esperados aumentan de una forma proporcional.

Para Amihud y Lev (1981, pág. 605) el motivo de los intentos de disminuir el riesgo a través de fusiones en conglomerado tiene por finalidad que los directivos, en contra de lo que sería mejor para el accionariado, intenten disminuir su elevado "riesgo de empleo" (riesgo de pérdida del trabajo, de reputación profesional), el cual no resulta fácil de diversificar. Dado que la mayor parte de la remuneración de los directivos está asociada al riesgo de la empresa, en el caso de que ésta obtenga bajos resultados es muy probable su destitución e incluso que vean recortadas sus posibilidades futuras de empleo y sus ganancias potenciales. Este "riesgo de empleo" que afecta a la dirección de la sociedad no es posible diversificarlo de forma adecuada y efectiva a través de sus inversiones financieras personales (sus carteras de activos financieros), dado que forma parte del "capital humano" el cual no se puede comercializar en mercados competitivos. Por ello, los directivos con aversión al riesgo intentan diversificar su riesgo de empleo por otros medios, como es el caso de las fusiones en conglomerado, que generalmente estabilizan la corriente de ingresos de la empresa e incluso se puede emplear para evitar los efectos desastrosos que la insolvencia financiera provoca sobre ellos y su riqueza personal (tanto presente como futura). En este sentido, los esfuerzos de los directivos por involucrar a sus empresas en fusiones en conglomerado cabe analizarlos como un problema de agencia[234]. Los beneficios obtenidos por la dirección como consecuencia de la reducción del riesgo a través de las fusiones en conglomerado y por otros medios se pueden ver, desde el prisma de la teoría de la agencia, como un consumo de extras (perquisites) apropiado a la empresa. La pérdida de bienestar que experimenta el principal (accionista), debido al coste real de dichas fusiones, así como la posible transferencia de riqueza de los accionistas a los acreedores, constituyen un coste de agencia. Los resultados que obtienen Amihud y Lev (1981) son consistentes con la explicación de las fusiones en conglomerado motivadas por los objetivos de los directivos, puesto que las empresas controladas por la dirección se implicaban en mayor número de adquisiciones en conglomerado que las controladas por los accionistas. Asimismo, con independencia del medio con el que se lograra la

[234] Las partes de la relación de agencia se puede suponer que maximizan su utilidad esperada y por tanto que existe una buena razón para que el agente no siempre actúe guiado por la búsqueda del mayor beneficio para el principal (Jensen y Meckling, 1976, pág. 308).

diversificación, las operaciones de las empresas con mayor control por parte de la dirección tenían un mayor nivel de diversificación que las controladas por la propiedad[235].

Cuando se admite la posible ineficiencia provocada por el hecho de que los accionistas, los directivos o ambos grupos carezcan de expectativas homogéneas (lo que de nuevo supone mercados imperfectos de capitales), no hay efectos sinérgicos aparentes y las tasas de descuento de comprador y vendedor son las mismas, pero aún puede tener lugar la fusión si la dirección de la sociedad adquirente ve oportunidades en la empresa objetivo que ni su dirección, ni sus accionistas, ni quizás los propios accionistas de la adquirente, logran estimar o imaginar (Mueller, 1986, pág. 164). Ante la posibilidad de tasas de actualización diferentes como motivo de la fusión, supuesto que la dirección maximiza el crecimiento y no la riqueza, y que no hay efectos sinérgicos, en algunos casos la dirección de la sociedad compradora puede aplicar una tasa de actualización menor que los vendedores de la adquirida. Con todo ello se concluye que la diversificación empresarial puede ser una forma atractiva para reducir el riesgo de los directivos, dado que sus fortunas están ligadas directamente a la misma sociedad (Mueller, 1986, pág. 166).

Marshall, *et al.* (1984) alcanza unos resultados que parecen que apoyan la tesis de la diversificación, pues las fusiones son más probables entre los sectores industriales que se encuentran menos correlacionados, a la vez que las sociedades que constituyen un conglomerado es más probable que estén formadas por divisiones con menor correlación que la media de los sectores.

La tendencia de los directivos que gestionan la sociedad a realizar decisiones de inversión (sea por medio de crecimiento interno o externo) en sus empresas que, de forma deliberada, tienen como propósito reducir el riesgo empresarial, como medio para lograr una disminución del riesgo que soportan en su riqueza personal se intenta contrastar por Lewellen *et al.* (1989). La literatura ha sugerido que este comportamiento puede ocurrir en detrimento de la riqueza de los accionistas y, aprovechando que las fusiones son una clase muy particular de decisión de inversión (externa) para la cual el comportamiento puede ser más fácilmente observable, emplean las fusiones, como decisiones de inversión que son, para contrastar la hipótesis mencionada anteriormente a través del análisis de su evidencia empírica. No encuentran pruebas en su muestra de que la reducción del riesgo de la empresa adquirente sea el resultado habitual, ni que, cuando esta ocurre, suponga un coste para los accionistas. El hecho de la posibilidad de consideraciones relativas a la disminución del nivel de riesgo de la cartera personal del directivo afecte a las decisiones que estos adoptan necesita algunas hipótesis acerca de los activos que conforman su cartera: capital humano, posesión de acciones comunes de las sociedades, así como otras inversiones. Dependiendo de cuál sea el peso de cada uno de los componentes, los autores enfatizan más el incentivo con que cuentan los directivos para reducir el riesgo[236]. Lewellen *et al.* (1989) mantienen que, a primera vista, la noción de que la reducción del riesgo sea un motivo importante como incentivo para que los directivos acometan fusiones presenta varios inconvenientes: (a) una compra que aumente el riesgo puede también mejorar la utilidad

---

[235] Hexter (1983-1984) examina si las empresas controladas por la dirección están más diversificadas que las controladas por los propietarios, manteniendo constante el tamaño de la empresa y su poder de mercado, mostrando los resultados que las empresas controladas por los directivos están más diversificadas, pero que la diferencia no es estadísticamente significativa: sin embargo, se concluye que la diversificación disminuye con el aumento del poder de mercado y aumenta con el tamaño de la empresa.

[236] Así, mientras los trabajos de Amihud y Lev (1981) y Treynor y Black (1976), destacan la importancia de la proporción del capital humano en la cartera; Agrawal y Mandelker (1987) y Brealey y Myers (1988) cargan las tintas en su participación como un accionista más de su empresa. Una unión causal entre fusiones y preferencias frente al riesgo también se analiza en otros trabajos como Amihud *et al.* (1986), Larcker y Balkcom (1983), Marshall, Yawitz y Greengerg (1980), Mikkelson y Ruback (1985), Reagan y Stulz (1983), Ross (1977) y Smith y Watts (1982).

personal de los directivos, (b) el mercado de capitales les proporciona a los directivos otras posibilidades de reducción del riesgo, aunque con algún coste, (c) la supervisión por el consejo de administración y la competencia entre directivos también supondrían impedimentos. Finalmente, de nuevo habremos de recurrir a la evidencia empírica para que sea esta la que confirme o no la hipótesis. En este sentido, y en relación con trabajos previos, Amihud y Lev (1981) encuentran que las sociedades en las que la propiedad no está concentrada emprenden más fusiones en conglomerado y más a menudo que otras sociedades; por otra parte, Agrawal y Mandelker (1987) encuentran que grandes posesiones de acciones de su propia empresa fomenta que los directivos de las sociedades adquirentes aumenten el riesgo en lugar de disminuirlo a través de la fusión. Lo que resulta aún más importante, no hay evidencia directa en la literatura que los intentos de los directivos por reducir el riesgo vía fusiones, si ocurren, realmente supongan un coste para los accionistas.

Los resultados de este trabajo ponen de manifiesto que la reducción del riesgo es minoritaria y sólo hay una débil evidencia de corte transversal que la disminución ocurre más a menudo cuando los directivos más antiguos de las empresas adquirentes mantienen mayores proporciones de acciones. En su conjunto, los hechos suministran poco apoyo para la defensa de la hipótesis de las preferencias de los directivos como motivo de las fusiones. Tampoco se encuentra una evidencia de que la reducción del riesgo, cuando esto ocurre, se asocie con un impacto desfavorable significativo en la riqueza del accionista. Justifican sus resultados en que el problema potencial de agencia accionista-directivo (propietario) que podría conducir a adoptar decisiones tendentes a la reducción del riesgo que supusieran costes soportados por los accionistas o no son muy importantes o están limitados por otros mecanismos (competencia en el mercado de trabajo directivo externo, competencia en el mercado de control empresarial, diseño de los contratos de compensación de los ejecutivos o competencia interna entre los directivos de las empresas). Los costes que los directivos se autoimpondrían, en forma de pérdidas en el valor de su participación en el capital de la empresa, en el caso de que acometieran decisiones de fusión con el único propósito de reducir el riesgo, supondría en último extremo un desaliento o impedimento hacia la adopción de dichas decisiones.

Para Amit y Wernerfelt (1990) existen tres motivos que conducen a reducir el riesgo empresarial:

a) Agencia. El conflicto entre los directivos y los accionistas en el que los primeros tienen el papel de agentes de los segundos. En este caso existen dos versiones que determinan la motivación para reducir el riesgo empresarial (1) los directivos persiguen disminuir la probabilidad de quiebra para lograr mantener su seguridad en el trabajo y preservar sus inversiones de capital humano específico a la empresa, por lo que adoptan acciones para reducir el riesgo que podrían resultar perjudiciales para los accionistas (Amihud y Lev, 1981); y (2) los directivos con aversión al riesgo son compensados sobre la base de las ganancias de sus empresas, por lo que prefieren corrientes de beneficios estables y, por lo tanto, emprenderán una variedad de actuaciones para reducir el riesgo a expensas de los accionistas (Holmstrom, 1979). En ambas versiones el problema de agencia aparece porque los directivos consideran el riesgo total, en tanto que los accionistas pueden diversificar su cartera para compensar el riesgo empresarial.

b) Flujo de tesorería. Surge del efecto de la incertidumbre sobre las operaciones de una empresa y sus flujos de efectivos. En entornos estables, las operaciones de las sociedades serían eficientes y la volatilidad de sus beneficios sería baja. Por contra, en entornos inestables las operaciones podrían ser menos que eficientes y sus ganancias más volátiles. Un caso especial de este argumento es cuando un directivo con aversión al riesgo es compensado sobre la base de los flujos de tesorería, con lo que deseará trabajar por una compensación menor si con ello logra estabilizar la corriente de flujos de tesorería. En este marco, es en el interés de los accionistas reducir el riesgo empresarial (Amihud *et*

al., 1986; Aron, 1988; Marshall *et al.*, 1984). Esta clase de argumentos sugiere que un bajo riesgo empresarial permite a las empresas adquirir factores más baratos u operar más eficientemente. En sectores con un nivel de competencia inferior a la perfecta, reducir el riesgo de la empresa aumentará el valor de mercado de la misma.

c) Costes de transacción. Los costes de intermediación y el coste del tiempo, previenen a los accionistas de diversificar fuera completamente el riesgo de su empresa (Constantinides, 1986). Ellos, así pues, reducen el riesgo total de sus carteras con riesgo total menor, lo que supone que desean aceptar menores rentabilidades por sus acciones con menores riesgos empresariales. En un mercado perfecto de capitales, esta observación se traduce en un rendimiento de mercado menor de las acciones de la empresa con un riesgo empresarial menor. En este caso, también la reducción del riesgo empresarial es en interés de los accionistas.

Las conclusiones del estudio apoyan la hipótesis de que disminuir el riesgo empresarial crea valor porque, ceteris paribus, permite a las empresas aumentar sus flujos de caja. Este hecho sugiere que no toda la reducción del riesgo es contra los intereses de los accionistas y que el logro de eficiencias operativas no es la razón principal. No se puede descartar la explicación de agencia y por lo tanto concluir que toda reducción del riesgo beneficia a los accionistas; tampoco descartar alguna otra explicación alternativa; sin embargo, los resultados son consistentes con las hipótesis de maximización del valor y de eficiencia en el mercado de capitales.

A diferencia de los trabajos anteriores que fundamentan en la teoría directiva las fusiones en conglomerado, Amihud *et al.* (1986) no necesitan suponer fallos en los mercados de trabajo directivo o de control empresarial para justificar dichos procesos. Aplicando modelos de contratos óptimos, como el desarrollado por Diamond y Verrecchia (1982), exponen que las fusiones en conglomerado son en interés de la dirección para reducir el riesgo específico a la empresa, así como en interés de los accionistas cuando es difícil identificar el esfuerzo de los agentes (en nuestro caso, los directivos). En las empresas donde el esfuerzo directivo es supervisado de forma sencilla, las ganancias de esta diversificación desaparecerán y las fusiones son emprendidas sólo cuando se esperan alcanzar beneficios sinérgicos. La implicación de este razonamiento es que, por una parte, se puede proponer que las fusiones en conglomerado están dirigidas por los directivos de empresas controladas por la dirección que actúan sin restricciones e inician tales fusiones buscando su propio beneficio en detrimento de los accionistas; pero, por otra parte, las fusiones en conglomerado pueden implicar un mayor valor de la inversión para los accionistas en empresas controladas por la dirección en las que resulte más difícil la supervisión del esfuerzo de los directivos. Los resultados, reflejando quizás el efecto compensación de esas dos hipótesis conflictivas, no muestran diferencia entre las reacciones del mercado ante anuncios de fusión de empresas controladas por la dirección y sociedades controladas por los accionistas.

Lubatkin y O'Neill (1987, págs. 680-681), desde una perspectiva más próxima a la teoría organizativa o a la política empresarial, examinan la relación que guardan las empresas fusionadas y el riesgo con una muestra de 297 grandes fusiones de la Comisión Federal de Fusiones de EE.UU. ocurridas en el período 1954-1973. Sus conclusiones en principio son comunes con las de otros muchos trabajos: las fusiones disminuyen el riesgo de las empresas adquirentes, agrupadas por su mayor o menor proximidad a la empresa fusionada. Sin embargo, las razones que esgrimen difieren de las que a menudo se citan. Por término medio, las fusiones se asocian con un aumento en los niveles de riesgo no sistemático y de riesgo total. Este hecho no es consistente con la moderna teoría financiera y por lo tanto apunta hacia una diferencia fundamental entre los cambios que experimentan los gestores de los títulos y los gestores de la empresa. Los hechos también muestran que en al menos

un tipo de fusión, la que implica negocios relacionados, se demuestra la capacidad para reducir el riesgo sistemático, con independencia de cuales sean las condiciones del mercado. Aunque inconsistente con la teoría financiera moderna, este hecho abunda en la literatura de la dirección estratégica. Finalmente, los resultados sugieren que las condiciones del mercado influyen en la capacidad de fusiones estratégicas para influir en el riesgo. No obstante, los propios autores reconocen que este estudio adolece de limitaciones por no considerar una multitud de sucesos específicos a la empresa o específicos al sector, que afectan al riesgo sistemático, ni los cambios en la regulación.

Con la finalidad de reconciliar las posturas opuestas que mantienen las observaciones de las empresas diversificadas de los EE.UU. desde las perspectivas estratégica y financiera, pues la discrepancia es real dado el aumento observado en el número de empresas diversificadas en tanto que la evidencia desde la perspectiva de los estudios de economía financiera que como mucho ofrece sólo un débil soporte a la creación de valor a través de la diversificación, Balakrishnan (1988) propone como argumento que la adquisición puede ser la culminación de una serie de movimientos estratégicos relacionados por parte de la empresa adquirente para entrar en un nuevo sector, y por lo tanto una parte significativa de las ganancias de las sinergias podrían haber sido anticipadas por el mercado de capitales mucho antes de la adquisición.

De (1992), en un intento de examinar los patrones de diversificación que presentan las empresas y su resultado empresarial a largo plazo, plantea que las medidas estándar del resultado sugeridas por la literatura de las finanzas empresariales alcanzan a todas las sociedades de igual forma en el largo plazo con independencia de sus estrategias de diversificación. Esto es porque todas las empresas tienden a obtener una tasa de rendimiento normal para sus accionistas, dado su nivel de riesgo. En mercados de capitales generalmente eficientes como las medidas del resultado no sirven de ayuda para analizar el rendimiento (performance) empresarial, se sugiere proponer el uso de otras medidas con esta finalidad, para lo cual el autor parte de la evidencia contrapuesta de los estudios de Rumelt (1974) y Michael y Shaked (1984). El primero realizó cuatro divisiones de las fusiones según su grado de relación y evaluó una muestra aleatoria de 100 empresas del grupo Fortune 500, en intervalos de diez años, por su ROI y ROE anualizado. Los hechos indican que las empresas que permanecen en un negocio único o relacionado obtienen mejor resultado que las que diversifican; sin embargo, hay que señalar que las medidas empleadas en el trabajo son valores contables, no de mercado. En cambio Michael y Shaked (1984) diferenciaron entre negocios relacionados y no relacionados y emplearon tres medidas del rendimiento (performance) financiero (las de Sharpe, Treynor y Jensen) y de una muestra original de las 250 sociedades Fortune eliminaron todas las que podían agruparse como negocio único o dominante según la clasificación de Rumelt (1974), calculando las medidas del resultado y las medidas operativas del grado de relación de los segmentos de negocio para cada empresa de las 51 que compusieron su muestra final durante un período de 5 años (1976-1980), así como sobre distintas carteras formadas por esas empresas. Sus resultados sugieren que las diversificaciones no relacionadas generan un perfil rendimiento-riesgo superior comparado con las relacionadas: para cada una de las tres medidas del resultado la pendiente fue negativa y las estimaciones realizadas con carteras también indican que las diversificaciones relacionadas generan menores rendimientos que las no relacionadas, además de que supone una variación con respecto a las predicciones de la hipótesis de mercados eficientes.

A diferencia del trabajo de Michael y Shaked (1984), De (1992) aunque emplea las mismas medidas del resultado y el mismo sistema de clasificación, los hechos son significativamente diferentes ya que encuentra una relación negativa entre el resultado de la empresa y la ratio de relación de las actividades de la misma. Al aumentar el período de observación de 5 a 10 años le permite examinar el resultado empresarial a largo plazo. Los hechos resultan inconsistentes de manera

significativa con la eficiencia del mercado de capitales y con los resultados de algunos estudios actuales de interés que, fijándose en el resultado de la empresa, emplean un criterio diferente y llegan a la conclusión opuesta: las empresas diversificadas en la proximidad lo hacen mejor que las empresas ampliamente diversificadas (cita a Schmalensee, 1985; y Warnerfelt y Montgomery, 1988). La evidencia de este trabajo indica que las medidas del resultado basadas en la teoría financiera de los mercados de capitales no están equipadas para capturar las diferencias a largo plazo entre las sociedades, sino que como mucho pueden capturar los rendimientos anormales debido a repentinos y temporales shocks en el proceso de generación de los rendimientos normales. Por ello propone medidas del rendimiento que impliquen variables contables y financieras, como la ratio de valoración de las empresas o mejor la q de Tobin.

Lang y Stulz (1994) analizan la relación entre la q de Tobin y la diversificación empresarial, encontrando que están ligadas negativamente durante la década de los años ochenta y que esa relación negativa se mantiene para diferentes medidas de diversificación al igual que cuando controlamos por otros determinantes conocidos de la q. Además, las empresas diversificadas tienen menores q que las carteras comparables de empresas puras, las empresas que eligen diversificar obtienen peores resultados con relación a las sociedades que no diversifican, pero solo hay una evidencia débil de que éstas tengan una q menor que la media de su sector, no encontrándose resultados que apaguen la visión de que la diversificación suministra a las empresas con activos intangibles de valor. Los autores justifican su estudio porque aún cuando existe una literatura importante que compara el rendimiento (performance) de las empresas diversificadas y especializadas, no se ha alcanzado una conclusión definitiva. La razón es que los resultados son sensitivos a las medidas usadas para realizar las comparaciones, a la forma en que esas medidas son normalizadas para facilitar las diferencias entre empresas, y a las fechas de comienzo de la misma[237]. Al centrarnos en la q de Tobin, más que en el rendimiento a través del tiempo, evitamos algunos de esos problemas que presentaban los trabajos previos, en particular, dado que la q es el valor actual de los flujos de tesorería futuros dividido por el coste de reposición de los activos materiales, no se requiere ajuste o normalización para comparar las q a lo largo de las empresas, por contra sí lo requieren la comparación de los rendimientos de las acciones o las medidas contables del rendimiento.

Entre los estudios más recientes que analizan la contribución de cambios en el grado de diversificación sobre el valor de la empresa, tenemos a Morck, *et al.* (1990) que muestran como el mercado reacciona negativamente a las adquisiciones no relacionadas durante los años ochenta pero no así durante los años setenta; y Comment y Jarrell (1993), que investigan directamente el efecto de cambios en el objetivo de la empresa, y demuestran que las empresas que llegan a estar más centradas en su actividad fundamental aumentan el valor. Los resultados de Morck, *et al.* (1990) es que las empresas altamente diversificadas tienen una media y una mediana de ratios q significativamente menores que las sociedades que operan enun sólo segmento. Las empresas altamente diversificadas tienen una q media y mediana por debajo de 1 y por debajo de la media y de la mediana de cada año del período muestral. Esto es una evidencia fuerte de que están, de forma consistente, valoradas menor que las empresas especializadas. El intento de explicar la diferencia por efectos sectoriales no tiene éxito, aunque explica parte del descuento de las empresas diversificadas. Cuando comparan la q de empresas diversificadas con las estimaciones de la que alcanzarían si se descompusieran en carteras de empresas especializadas, (bajo la hipótesis de que cada división heredaría la q media de las empresas especializadas en su sector) encontraron que las empresas diversificadas tienen menores q y que las

---

[237] Recomienda consultar Williamson (1981), Mueller (1987) y Ravenscrat y Secherer (1987) para una revisión extensa de la literatura.

diferencias en valoración no son explicadas por tomar en consideración las diferencias en tamaño o en gastos de I+D entre segmentos simples y empresas altamente diversificadas, o por restricciones a las empresas de un único segmento al acceso al mercado de capitales. Después de investigar la robustez de sus resultados concluyen que en los datos existe un descuento por diversificación.

La evidencia soporta la visión de que la diversificación no es una senda de éxito para un mayor rendimiento (performance), pero es menos definitiva acerca de la cuestión de hasta qué punto la diversificación daña al resultado. La razón es que en la muestra del estudio las empresas que llegan a estar más diversificadas parece que se comportan peor después de estar más diversificadas, indicando que las empresas que diversifican no logran buenos resultado sólo o, fundamentalmente, a causa de la diversificación. Una explicación posible de estos resultados es que las empresas que actúan diversificando han agotado las oportunidades de crecimiento en sus actividades existentes, pero ello demanda una investigación más desagregada.

Un trabajo de análisis de los efectos de la diversificación empresarial sobre datos de una muestra muy reciente (1986-1991), a diferencia de la mayoría de los estudios anteriores que trataban las consecuencias de los procesos de diversificación de la década de los ochenta, examina el efecto estimado de la diversificación sobre el valor de la empresa mediante un proceso de imputación de valores a los segmentos de negocios individuales (Berger y Ofek, 1995). Cuando se compara la suma de los valores aislados con el valor actual de la empresa se encuentra que supone una pérdida entre el 13% y el 15% por término medio como consecuencia de la diversificación durante el período de estudio. El valor de la pérdida es menor cuando los segmentos de la empresa diversificada están en el mismo sector a nivel de 2 dígitos de SIC y se encuentra que la sobreinversión y la subsidiación de intereses contribuyen a la pérdida de valor, reduciéndose modestamente esta pérdida por los beneficios fiscales de la diversificación.

El trabajo más reciente, Servaes (1996) presenta una mayor complejidad en cuanto a su análisis y a sus resultados. Comienza poniendo de manifiesto que la tendencia actual de las empresas a centrarse en sus negocios invierte la que hubo hacia la diversificación a finales de la década de los sesenta y comienzos de los setenta. Servaes no encontró evidencia de que las sociedades diversificadas fuesen valoradas con una prima sobre las sociedades que actuaban sobre un único segmento en aquel período temporal. Por el contrario, hubo un gran descuento por diversificación en los sesenta, pero ese descuento descendió hasta cero durante la década de los setenta. Examina, por otra parte, las consecuencias de la participación en la propiedad de los directivos internos sobre la diversificación, encontrando una relación negativa durante la década de los sesenta, pero cuando comienza el descenso en el descuento por diversificación, las empresas con mayor propiedad interna fueron las primeras en diversificar.

La evidencia reciente es que las sociedades se están centrando más en su actividad fundamental y que ello conduce a mayores valoraciones del mercado y a mayor rentabilidad de las acciones (Bhagat, *et al.*, 1990; Liebeskind y Opler, 1992; Kaplan y Weisbach, 1992; Lichtengerg, 1992; Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; y Comment y Jarrel, 1995). Servaes considera que si se pretende comprender porqué las sociedades en la actualidad aumentan su esfuerzo en su tarea fundamental, se hace necesario conocer las fuerzas que llevaron a las empresas a diversificar en un primer momento, punto del que parte su estudio. Comúnmente se exponen dos conjuntos de argumentos para explicar el por qué de la diversificación empresarial. El primer conjunto sostiene que las empresas diversifican

para aumentar la riqueza del accionista[238]. El segundo explica la diversificación como un aumento de los problemas de agencia entre los directivos y los accionistas[239].

Bhide (1990) argumenta que a causa de cambios económicos, tecnológicos y de regulación durante las décadas de los años setenta y ochenta, las asimetrías informativas han llegado a ser reductoras de la emisión de financiación empresarial y que las desventajas de la diversificación han comenzado a compensar sus beneficios. Por ejemplo, como señala Stulz (1990), uno de los inconvenientes de reducir la infravaloración de la inversión potencial es que puede conducir a un problema de sobreinversión. La subsidiación entre divisiones dentro del conglomerado ofrece a los directivos de la división una facilidad de acceso al capital (Mecer, Milgrom, y Roberts, 1992) que puede incrementar los costes de agencia del flujo excedentario de tesorería (Jensen, 1986). Los que proponen la diversificación en conglomerado asumen implícitamente que los directivos de los conglomerados están mejor supervisados por las divisiones que por el mercado externo de capitales y que esos costes de agencia no son lo suficientemente altos como para compensar este beneficio.

Los argumentos sugiriendo los inconvenientes de la diversificación han llegado a ser dominantes durante la década de los años ochenta basados en la noción de que la diversificación fue beneficiosa para los accionistas cuando las empresas comenzaron a diversificar. Sin embargo, a excepción del estudio de Matsusaka (1993) que encuentra rendimientos positivos para la oferente en el momento de anuncio de una adquisición de tipo conglomerado, durante el final de la década de los sesenta y comienzos de los setenta, disponemos de poca evidencia que indique que esta fue la situación predominante, pues como recogen en la nota a pie de página número dos, Ravenscraft y Scherer (1987) documentan que las adquisiciones en conglomerado durante los años sesenta fueron sin éxito dado que presentaron una rentabilidad posterior a la fusión pobre y tuvieron mayor probabilidad de desinversión posterior que las adquisiciones relacionadas; Wernerfelt y Montgomery muestran que centrarse en su actividad contribuye positivamente al ratio q de la empresa para 247 sociedades en 1976; Kaplan y Weisbach (1992) también encuentran que las adquisiciones no relacionadas son más probables que desinviertan que las relacionadas. Sin embargo, encuentran poca evidencia para indicar que las adquisiciones no relacionadas tuvieron menos éxito que las relacionadas.

Servaes en este artículo examina los beneficios de la diversificación cuando las empresas comenzaron dichos procesos durante la década de los años sesenta y primeros de los setenta[240]. Pero

---

[238] En este sentido numerosos autores han discutido sobre varios aspectos de la diversificación que potencialmente pueden aumentar la riqueza del accionista: Williamson (1970) sugiere que las empresas diversificadoras logran evitar las imperfecciones del los mercados externos de capitales, si la información asimétrica entre la empresa y los inversores potenciales llega a ser demasiado grande, las empresas pueden decidir dejar de emprender proyectos con VAN positivo (Myers y Majluf, 1984); a través de la diversificación se crean mercados de capitales internos que presentan menos problemas de información asimétrica; si bien McCutcheon (1995) examina esta hipótesis para los conglomerados de los años sesenta, y contrario al argumento del mercado de capitales interno, la autora encuentra que los conglomerados están sometidos a restricciones de capital, pero que las empresas que ellos adquieren no; Lewellen (1971) mantiene que los conglomerados pueden sostener mayores niveles de deuda a causa de que la diversificación empresarial reduce la variabilidad de las ganancias y si los escudos fiscales de la deuda aumentan el valor de la empresa, este argumento predice que las sociedades en conglomerado son de mayor valor que las empresas operando en un único sector; Sheleifer y Vishny (1992) también han argumentado que los conglomerados pueden tener una mayor capacidad de deuda ante malos estados de la naturaleza porque pueden vender aquellas divisiones que sufren menores problemas de liquidez; o Teece (1980) afirma que la diversificación conduce a economías de alcance.

[239] Para Amihud y Lev (1981) los directivos pueden diversificar para proteger el valor de su capital humano, y Jensen (1986) sugiere que las sociedades diversifican para aumentar los beneficios privados de los directivos suministrando los trabajos de Amihud y Lev (1981) y Morck *et al.* (1990) evidencia a favor. De un tronco similar, Sheleifer y Vishny (1989) sugieren que los directivos diversifican porque ellos son mejores gestionando activos en otros sectores y diversificar en dichos sectores conseguirá que los directivos se hagan más indispensables para su empresa.

cabe preguntarse, como siempre, ¿condujo la diversificación a mayores valores de mercado durante este período, y si fue así, cuáles fueron las fuentes de esta valoración diferente? Para ello realiza un análisis de muestras de empresas desde 1961 hasta 1976 (en intervalos de tres años) y examina si los beneficios de la diversificación compensaron a los costes, reconociendo la ventaja que proporciona volver la vista atrás veinte o treinta años para permitirnos obtener una mejor perspectiva para la comprensión del fenómeno que se observa en la actualidad. Ahora conocemos que la diversificación es percibida como pobre por los mercados de capitales durante la década de los años ochenta, siendo consistente por tanto la vuelta al negocio fundamental durante la década de los noventa. Pero, ¿fue también este el caso durante las dos décadas anteriores cuando las empresas se movieron hacia la diversificación? Si la diversificación fue percibida de forma positiva cuando esta comenzó, entonces se puede argumentar que la ola actual de vuelta a la actividad principal y desinversión se debe a la ocurrencia de cambios tecnológicos o de cualquier otro tipo que reducen los beneficios de la diversificación. Si no, seguimos con la duda de por qué, en el primer caso, se produjo el movimiento de diversificación.

A través de sus resultados, Servaes no nos ayuda a despejar la duda dado que no encuentra evidencia de que las empresas diversificadas fueran valoradas más que las empresas con un único segmento de negocio en la década de los sesenta y principios de los setenta; sin embargo, ocurrió al contrario para varias sociedades que diversificaron durante unos años a un descuento sustancial cuando se las compara con empresas de un único segmento. Este descuento es mayor y significativo en el período 1961-1970, pero llega a ser pequeño y no significativo en el período 1973-1976. Esos resultados se mantienen después de controlar por efectos sectoriales y por diferencias en la rentabilidad, apalancamiento y política de inversión entre las sociedades diversificadas y las no diversificadas. El mayor aumento en la diversificación se produjo en el período 1970-1976, cuando la penalización impuesta por el mercado de capitales fue menor. Por lo tanto, las empresas que diversificaron en ese momento no impusieron coste alguno a sus accionistas. Examinar el comportamiento de la propiedad de los accionistas internos sobre el período muestral es interesante y suministra algunas pistas que pueden explicar el comportamiento de las sociedades. Cuando las empresas diversificaron estuvieron vendiendo a un descuento frente a las empresas de un único segmento, entonces también hubo menor propiedad por parte de los internos que en estas últimas; pero cuando se eliminó el descuento, hubo poca diferencia en la estructura de propiedad de las acciones entre los dos grupos. Esos resultados sugieren que la propiedad de los internos fue un elemento desalentador de manera efectiva para la diversificación cuando esta resultó costosa para los accionistas; mas cuando el coste para los accionistas fue muy pequeño, las empresas con elevada propiedad fueron las primeras en diversificar, posiblemente porque los internos querían disminuir su exposición al riesgo específico de la empresa. Esto no sugiere, sin embargo, que los costes de agencia fuesen causados por el descuento o que fue a la cabeza del cambio del descuento a lo largo del tiempo.

---

[240] En este tiempo las sociedades de EE.UU. estuvieron atravesando una ola de fusiones en conglomerado, como lo pone de manifiesto los datos de Ravenscraft y Scherer (1987), según los cuales fueron conglomerados el 36% de todas las adquisiciones en el período 1964-1972 y el 32% en el período 1973-1977.

CAPÍTULO III

TEORÍAS ALTERNATIVAS SOBRE LAS OPERACIONES DE TOMA DE CONTROL

Hemos querido recoger en un capítulo separado, el tercero, un conjunto de teorías que presentan poca relación con la visión sinérgica de las fusiones y adquisiciones, a la vez que su aparición por lo general es posterior en el tiempo, finalizando con un grupo residual que hemos denominado "otros argumentos explicativos" que permiten completar con diferentes puntos de vista el tema de investigación: los motivos subyacentes en la ocurrencia de los procesos de fusión y adquisición.

Dentro de las teorías examinadas, comenzamos con la hipótesis de infravaloración de la sociedad objetivo en el mercado de capitales, también denominada como hipótesis del descuento, que se fundamenta en una ineficiencia del mercado de valores. También examinamos el sobrepago por parte de la entidad adquirente y, relacionada con esta explicación, la tesis hubris. Verdaderamente podríamos haber incluido esta última dentro del grupo de transferencia de riqueza de los accionistas de la empresa oferente a los propietarios de la sociedad objetivo, que es el hecho que subyace, pero por su importancia la hemos considerado de forma separada.

En segundo lugar presentamos la toma de control como una forma diferente de reorganización frente a la quiebra, es decir, como mecanismos sustitutivos que son elegidos en función de sus costes y beneficios relativos.

La tercera explicación podemos afirmar que pertenece a los más recientes desarrollos de la Teoría de la Estructura de Capital, en la que las operaciones de toma de control suponen un rejuvenecimiento y un nuevo aliento a la misma, así como una de sus áreas más modernas y de mayor expansión, en la que no cabe hablar sino de Teoría de la Estructura de Propiedad y Control cuando centramos el análisis en el problema de agencia en los procesos de adquisiciones empresariales.

Uno de los argumentos más esgrimidos por los reguladores, la prensa y algunos directivos de las empresas objetivo es que las tomas de control, generalmente las que se producen por OPA, tienen su origen en operaciones realizadas con información privada (privilegiada), y que, por tanto, han de ser fuertemente reguladas y supervisadas, cuestión que abordamos en cuarto lugar.

Como adelantamos anteriormente, cabe argumentar en contra de las tomas de control que no son operaciones que aumentan la eficiencia o ganancia social en términos netos, sino que tan sólo se generan unos beneficios como consecuencia de las pérdidas de otros partícipes de la red contractual (trabajadores, accionistas de ambas empresas, acreedores, directivos o el propio Estado), lo que se recoge en el penúltimo bloque. Cierra el capítulo el apartado dedicado a otros argumentos explicativos.

1.- Infravaloración de la empresa objetivo: Las hipótesis del decuento y del "sobrepago".

Para algunos autores la explicación del fenómeno de las tomas de control radica en que los oferentes, que podemos calificar como inteligentes, reconocen la valoración incorrecta de la empresa objetivo en el mercado. Sin embargo, este argumento adolece al menos de dos debilidades (Black, 1989): de una parte, es contrario a la eficiencia fuerte de los mercados financieros; además, aquellos inversores que piensan que la empresa objetivo está valorada correctamente percibirían la prima por la toma de control como un sobrepago de la sociedad oferente, con lo que el precio de mercado de las acciones de esta última disminuiría en el momento del anuncio, precio que posteriormente recuperaría su nivel una vez que los inversores comprendieran el verdadero valor de la adquisición, en tanto que la realidad del comportamiento de los mercados de valores no parece revelar este patrón de conducta en el precio de la adquirente.

Una causa diferente podría ser la valoración inadecuada por parte de los inversores (no de los mercados) atribuida a la falta de información completa por parte de aquellos. Sin embargo, tampoco parece adecuada esta explicación para las ganancias logradas en una toma de control, pues si las empresas objetivo fueran valoradas habitualmente de forma incorrecta, la voluntad de la entidad adquirente que le lleva a pagar una prima debería revelar y transmitir cierta información a los inversores acerca del verdadero valor de la sociedad objetivo, con lo que el precio de la acción de la empresa a adquirir subiría aún cuando fracasase la adquisición, lo que no parece ser corroborado por la evidencia empírica. Además, grandes descuentos como consecuencia de información incompleta es difícil que persistieran a largo plazo, pues forzaría a que fuese la propia dirección de la sociedad objetivo la que difundiese dicha información relevante.

Kraakman (1988) analiza también en detalle la hipótesis del descuento: los precios de las acciones pueden "infravalorar" los activos de la sociedad objetivo, pues mientras el precio ofrecido por el comprador refleja las ganancias privadas reales, esas ganancias se producen como consecuencia de que el precio de la acción descuenta el valor subyacente de los activos de la empresa adquirida[241]. Diferencia a su vez dos situaciones (Kraakman, 1988, págs. 897-900):

a) Hipótesis de inversión inadecuada (missinvestment): Las discrepancias entre los precios de las acciones de la empresa objetivo y el valor de sus activos se debe a la desconfianza racional existente en el mercado con relación a las decisiones de inversión futura que adoptarán los directivos de la sociedad objetivo. Así concebida, esta hipótesis se enmarcaría dentro del enfoque de agencia, un caso particular del cual sería la explicación basada en los recursos de tesorería excedentarios (free cash flow), según la cual los directivos no distribuyen los flujos de tesorería por encima de las oportunidades de inversión rentables. Desde la perspectiva de la inversión inadecuada, los descuentos pueden surgir aún cuando los activos de la empresa objetivo estén asignados a su empleo óptimo, pues los descuentos son consecuencia de una actuación continua o esperada de inversión errónea del excedente de flujo de tesorería (Kraakman, 1988, págs. 897-898).

b) Hipótesis de mercado: El descuento se debe a razones endógenas a la formación del precio en el mercado. En este caso se relaja la hipótesis de eficiencia valorativa y los descuentos surgen porque los precios de las acciones a veces son estimaciones inadecuadas del valor esperado de los activos empresariales. Esta hipótesis tiene sentido en la medida que ningún modelo de valoración único puede ser apropiado para evaluar tanto activos empresariales como acciones (activos financieros) o, alternativamente, que el proceso de negociación realizado en el mercado por parte de los inversores informados puede crear un sesgo persistente o ruido acumulativo en los precios de las acciones, o la negociación especulativa podría conducir a "burbujas" de precios, bien positivas o negativas (Booth, 1991; Kraakman, 1988, págs. 899-901). El descuento de mercado, para que resulte significativo, debe satisfacer tres condiciones (Kraakman, 1988, págs. 901-902):

1) Los adquirentes potenciales y profesionales que actúan en el mercado deben ser capaces de poder formar o calcular valores de los activos que sean fidedignos, o de la disolución de las empresas en funcionamiento tal y como son, y de los activos que las componen resultan gestionados y desplegados, de forma que los valores de los activos son particularmente creíbles cuando los activos pueden ser separados de las funciones que realiza la alta dirección.

---

[241] Un ejemplo claro y evidente del problema del descuento se produce en las empresas especializadas, puesto que dichas sociedades mantienen activos fijos materiales que se negocian en mercdos separados y requieren una escasa dirección activa, de forma que incluso observadores casuales pueden asignar descuentos mediante la comparación de los precios de las acciones con el valor de los activos (Kraakman, 1988, págs. 902-908).

2) Los precios de las acciones deben caer significativamente por debajo del valor de los activos empresariales.

3) Los adquirentes potenciales deben aceptar apreciaciones como útiles con un rango de consenso, quizás en última instancia como mínimas estimaciones de que los activos de la sociedad objetivo serán de mayor provecho tanto para ellos como para los oferentes competidores por el control de los mismos.

Una vez que admitimos la hipótesis del descuento, esta llega a ser una explicación intuitivamente atractiva para un amplio espectro de la actividad societaria. En particular, encaja muy bien con al menos dos aspectos del comportamiento de las adquisiciones en el que las hipótesis tradicionales resultan vacilantes: (a) el elevado tamaño de la prima en las adquisiciones hostiles y compras de sus empresas por la propia dirección; (b) junto con la predominancia reciente de las adquisiciones que desmembran las empresas, que explotan las diferencias percibidas entre los precios de la acción y los valores de los activos de las sociedades que son conglomerados (Kraakman, 1988, págs. 908-914).

Además, junto a la explicación de fenómenos unidos al comportamiento de las adquisiciones, el descuento también puede acomodarse fácilmente a una amplia clase de lo que podríamos denominar como "comportamientos de conversión", en el que los ejemplos más sobresalientes son las distribuciones de los accionistas financiadas por deuda o la venta de activos que a menudo inician los directivos para aumentar el valor de las acciones de sus empresas. Puesto que cualquier forma de descuento implicaría que esas amortizaciones debieran de hecho elevar el precio de las acciones, su éxito nos conduce a mantener la hipótesis del descuento de los títulos (Kraakman, 1988, págs. 914-920).

La diferencia fundamental entre las dos explicaciones del fenómeno del descuento, según Kraakman (1988), radica en el apoyo que prestan a la idea de que el precio es la mejor conjetura de la que disponemos acerca del verdadero valor de la empresa, favorable en el caso de la inversión errónea, pero por contra rechazada por la hipótesis de mercado. Asimismo, las actuaciones reguladoras del mercado de control que se derivan como consecuencia de ambas hipótesis son diferentes, pues la primera animaría a que se facilitaran las OPAs y se dificultaran las tácticas defensivas; en tanto que la hipótesis de mercado defendería la tesis contraria. Sin embargo, Booth (1991) sostiene que ambas explicaciones son correctas y que son formulaciones alternativas del hecho de que las acciones, al igual que otros bienes, tienen curvas de demanda de pendiente decreciente.

Si nos preguntásemos la causa por la cual persisten los descuentos, dado que de forma paradójica grandes descuentos a la vez pueden simultáneamente penalizar a los accionistas, tentar a los adquirentes y aún así sobrevivir en un mercado activo de adquisiciones de empresas, Kraakman (1988, págs. 920-925) argumenta dos razones fundamentales:

1) La aquiescencia directiva, en el sentido de que tolera los descuentos en ausencia de presiones de tomas de control sobre su empresa, en cuyo caso puede ser examinado como un simple problema de agencia[242], pero la aceptación por parte de la dirección de los descuentos podría ir más allá de la simple preferencia por el tamaño y la seguridad. Incluso directivos que son calificados como "buenos" puden estar motivados a ignorar el hecho del descuento, con independencia de cuál sea la causa que haga que surja, pues las nuevas inversiones y el crecimiento empresarial verdaderamente pueden aumentar el valor esperado de la empresa. En este caso los "buenos" directivos confiarían en que los

[242] Pues los comportamientos unidos al descuento se relacionarían con acciones encaminadas a maximizar la capacidad de endeudamiento, la discrecionalidad directiva y el crecimiento empresarial.

accionistas recibirán finalmente el valor completo de sus inversiones, bien a través de posteriores distribuciones empresariales o bien de ajustes en los precios de las acciones.

2) La persistencia en el mercado, pues dado que los directivos tolerarán los descuentos en ausencia de una amenaza de adquisición, la pregunta relacionada con el nivel de descuento que hace que ocurra tal amenaza queda aún por desvelar. Es de suponer que descuentos muy grandes atraerán a empresas adquirentes potenciales, pero a pesar de ello, el tamaño de las primas en las operaciones de toma de control y la supervivencia de fondos de inversión que sufren un fuerte descuento, son dos argumentos que sugieren que los descuentos deben sobrepasar con mucho los costes de transacción de las tomas de control para asegurar las ofertas hostiles. La razón más probable es que los accionistas de la sociedad objetivo reclamen la mayor parte de las ganancias derivadas del descuento en el caso de adquisiciones hostiles, al igual que parece suceder con todos los recursos de ganancias de adquisición que generalmente están disponibles para los compradores potenciales, pudiéndose enumerar al menos tres factores que contribuyen a esa asignación sesgada hacia el lado de los accionistas de la sociedad objetivo que presionan a los compradores a pagar el valor completo de las acciones descontadas: (1) la resistencia de la dirección ocupante, (2) la competencia potencial de oferentes rivales y (3) las expectativas de los propios accionistas de la empresa objetivo.

Uno de los efectos perniciosos que se argumentan en contra de las tomas de control es que las ganancias asociadas a la operación no suponen más que una transferencia de recursos, como examinaremos posteriormente. De acuerdo con la hipótesis de sobrepago, la entidad adquirente ofrece un precio por los activos de la empresa objetivo superior al verdadero valor de los mismos, produciéndose una transferencia de riqueza de los accionistas de la sociedad oferente a los de la entidad objetivo, por lo que la ganancia obtenida por estos últimos es igual a la pérdida de los primeros, en tanto que los costes de transacción de la adquisición suponen una disminución del valor de las empresas combinadas (Jensen, 1992, pág. 663).

Existe cierta evidencia que puede ser consistente con esta hipótesis, como el hecho de que el rendimiento anormal de las acciones de la empresa adquirida suele ser positivo y significativo, en tanto que a veces es negativo para la compradora[243]. Sin embargo, los resultados recogidos en los trabajos de Jensen y Ruback (1983) o Jarrell *et al.* (1988) sugieren un rendimiento próximo a cero para la compradora, sin que existan caídas significativas en su valor de mercado. Por otra parte, los estudios que analizan de forma conjunta las ganancias/pérdidas de las empresas objetivo y oferente encuentran que, por término medio, la sociedad resultante experimenta un incremento significativo de valor con posterioridad a la toma de control, lo que es inconsistente con la hipótesis de sobrepago (Malatesta, 1983; Bradley *et al.*, 1983 y Healey *et al.*, 1992).

Black (1989, págs. 614-622) presenta un modelo en el que se expone como el sobrepago puede ser la causa de las ganancias asociadas a un proceso de adquisición en el que a la vez también concluye que las empresas que sobrepagan probablemente serán objetivo de toma de control en el futuro[244], de forma que el propio funcionamiento del mercado de control empresarial, con el tiempo, eliminará las sociedades adquirentes que sobrepagan, actuando de igual forma el proceso de retiro de la vida activa

[243] El estudio realizado por Clark y Ofeck (1994, pág. 561) en el que encuentran unos resultados muy pobres para las empresas oferentes tras los procesos de reestructuración, con posterioridad a la fusión con entidades objetivo que atraviesan dificultades financieras, en parte es achacado al posible sobrepago por la empresa adquirente.

[244] Mitchel y Lehn (1990) encuentran evidencia empírica que se puede interpretar a favor de este resultado ya que las empresas que han sido objetivo de toma de control realizaron adquisiciones deficientes en momentos pasados, quizás

de los directivos que sobrepagan; si bien, este segundo mecanismo es mucho más lento y además siempre aparecerían en el mercao laboral nuevos directivos dispuestos a pagar en exceso.

Cabe enumerar varias explicaciones que sustentan el hecho de que ocurra un pago en exceso por los activos de la sociedad objetivo (Black, 1989, págs. 624-626):

a) El optimismo directivo y la incertidumbre sobre el valor[245]. Dado que el valor de la empresa objetivo es desconocido ex ante, cada comprador potencial estima su valor basándose en la información disponible, pero únicamente realizarán ofertas aquellos adquirentes potenciales que crean que el valor de la empresa objetivo es mayor que el coste esperado de realizar una toma de control con éxito, ya que sólo de esta forma se incrementará su riqueza. Puesto que los directivos difieren en su grado de optimismo o pesimismo, cabe esperar que algunos habitualmente sean optimistas y probablemente sobreestimen el valor de la sociedad objetivo, en tanto que los pesimistas es menos probable que realicen ofertas de toma de control. La causa de ese optimismo de los directivos de la sociedad adquirente puede provenir de que previamente han tenido éxito en otros negocios, lo cual les anima a vencer la sobreaversión al riesgo que presentan los gestores empresariales derivada de la dificultad para diversificar su capital humano o financiero[246].

b) La ignorancia de los gestores de la sociedad oferente y la maldición del ganador (winner curse). En este caso el sobrepago se produce porque los compradores desconocen la teoría de subastas y por ello incurren en la "maldición del ganador", pues aún cuando estimen con exactitud el valor por medio de los activos de la empresa objetivo de toma de control, ganan la oferta principalmente cuando sobrevaloran el verdadero valor de dichos activos, por lo que por término medio tienden a sobrepagar. Cierto es que el proceso de aprendizaje, consecuencia de experiencias anteriores, podría limitar los errores cometidos, pero ni las operaciones de toma de control son muy repetitivas en el tiempo, ni el éxito o fracaso se ve con inmediatez[247].

c) La existencia de conflictos de agencia en la sociedad adquirente. En este caso, el afán de la entidad compradora por aumentar su tamaño y/o diversificar sus actividades, entre otras motivaciones que caen dentro de los argumentos propuestos por las teorías gerencialistas y reformulados por la teoría de la agencia, conduciría a un pago en exceso por la compra de la sociedad objetivo.

En opinión de Jensen (1991) hay razones para creer que el sobrepago sistemático por parte de la sociedad adquirente se pueda producir hacia el final de una ola de tomas de control por un fallo contractual entre los negociantes del acuerdo (deal-makers) y los directivos, de forma que los contratos

---

por causa de pagar por las sociedades compradas más de lo debido.

[245] Esta causa del sobrepago podría relacionarse con el argumento *hubris* de Roll (1986) que examinaremos posteriormente. Sin embargo, la diferencia principal entre ambos radica en que en el modelo de Roll todos los mercados son eficientes en forma fuerte, en tanto que para Black el sobrepago se puede producir debido a la imperfección de los diferentes mecanismos de control.

[246] Varaiya (1988) muestra que los compradores que tienen éxito en su negocio, medido por un rendimiento anormal positivo con anterioridad al anuncio de compra, es más probable que sufran caídas en el precio de las acciones de su empresa a consecuencia de sus operaciones de adquisición. Además, la evidencia de Melicher y Rush (1973, pág. 145) muestra que existe correlación positiva entre la prima pagada por la entidad oferente y su rentabilidad contable histórica.

[247] La evidencia de Varaiya (1988) de que la disminución del precio de la acción del adquirente (lo que sugiere sobrepago) está correlacionada con una alta variación en las estimaciones que realizan los analistas acerca de las ganancias de las empresas objetivo supone un hecho a favor de este argumento. En otro trabajo, Giliberto y Varaiya (1989) encuentran resultados que indican que las oferentes *ganadoras* suelen aumentar según lo hace el número de competidores, como predice la teoría, y que los niveles de oferta de *todas* las adquirentes aumentan con incrementos en la competencia, lo que es consistente con el hecho de que las compradoras fallan en ajustar su precio a causa de la maldición del ganador.

evolucionan por una senda que conduce a remunerar a los negociantes y directivos por realizar acuerdos más que por alcanzar acuerdos con éxito[248].

Una explicación muy relacionada con el argumento del sobrepago es la hipótesis hubris de Roll (1986, 1987). Aún cuando la presentación de la oferta de toma de control por parte de la sociedad adquirente se fundamenta en la creencia de que es posible lograr sinergias, disciplinar a la dirección de la sociedad objetivo, u obtener otro tipo de ganancias derivadas de la operación, la realidad puede ser bien diferente. El hecho de que con anterioridad a la oferta el precio de mercado de las acciones de la empresa objetivo refleja cualquier ganancia posible derivada de la combinación (eficiencia informativa fuerte del mercado de valores) pone en tela de juicio que el intento de adquisición se realice pagando un precio habitualmente superior al de mercado. La causa de este comportamiento de la entidad compradora radica en que ha cometido un error de valoración porque el decisor individual[249] está "infectado de orgullo y arrogancia" (hubris), en su creencia de que su valoración es correcta en tanto que es errónea la estimación del valor realizada por los demás individuos (el mercado). Un posible remedio para tal comportamiento pudiera ser la posibilidad de que el directivo se abstuviera de ofrecer en el proceso de compra un precio por encima del precio de mercado si se diera la situación de que pudiera haber aprendido de los errores cometidos en ofertas anteriores, pero este aprendizaje es muy limitado dado que el directivo dispone de pocas oportunidades durante su trayectoria laboral para realizar actividades de adquisición empresarial.

Las implicaciones que se derivan de la hipótesis hubris son las siguientes[250]:

a) El precio de mercado de la empresa objetivo aumentaría al anunciarse una propuesta de adquisición que no hubiera sido anticipada por el mercado y descendería al nivel pre-oferta, o inferior, si el primer intento de compra no tuviera éxito y no se produjeran ofertas posteriores, manteniéndose en caso contrario.

b) Si suponemos que la oferta no ha sido anticipada por el mercado y que no comunica otra información sobre la empresa compradora que el hecho de estar buscando una sociedad objetivo particular, cabría esperar que el precio de los títulos de la adquirente experimentara una disminución en el momento del anuncio de la oferta, se elevara si la oferta fracasa o es abandona, y cayeran de nuevo en caso de que finalmente ganara la oferta de toma de control.

c) Si realmente no existiera ninguna ganancia realizable por medio de las operaciones de tomas de control, el incremento medio de valor logrado por la sociedad objetivo sería más que compensado por la disminución media en el valor de la empresa oferente, con lo que la entidad resultante de la compra sería de menor valor que las partes que la forman. A ello habría que añadir los gastos derivados del proceso de toma de control, con el fin de valorar la pérdida social neta agregada consecuencia de la adquisición.

---

[248] Kaplan y Stein (1990) encuentran algún resultado consistente con esta idea para el caso de las tomas de control por medio de LBO, pues las operaciones realizadas entre 1986 y 1988 fueron a mayor precio y tuvieron una mayor probabilidad de experimentar dificultad financiera que las ocurridas entre 1980 y 1985 (citado en Jensen, 1992, pág. 663).

[249] Las tomas de control representan decisiones individuales de empresas oferentes en contraposición al comportamiento del mercado en su conjunto (Roll, 1986, pág. 199).

[250] Ver en Roll (1986, págs. 202-212) una interpretación de la evidencia empírica de los trabajos que emplean la técnica del estudio de sucesos del comportamiento del precio de las acciones de las empresas objetivo y oferente, así como del conjunto, a la luz de la hipótesis *hubris*.

Suponer que todas las operaciones de toma de control vienen desencadenadas por el hubris de la dirección de la empresa oferente, es decir, por errores de valoración sin que existieran razones económicas que sustentasen la adquisición, implicaría la ineficiencia del mercado de control empresarial, con lo que si los accionistas de la sociedad adquirente fuesen conscientes de este hecho prohibirían a su dirección emprender las operaciones de toma de control[251]. Analizando la evidencia disponible parece que este hecho no ha ocurrido, por lo que cabe concluir que la explicación basada en hubris no es la única válida para los procesos de adquisición.

Frente a la hipótesis de sobrepago por hubris, Chatterjee y Lubatkin (1990, pág. 257) sugieren que "los oferentes cuyas acciones son de mayor valor relacionadas con una objetivo están claramente en una mejor posición para sobreofertar a sus compañeros menos relacionados en tanto que aún retienen parte del valor económico de la fusión". Según Limmack y McGregor (1995, pág. 181) esta visión es consistente con la presencia de información asimétrica: los oferentes relacionados es más probable que tengan una previsión más fiable de la corriente de ganancias de la adquisición que los adquirentes no relacionados. Dickie y Shaked (1987) también sugieren que una empresa oferente no relacionada estará menos enterada del entorno competitivo y de las dificultades de producción y distribución específicas asociadas con la sociedad objetivo. Si dicho sobrepago ocurre, entonces cualquier muestra de ofertas completadas sesgará hacia arriba los resultados de aquellos que han sido afectados por la "maldición del ganador", al igual que por la misma razón los rendimientos posteriores a la fusión estarán negativamente sesgados. En resumen, lo que se quiere expresar, según Limmack y McGregor (1995), es que los accionistas de las empresas compradoras es probable que obtengan rendimientos diferenciales dependiendo de si la adquisición se produce sobre una sociedad relacionada o no relacionada.

Tanto las teorías directivas como las del sobrepago sugieren que todas las adquisiciones conducirán a disminuciones para los accionistas de las sociedades oferentes y que estas pérdidas serán mayores cuando llevan a cabo compras no relacionadas. La teoría de eficiencia propuesta por Demsetz y la teoría colusiva propuesta por Bain *et* al, sugieren que las ofertas de las empresas adquirentes relacionadas con el potencial de ganancias de los accionistas de las sociedades adquirentes implica que la probabilidad de sobrepago se reduzca. Una teoría opuesta es la que sugiere que las adquisiciones en negocios no relacionados pueden resultar mejor que las adquisiciones en negocios relacionados, como propone Hughes (1989).

El hecho o la simple posibilidad de que se produzcan ofertas competidoras, es una característica importante del proceso de toma de control, teniendo como consecuencia inmediata que cualquier comprador no puede estar seguro de conseguir alcanzar el control de la sociedad objetivo a un precio barato, lo cual puede desembocar en el sobrepago. Por el contrario, debe estar preparado para aceptar que una parte sustancial de las ganancias derivadas de la operación de adquisición las consigan los accionistas de la sociedad objetivo. Del hecho de la disputa por el control se deriva que, tanto la oferta como las contraofertas, o el esfuerzo realizado por el primer adquirente para disuadir a los rivales potenciales de entrar en la lucha, tiene como consecuencia el que la oferta inicial sea elevada (Fishman, 1990) lo que se traduce en una prima de toma de control por encima de la que sería adecuada. Además, cuando la oferta se desarrolla en un marco de un único oferente, el comportamiento de free-rider por parte de los accionistas de la sociedad objetivo (Grossman y Hart,

---

[251] Si los costes del proceso de toma de control son relativamente pequeños, el motivo de *hubris* tan sólo supone una transferencia de riqueza de la sociedad adquirente a la empresa objetivo. Si los accionistas poseen carteras adecuadamente diversificadas, serían indiferentes ante las tomas de control motivadas por esta causa (Roll, 1986, pág. 214).

1980) constituye una explicación complementaria del por qué ofrecer una prima de toma de control elevada[252].

De acuerdo con Burkart (1994, pág. 1), una causa directa de la división desigual de las ganancias en las OPAs es la importancia de la participación inicial, es decir, de las acciones adquiridas con anterioridad a la OPA, dado que son la única garantía de fuente de beneficios, demostrando cómo la presencia de posiciones iniciales afecta a la competencia entre los posibles adquirentes. La explicación radica en que en las ofertas hostiles, modelizadas como una subasta inglesa (u oferta de venta al segundo precio), puede conducir a resultados ineficientes. Ello es consecuencia de los incentivos a "sobreofrecer" por un comprador que posee parte del bien objeto de venta, es decir, a presentar una oferta por encima de su valoración del objeto. Al contrario, en la subasta inglesa estándar y en la subasta de venta a la oferta de segundo precio, un adquirente perdedor con una posición de propiedad con anterioridad al inicio de la lucha por el control no es indiferente acerca del precio al que resulte adjudicada la sociedad. Como un perdedor de la subasta, él es un vendedor en potencia y tiene interés en aumentar el precio final que se asigne al objeto. Una forma de asegurar un mejor precio es que él presente una oferta mayor; sin embargo, adoptando esta estrategia de aumento del precio incurre en el riesgo de ganar la lucha en lugar de lograr simplemente un mejor precio de venta. Esos resultados no deseados de la subasta producen una asignación ineficiente del objeto de negociación.

Aún cuando el trabajo realizado se centra fundamentalmente en una lucha de toma de control entre dos oferentes competidores, en la cual tan sólo uno de ellos posee participación inicial, el mecanismos subyacente también se mantiene para análisis más generales[253].

Por lo tanto, que se produzcan sobreofertas en las luchas por la toma de control debido a la posesión de una cierta propiedad de acciones suministra una explicación para la observación de que los oferentes ganadores tienden a sobrevalorar la sociedad objetivo[254].

Contrariamente al argumento hubris (Roll, 1986), la explicación del "sobrepago" aquí propuesta no descansa en hipótesis sobre el comportamiento de la dirección sino que surge del comportamiento racional individual, es decir, de la búsqueda de la maximización de la ganancia.

Una explicación alternativa para el fenómeno de que el que triunfa en una lucha por el control tiende a pagar más que la riqueza que le genera el bien comprado es la maldición del ganador. En una subasta de valor común[255] cada oferente recibe una señal con ruido del valor común del bien. Sin embargo, si los oferentes actúan de forma racional, tendrán en consideración este problema de selección adversa y realizarán sus ofertas un poco más bajas, con el fin de evitar la maldición del ganador. Por contra, el trabajo de Burkart (1994) demuestra que la maldición del ganador puede ocurrir aún en el caso de una subasta de valor privado con independencia del hecho de que los adquirentes actúen con racionalidad completa (que las valoraciones de los oferentes son

---

[252] Estas explicaciones están en concordancia con la evidencia empírica, pues los estudios desarrollados para los mercados de valores, fundamentalmente los realizados en EE.UU., encuentran que la prima de toma de control para los accionistas de la empresa objetivo es de un 30%, con valores extremos del 100% (Jarrel *et al.*, 1988).

[253] Además, el hecho de sobreofertar, como fenómeno económico, no está restringido a las ofertas por el control entre dos adquirentes externos, sino que es extensiva a otras situaciones en las que también pueden ocurrir luchas por el control entre la dirección ocupante de la empresa y un inversor externo, o en el caso de las liquidaciones de negocios fracasados de acuerdo con el capítulo 7 del Código de Quiebra de EE.UU.

[254] Alguna evidencia empírica débil de rendimientos negativos de las acciones de las empresas adquirentes la proporciona, por ejemplo, el trabajo de Bradley *et al.* (1988).

[255] Burkart (1994, nota al pie nº 5) argumenta que las luchas por toma de control se describen de forma más apropiada como subastas de valor privado.

independientes e idénticamente distribuidas) y que cada oferente conoce su valoración. El ingrediente necesario es poseer una propiedad parcial antes de la oferta. Además, la introducción de la hipótesis de posesión de acciones con anterioridad a la oferta introduce varios elementos de realidad a los modelos existentes de luchas de oferentes por el control de una sociedad objetivo. Muy a menudo las partes adquirentes ya poseen acciones con anterioridad a la OPA[256]. Este análisis contribuirá a una mejor comprensión del papel de las participaciones previas en el proceso de toma de control, lo cual podría ser de alguna utilidad para los propósitos de regulación de estas operaciones, dado que las participaciones previas son los instrumentos más apropiados para influir en los incentivos de los asaltantes[257]. Aunque muchos modelos tratan la interrelación entre múltiples oferentes (consúltese el trabajo de Patt, 1989, para un resumen de la literatura), sólo unos cuantos estudios consideran el efecto de las participaciones iniciales en la competición entre oferentes[258]. Además, los trabajos de Dewatripont (1991) y Ravid y Spiegel (1992) muestran que la participación inicial puede servir de medio de pase efectivo de las sociedades oferentes rivales. Un primer oferente con una participación inicial dispone de una ventaja en un proceso de lucha entre varios oferentes, dado que necesita adquirir un menor número de acciones. Puesto que él logra algunos beneficios privados del control, este adquirente desea ofrecer una gran prima para ganar la batalla por el control. Sin embargo, los costes asociados con la adquisición de una participación previa previenen al primer oferente de comprar una participación suficientemente grande como para desanimar a todos los rivales potenciales. En el modelo de Dewatripont (1991) los costes se deben a las imperfecciones del mercado de capitales; en tanto que en el de Ravid y Spiegel (1992) atribuyen los costes de comprar una participación inicial a su efecto positivo sobre el precio de mercado de la acción, lo que se refleja en definitiva en un aumento del precio que el adquiriente tiene que pagar por la oferta del segundo tramo.

La modelización que presenta Burkart (1994) se diferencia de los dos modelos mencionados anteriormente en dos aspectos: supone que la competencia entre oferentes tiene lugar en un marco de información completa y restringe de forma exógena las estrategias de las sociedades oferentes.

A pesar del hecho de que un oferente posea una participación previa, nunca pagará por encima del nivel de precio para el cual es justamente indiferente entre comprar y vender, es decir, nunca comete un exceso en el precio de oferta de su valoración sobre la empresa objetivo. Esto es lo más asombroso bajo información completa, que no hay un riesgo obvio implícito de sobreofertar, dado que la valoración del oponente es mayor. Las restricciones en las estrategias de las sociedades oferentes implican inmediatamente que la lucha de adquirentes asegura una asignación eficiente. Por contra, este trabajo muestra que los resultados difieren sustancialmente si se relaja esta hipótesis restrictiva: cuando se permite que los adquirentes potenciales oferten por encima del valor umbral al cual son indiferentes con relación al resultado, ocurre realmente una sobreoferta[259]. Una consecuencia del incentivo a sobreofertar es que la subasta podría conducir a una asignación ineficiente.

---

[256] El estudio de Bradley, *et al.* (1988) expone que más de la mitad de las empresas adquirentes tenían una participación previa, y el tamaño medio de dicha participación fue del 9'8%.

[257] Esto se deriva del hecho de que la fuente primaria de ganancia para los oferentes son las participaciones previas, cuyo tamaño resulta efectivamente limitado por el umbral legislativo de revelación de la participación significativa (Burkart, 1994, pág. 4).

[258] El papel de la apuesta inicial en el capital dentro de un marco de un único oferente ha sido analizado por Shleifer y Vishny (1986), que muestran en su artículo cómo las participaciones iniciales son un medio de evitar el problema de *free-rider* reconocido en el trabajo de Grossman y Hart (1980). Chowdry y Jegadeesh (1989) también emplean la participación inicial para burlar el comportamiento de *free-rider* pero, a diferencia del trabajo de Shleifer y Vishny (1986), endogenizan el tamaño de la participación y la emplean como un mecanismo de señal.

[259] El comprador con una participación parcial tiene un incentivo a ofrecer un precio superior a su valor umbral, con

El estudio de Singh (1993) también identifica la posesión de propiedad parcial como una fuente que conduce a sobrepagar dentro de un esquema de información asimétrica de una parte, en el que es públicamente conocido que los propietarios de bloques son inversores pasivos. Su marco de análisis admite que el propietario del bloque accionarial esté constituido por un externo capaz de generar sinergias, y que a la vez sea la dirección ocupante. Esto permite una interpretación más rica de los resultados del sobrepago, porque los diferentes casos están incluidos todos en el presente estudio realizado a partir de dos oferentes externos con información asimétrica por ambas partes. Además, Singh discute diferentes procedimientos de venta y considera las relaciones entre sobrepago por un propietario de una participación accionarial importante (bloque) y otras medidas defensivas que una empresa objetivo podría emplear, así como sus implicaciones para la prima de la oferta inicial.

Otros trabajos como el de Chowdhry y Nanda (1993) también derivan el incentivo a sobrepagar aunque dentro de un marco completamente diferente. En su modelo la deuda sirve como un compromiso para realizar una oferta agresiva en una lucha posterior, siendo el beneficio de esta estrategia el hecho de que podrían disuadir a los rivales potenciales, en tanto que el coste es que el adquirente podría finalizar pagando un precio por encima de su valoración si aparece un rival. Sin embargo, como la toma de control se considera que se financia exclusivamente con una nueva emisión de deuda de igual prioridad (seniority), los accionistas transfieren parte de las pérdidas a todos los acreedores existentes.

Otras aplicaciones diferentes de la modelización de Burkart (1994, págs. 36-40) son las siguientes:

a) Una interpretación alternativa de los resultados del sobrepago es en términos de una empresa que es poseída por un único gran accionista junto con muchos pequeños accionistas. En casos donde un único oferente intenta tomar el control de la empresa ante la presencia de un gran accionista, suministra una solución a un problema posterior de free-rider que muestran los pequeños accionistas. Supongamos que hay una empresa participada con una estructura de propiedad ampliamente distribuida cuyo valor de las acciones bajo la gestión de la actual dirección es nulo y existe un único oferente externo que no posee ningún título con anterioridad a la OPA. Una vez que la empresa está bajo su control, el valor de los títulos de los accionistas minoritarios es cero; es decir, los beneficios de los títulos son cero.

Si representamos por E el beneficio privado de control por acción del oferente y suponemos que el valor de una acción bajo la dirección actual, así como el valor tras la toma de control sobre el accionariado minoritario, constituyen un conocimiento común, en tanto que el tamaño de E es una información privada del adquirente, en caso de que la propiedad estuviera únicamente compuesta por accionistas minoritarios, el oferente podría tomar control de la objetivo a un precio marginalmente por encima de cero. En esta situación todos los accionistas minoritarios venderían sus acciones, dado que el precio ofrecido es algo superior al valor de la acción para estos[260].

Si partimos del mismo problema anterior pero permitiendo que exista un gran accionista, debido a su importante participación en la propiedad, resultan sustanciales las ganancias de forzar al oferente a luchar para el gran accionista, deseando asumir el riesgo de tener que comprar la empresa para obtener un mayor precio de venta para su participación inicial. De hecho, el gran accionista adopta una

el fin de evitar aumentar el rendimiento conseguido al vender su participación previa.

[260] Además, ninguno de los pequeños accionistas cambia la oferta mediante una contraoferta que suponga un aumento del precio a pagar para inducir hacia otra oferta superior. Para un accionista minoritario, el riesgo de tener que comprar toda la empresa, si el adquirente inicial retira su oferta, sobrepasa los beneficios que obtendría como consecuencia del aumento del precio.

estrategia de sobrepago. Así pues, un gran accionista mitiga el problema de free-rider de extracción de las ganancias privadas de un único oferente[261].

b) Otro caso en el que surge el sobrepago se deriva directamente de una pequeña modificación del razonamiento anterior en el sentido de suponer que el gran accionista no sólo es un mero inversor sin ningún interés en dirigir la sociedad, sino que es la dirección ocupante que posee acciones y obtiene determinados beneficios privados como consecuencia de detentar el control. En este contexto de control entre un accionista externo (outsider) y la dirección ocupante con una participación en la propiedad previa, ésta última adoptará una estrategia de sobrepago, y por lo tanto logrará que la toma de control sea más costosa para el accionista externo. Además, comparado con el precio de la acción antes de la lucha por el control, la dirección ofrece una prima doble, porque: al igual que en Grossman y Hart (1987), la lucha por la toma de control fuerza a la dirección ocupante a ofrecer a los accionistas algo en compensación de sus beneficios privados del control (efecto extracción de la ganancia, en terminología de Grossman y Hart); y además, la dirección sobrepaga dada su valoración, con independencia de si es consecuencia de beneficios privados de control o de beneficios por la posesión de acciones.

Un nuevo contexto en el que el sobrepago supone una explicación plausible es en el proceso de liquidación de acuerdo con el capítulo 7 de la Ley de Reforma de Quiebra de 1978 de EE.UU. Cuando una empresa entra en liquidación de acuerdo con el capítulo 7, un síndico de la quiebra, nombrado por un tribunal de justicia, vende los activos de la empresa y distribuye el dinero entre los acreedores de acuerdo con la "Regla de prioridad absoluta". El síndico o liquidador organiza la venta por medio de solicitudes de ofertas de dinero por los activos de la empresa y cualquiera es libre de participar en la subasta[262]. Las subastas de quiebra se fundamentan sobre la base de que conducen a resultados eficientes, es decir, que los activos de la empresa son vendidos a los oferentes para los cuales su uso es el de mayor valor. Aghion, *et al.* (1992) apuntan que debido al problema de financiación y al problema de escasez de competencia, las subastas en los procedimientos de quiebra difícilmente se producen de forma eficiente. El mencionado estudio suministra otra razón por la cual podría darse este caso: cuando los activos de la empresa son subastados, los acreedores de la misma están en una posición similar a un gran accionista, de forma que el rendimiento que ganan con sus apuestas, y por ende, la medida en la que pueden recuperar sus créditos, depende del precio de venta. Por lo tanto, como vendedores netos que son tienen un fuerte interés en adoptar una estrategia de aumento del precio, es decir, de presentar una oferta con el único propósito de aumentar el precio de venta, lo cual es particularmente cierto para los acreedores menos protegidos (junior) y no asegurados, dado que no confían en que sus derechos de cobro sean recuperados por completo.

c) Aún en un marco de información perfecta, con el fin de restringir las estrategias de oferta a los niveles donde un oferente es indiferente entre ganar o perder la lucha por el control, como en Dewatripont (1991), o Ravid y Spiegel (1992) o Zingales (1993), no es extraño que se produzca el sobrepago. Sin embargo, incluso en un marco de información completa, un precio donde el oferente perdedor es indiferente entre vender su participación previa o adquirir la sociedad objetivo, resulta uno entre otros muchos posibles resultados. Cualquier precio entre las dos valoraciones de los oferentes se puede soportar como un equilibrio mediante elección de creencias apropiadas. Supongamos, por

---

[261] Debemos remarcar que este problema de *free-rider* difiere del discutido por Grossman y Hart (1980), aunque Shleifer y Vishny (1986) muestran que una gran participación accionarial que internaliza los costes de toma de control también resuelve dicho problema.

[262] Antes de la Ley de insolvencia de 1986, la legislación de quiebra del R.U. tenía similares disposiciones para liquidar la empresa, como se recoge en Aghion, *et al.* (1992).

ejemplo, que sólo un oferente posee una participación previa y su valoración es menor que la valoración de su rival; entonces otro resultado posible es que el oferente con la participación inicial continúe aumentando la oferta hasta que sea extraído por completo todo el excedente del rival. De hecho, esta solución de extracción completa de la renta es el único equilibrio de subjuego perfecto del juego de oferta bajo información completa, ilustrando la robustez del efecto del sobrepago.

Para ignorar la posibilidad de que el sobrepago está restringido o limitado, prescindiremos de si la lucha por el control tiene lugar bajo información completa o incompleta. La diferencia entre los dos marcos informativos es que en el primero una asignación ineficiente no es verosímil; es decir, con información completa uno esperaría que las partes negociaran, si la subasta conduce a una asignación ineficiente. Sin embargo, en la medida que el análisis permita que las partes negocien tras la subasta, no elimina los incentivos a incurrir en sobrepago, sino que más bien, las partes anticiparán el resultado de la negociación tras la subasta y pararán el proceso de oferta en el precio al cual se produciría regateo. Este precio dependerá del poder de negociación respectivo de las dos partes, y el sobrepago sólo se excluye si todo el poder de negociación es asignado al comprador con la mayor valoración.

Por lo que respecta a la evidencia empírica del problema del sobrepago en las tomas de control, siguiendo a Burkart (1994, págs. 40-41), si examinamos el rendimiento medio de las empresas oferentes en una OPA, generalmente éste es pobre en relación con la prima que ganan los accionistas de la sociedad objetivo (ver Stulz, *et al.* 1990; Bradley, *et al.* 1988). En su conjunto, la evidencia muestra que los rendimiento medios de las entidades adquirentes, en operaciones en las que se producen luchas por parte de múltiples oferentes, es menor que en las tomas de control realizadas por un único oferente; y durante la década de los años ochenta los ganadores de luchas con múltiples oferentes sufrieron una pérdida significativa. Estas pérdidas significativas se han atribuido en otros trabajos a un aumento de la competencia entre las empresas compradoras. Sin embargo, la intensa competencia por sí solo, sin algún otro ingrediente, sólo puede explicar una dilución de los rendimientos en exceso. Por tanto, los rendimientos negativos de las sociedades adquirentes sugieren que realmente el sobrepago ocurre en algunos casos, como defiende Bukart (1994).

Por otra parte, el trabajo de Stulz, *et al.* (1990) también analiza el impacto que las posesiones de acciones con anterioridad a la oferta tienen sobre la división de las ganancias. Dada la ganancia total de la toma de control, la propiedad de la empresa oferente tiene un efecto negativo en el rendimiento de la sociedad objetivo, implicando un efecto positivo en los rendimientos de la adquirente. El resultado negativo significativo para el conjunto de la muestra parece surgir del problema de disuasión de la participación inicial (es decir, la propiedad de la adquirente) significativamente mayor en el caso de una oferta de sociedad compradora única que parece desalentar de forma efectiva a rivales posteriores. Sin embargo, este efecto negativo no es significativo para la submuestra de luchas de múltiples oferentes. Aunque esos resultados de la propiedad de la adquirente no sostienen la hipótesis de sobreinversión o de sobrepago, los de Stulz, *et al.* (1990) no son suficientemente claros tampoco para rechazar la hipótesis. Para ello no debemos olvidar que: (a) el modelo presentado también predice que los rendimiento esperados de la sociedad oferente serán crecientes con su apuesta inicial, a pesar del sobrepago; y que (b) la proposición de sobrepago se refiere a posibles resultados y no es una predicción sobre los resultados medios. En cambio, la hipótesis de este trabajo es que las pérdidas en luchas por el control en las que participan múltiples oferentes son causadas por la presencia de una participación previa. Por lo tanto, empíricamente uno esperaría encontrar que las compradoras que obtienen una pérdida en los procesos de tomas control de múltiple oferta tuvieran una mayor probabilidad de que poseyeran una inversión inicial frente a otras ofertas de lucha de múltiples adquirentes.

2.-Los procesos de toma de control como alternativa a otras formas de reestructuración empresarial (insolvencia y quiebra).

Si una empresa experimenta dificultades financieras u operativas existen diversos cursos de acción potenciales que puede adoptar para resolver dicha situación. Así, una salida es la reestructuración voluntaria de sus operaciones (John *et al.*, 1992; Donaldson, 1990), otra alternativa la constituye la reestructuración de sus operaciones y de los derechos financieros bajo la protección de la legislación de los tribunales mediante el procedimiento de declaración de quiebra (Weis, 1990) o incluso una reestructuración privada del endeudamiento, es decir, sin intervención judicial (Gilson, *et al.* 1990).

La explicación que abordamos como objeto central de análisis en este apartado es la fusión de las operaciones de la entidad que presenta algún tipo de dificultad financiera con las de la empresa adquirente como medio de reestructuración de empresas que atraviesan dichos problemas. En el estudio de Clark y Ofeck (1994, págs. 541-542) sobre una muestra de 38 tomas de control ocurridas en el período 1981-1988 que se identificaron que tenían como finalidad reestructurar empresas objetivos en dificultades financieras se examinaron diversas medidas del resultado (performance) obtenido con posterioridad a la fusión para la combinación de empresas y para el hecho de que la sociedad objetivo hubiera logrado continuar sus actividades de forma independiente. Todas las medidas del resultado dan que las fusiones no tuvieron éxito, pareciendo que no son tan negativos una vez que se ajusta con los datos sectoriales, ofreciendo evidencia de que gran parte del resultado pésimo alcanzado tras la fusión se debe a factores relacionados con el sector. No obstante, de su evidencia no se puede extraer la conclusión de que las fusiones son una elección pobre como medio de reestructuración, dado que se desconocen las tasas de éxito o las consecuencias de métodos alternativos de reestructuración sobre el bienestar social.

Otros resultados a destacar de su investigación es que el mercado muestra alguna capacidad para prever el éxito de la reestructuración[263]: la posibilidad de toma de control hostil es menor y mayor el número de compras entre sociedades objetivos y adquirentes del mismo sector. Por contra, los rendimientos anormales de empresas oferentes y objetivos durante el período de anuncio, así como la proporción de ofertas que son disputadas, son todos ellos similares a los encontrados para los estudios de adquisiciones en general. Además, estos autores identifican varios factores que determinan el éxito o fracaso de la reestructuración[264].

Bruton *et al.* (1994) examinan adquisiciones de empresas quebradas de negocios relacionados en las que el adquirente dispone de experiencia previa, logrando un mejor resultado, pero la relación de negocios y la experiencia en adquisiciones anteriores no tienen un efecto en el resultado de un grupo de 46 empresas que no quebraron, por lo que cabe concluir que el conocimiento tácito sobre el proceso

---

[263] Examinado a través del rendimiento anormal en el período de anuncio para las acciones de la empresa oferente, pues está relacionado positiva y significativamente con los rendimientos obtenidos por las sociedades adquirentes con sus inversiones en las empresas objetivos, por lo que parece que el mercado identifica los intentos de reestructuración que no van a tener éxito en el momento en que estos se inician (Clark y Ofeck, 1994, pág. 542).

[264] El tamaño de la prima que paga la adquirente por la objetivo se relaciona negativamente con el éxito tras la fusión, lo que implica que se produce un sobrepago que perjudica a la capacidad de las sociedades oferentes para realizar reestructuraciones con éxito en las empresas objetivo con dificultades financieras; es mayor la probabilidad de éxito en las entidades objetivo que atraviesan dificultad financiera que aquellas que sólo tienen dificultades operativas; hay mayores niveles de apalancamiento tras la fusión para las empresas fusionadas cuanto peor es el resultado; los compradores de las empresas en dificultades rara vez ganan privilegios, pero dichos privilegios aumentan la probabilidad de éxito de la reestructuración; y cuanto menor es el tamaño de la empresa objetivo con relación a la sociedad adquirente mayor es la probabilidad de éxito.

mismo de adquisición, y sobre cómo integrar y gestionar los activos de empresas quebradas, pueden ser las claves para la adquisición con éxito.

Algunos autores examinan las operaciones de fusión como una alternativa "civilizada" de la que disponen las empresas en dificultades financieras frente a la situación irreversible del proceso de quiebra (Shrieves y Stevens, 1979; Pastena y Ruland, 1986; Billingsley, *et al.* 1988; entre otros). En este sentido, la quiebra y la fusión se analizan como mecanismos alternativos con los que lograr la reestructuración de las actividades de una entidad en dificultades. Más concretamente, una empresa con una situación financiera delicada se fusiona o adquiere otra sociedad gestionada adecuadamente, con la esperanza de que dará un giro a la marcha del negocio. Analizada de esta forma, la fusión viene a ser de nuevo un mecanismo para desplazar, o al menos modificar, la actuación de una dirección ineficiente de una forma más económica[265], ahorrándose los costes directos e indirectos de la quiebra, que incluirían los costes legales y administrativos, la pérdida de valor por la liquidación de activos, la pérdida de cantidades deducibles fiscalmente y los efectos adversos en las relaciones comerciales de la empresa con sus proveedores y clientes (Shrieves y Stevens, 1979).

Desde la perspectiva de Jensen (1988b, pág. 23) la toma de control, en términos generales, es un medio más económico que la quiebra para proceder a la reestructuración, sin tan siquiera necesidad de que existan dificultades financieras en el momento de producirse la adquisición. En caso de ocurrir la compra de una sociedad objetivo, lo que supone es simplemente una anticipación a una situación futura que demandaría con toda seguridad una reestructuración empresarial.

Podemos plantearnos si la selección entre los dos mecanismos alternativos (quiebra y fusión) se escoge en función de los intereses de los accionistas de la entidad objetivo o más bien de su dirección (Pastena y Ruland, 1986). Aunque parece que desde el punto de vista del accionariado sería preferible la fusión, la alta dirección puede considerar que sus propios intereses se logran mejor a través de la consumación del proceso de quiebra, ya que los directivos no aceptarán de buen grado la pérdida de control ni su cese en su puesto de trabajo, pues la evidencia parece mostrar que se produce con mayor rapidez en las empresas adquiridas que en aquellas que van a la quiebra y posteriormente emergen con éxito de la misma. La prevalencia de los intereses de uno u otro grupo vendrá influida por la estructura de propiedad de la empresa y determinará en última instancia la opción elegida, siendo de esperar que en las empresas controladas por la dirección (baja concentración de la propiedad) los gestores actuarán en su propio beneficio y optarán por el proceso de quiebra. Parece ser que el sobrepago por parte de la entidad objetivo es una de las causas que ayudan a explicar el pobre resultado de la reestructuración (Clark y Ofek, 1994, pág. 561).

Por otra parte, la evidencia presentada en el trabajo de Asquith *et al.* (1994) para una muestra de 102 sociedades que emitieron bonos de alta rentabilidad (bonos basura o *junk bonds*) durante las décadas de los años setenta y ochenta, y que posteriormente tuvieron dificultades financieras, procediendo a analizar las formas que las empresas en dicha situación emplean para tratar de evitar la quiebra (mediante reestructuraciones de la deuda de forma pública o privada, ventas de activos, fusiones y reducciones de gastos de capital), parece que uno de los resultados más sobresalientes es que existe una ligazón importante entre la estructura de endeudamiento de la empresa y la forma en la cual se resuelve la dificultad financiera.

---

[265] No obstante, para el caso de las empresas que atraviesan períodos con dificultades financieras se superponen como motivaciones algunas consideraciones fiscales o de estructura de capital, comentadas estas últimas posteriormente en este mismo capítulo.

En muchas ocasiones, una fusión presenta una analogía con la venta del 100% de los activos de la empresa, pero al menos existen dos diferencias significativas: los directivos pueden tener menos incentivo a fusionarse que a vender una parte importante de sus activos, dado que en una fusión es muy probable que pierdan su puesto de trabajo; y además, en la fusión el adquirente casi siempre asume la deuda de la sociedad objetivo y, por tanto, disminuye el riesgo de la deuda. Cualquier comprador potencial desearía evitar realizar esta transferencia de riqueza de los accionistas a los acreedores, lo cual se puede lograr condicionando la fusión a una reestructuración de la deuda. Sin embargo, los propietarios de deuda pública tienen grandes incentivos para resistir en ofertas de intercambio relacionadas con las fusiones, pues si presentan resistencia a la adquisición y esta continua, sus deudas serán asumidas por la empresa adquirente y entonces elevarán su valor. Esto, que es un caso típico de comportamiento de free-rider, es más difícil de controlar para la empresa que procede a reestructurar deuda pública y con posterioridad se fusiona.

3.- Las explicaciones de la teoría de la estructura de capital desde la perspectiva de las operaciones de toma de control.

Un primer planteamiento de la influencia de la estructura de capital sobre las tomas de control es desde la perspectiva más clásica que podríamos denominar como "sinergias financieras". En este término se engloban varias explicaciones del por qué el crecimiento externo a través de una adquisición puede generar un incremento del valor. Para que los cambios en la estructura de capital derivados de una adquisición provoquen algún efecto sinérgico hemos de partir de la relevancia de la estructura de capital, bien sea por los ahorros fiscales que produce la deuda y que no se vean compensados por incrementos de los costes de quiebra[266] o de otros costes -como los de agencia-, bien por la utilización del endeudamiento como mecanismo de señal al mercado, o por otras causas relacionadas con los derechos de control[267].

Así, por una parte tendríamos las consecuencias derivadas de los cambios en la estructura de capital, por ejemplo, si la empresa adquirente financia la compra con la emisión de deuda, cuando la ratio de apalancamiento de la oferente resulta modificado como consecuencia de la estructura de capital de la sociedad objetivo (Sutton, 1983, págs. 160-161), si se adquiere una empresa con capacidad de endeudamiento infrautilizada (Mascareñas, 1992, pág. 12). También justifica Mascareñas (1992, pág. 11) y Weston, *et al.* (1990, pág. 198) el hecho de que la fusión aumenta la capacidad de endeudamiento de la empresa combinada por encima de la de las empresas individuales por el hecho de que las dos corrientes de efectivo normalmente presentan correlación menor que la unidad[268] (es la sinergia por reducción de riesgo a la que nos referiremos en el capítulo anterior), luego se reduce la variabilidad al combinar los activos, lo que provoca una disminución del riesgo de insolvencia y

---

[266] Precisamente Husson (1990, págs. 28-29) critica la existencia de sinergias financieras puesto que sólo se producirán si existe una estructura de capital óptima, lo cual sólo se mantiene en tanto que se produce el proceso de arbitraje entre economías fiscales y costes de insolvencia. Este autor obvia en su exposición otros costes de importancia derivados del endeudamiento, como es el caso de los costes de agencia.

[267] En cuyo caso, más que referirnos a la estructura de capital, emplearíamos el término de estructura de propiedad y control.

[268] Si bien parece que si la deuda es arriesgada, la mayor seguridad de la empresa supone tan sólo una mayor protección para los acreedores, quienes verían aumentado el valor de mercado de sus títulos, por lo que no sería más que una transferencia de riqueza desde los accionistas de la sociedad objetivo.

aumenta por consiguiente la capacidad de endeudamiento. Lewellen (1971) expone este razonamiento por el hecho de que los prestamistas revisarán su tasa límite de préstamo[269].

La magnitud de los costes de transacción asociados a la obtención de financiación externa y el tratamiento impositivo diferencial de los dividendos son una condición para colocar efectivo excedentario de la empresa en una fusión[270] de sociedades cuyas actividades de producción tienen rendimientos marginales bajos con otras de elevados rendimientos marginales, lo cual ofrece un posible razonamiento para justificar la existencia de fusiones en conglomerado (Weston *et al.*, 1990, pág. 70; Williamson, 1970, págs. 142-145).

Una empresa de mayor tamaño puede alcanzar economías de escala en gastos de emisión y transacción de los títulos, además de un mejor acceso a los mercados de capitales (Levy y Sarnat, 1970, pág. 801) y mayor capacidad para salir con éxito en períodos de dura competencia, como consecuencia de las supuestas economías derivadas del gran tamaño (Scherer, 1980, págs. 104, 107-108; Hay y Morris, 1987, pág. 484; Brealey y Myers, 1991, pág. 827). Un problema similar derivado del tamaño es que los títulos de la objetivo tengan problemas de liquidez por la estrechez del mercado[271] (Mascareñas, 1992, pág. 13).

Otra de las motivaciones que se incluyen en el epígrafe de las sinergias financieras es lo que podríamos denominar como "el juego PER" que se basa en la adquisición de empresas en función del valor de su PER[272]. Si no existiese incertidumbre y se supone que el beneficio por acción de las empresas aumentará en el futuro a una tasa que será la misma para todas ellas, el precio por acción de cada sociedad sería un múltiplo de su beneficio por acción actual; es decir, todas las entidades tendrán la misma ratio PER. Sin embargo, en la práctica las empresas presentan ratios distintos debido a diferencias reales en cuanto a su capacidad de ofrecer rentabilidad en el futuro o a que dichas diferencias no pueden ser previstas perfectamente por los accionistas, siendo posible también asignar un PER bajo por el hecho de que la empresa pertenezca a un sector con poco atractivo o que genere unos resultados que están por debajo de los estándares establecidos por otras empresas del sector (Sutton, 1983, pág. 162). Lintner (1971) se apoya en las desviaciones del PER existentes antes de la operación de adquisición entre la sociedad objetivo y la adquirente como un elemento para justificar la sinergia, basándose en el argumento de que la ratio PER de la entidad fusionada será el más elevado entre los de la oferente y la adquirida, no la media ponderada, pero entonces el aumento se debe a un comportamiento ineficiente del mercado acerca de las verdaderas perspectivas de crecimiento de las empresas[273]. Tras la adquisición, los accionistas de la empresa objetivo sufren dilución de beneficios, a

---

[269] El caso contrario se produce cuando una empresa con excedentes de tesorería es objetivo de una adquisición, por la posibilidad que supone de que la compra se realice mediante un fuerte apalancamiento, dado que se puede usar el efectivo de la empresa adquirida para devolver a la sociedad oferente a su estructura de capital original mediante la amortización del exceso de deuda (Mascareñas, 1992, pág. 6), perdiendo el valor del efecto apalancamiento y a la vez disminuyendo el riesgo de insolvencia.

[270] Sin embargo, ello puede provocar problemas que examinaremos posteriormente al hablar del *free cash flow* o flujo de efectivo disponible por encima de las inversiones con VAN positivo.

[271] La fusión puede proporcionar títulos más líquidos o dinero en efectivo a los antiguos accionistas de la sociedad objetivo, que les permita poder diversificar mejor sus carteras; si bien, también podrían haber logrado el mismo objetivo si disponen de capacidad de endeudamiento personal con garantía de sus acciones.

[272] Sutton (1983, págs. 163-164) recoge resultados de estudios empíricos con relación al "juego PER".

[273] Si se está dirigiendo una empresa con un PER elevado, la razón será que los inversores anticipan un rápido crecimiento de los beneficios en el futuro, pudiéndose lograr este mediante la adquisición de sociedades con PER más bajo. Con ello, el resultado a largo plazo será menor crecimiento y disminución del PER, en tanto que a corto plazo la empresa adquirente puede alcanzar mayores beneficios por acción sin que baje su PER (Brealey y Myers,

la vez que la adquirente aumenta sus beneficios por acción, pero esta medida no es la relevante en el análisis de las fusiones (Copeland y Weston, 1988, pág. 691).

Elton, *et al.* (1981) consideran tanto los impuestos como los costes de quiebra y analizan el efecto del apalancamiento empresarial sobre el valor de la empresa aplicando la teoría preferencia tiempo-estado con mercados completos, utilizando un escenario multiperiodo. La reducción de los costes de quiebra y de los beneficios ante un aumento en la capacidad de endeudamiento suministran una motivación financiera para las fusiones, pero Higgins (1971) ha puesto en cuestión esta motivación, en tanto que Higgins y Schall (1975) muestran que si los intereses, una vez pedidos no son pagados, la quiebra sin coste ayuda a los acreedores dado que les suministra más pagos de intereses y a la vez disciplina a los accionistas. Además, con un coste de quiebra positivo, si los accionistas o los obligacionistas se benefician de una fusión depende del coste de quiebra de la empresa fusionada y de las empresas sin fusionar. Los autores derivan las condiciones bajo las cuales una fusión conduce a un aumento en la riqueza de los accionistas, así como otras condiciones en las que la riqueza de los accionistas disminuye como resultado de la fusión.

Sirva esta introducción referida al tema de las sinergías financieras para pasar a continuación a analizar con mayor detalle, a la vista de los trabajos publicados más recientes, las consecuencias de la estructura de capital/propiedad ante las tomas de control.

Abordar el tema de las sugerencias o motivaciones que la estructura de capital, o ampliando las miras y el concepto, que la estructura de propiedad y control, presentan para explicar las operaciones de fusión y adquisición no deja de ser tarea compleja, tanto por sus múltiples conexiones con otras teorías (fiscal, reducción o redistribución del riesgo, ruptura de contratos implícitos y su influencia sobre los costes de agencia de muy diversas formas) como por las variedades de maneras en las que la estructura de capital/propiedad se puede ver afectada o influir en una operación de toma de control (cambios en la estructuras de capital de las empresas fusionadas, forma de financiación de la toma de control con los consiguientes efectos de señalización, efectos de la deuda sobre la política de inversión de la empresa, entre otros). Al igual que algunos autores ven la decisión de fusión como una decisión de inversión Haley y Schall (1979, pág. 442) remarcan también su aspecto en la vertiente de la financiación empresarial en tanto que suponga sustituir las entidades fusionadas, con sus correspondientes acciones y deuda en circulación, por una nueva y única empresa, con sus propios títulos; si bien, ésto sólo se produce en fusiones que llevan aparejadas una liquidación de las entidades preexistentes. No obstante, el aspecto de la financiación es importante en el momento tanto de recabar recursos para acometer el proceso (cuestión básica en cualquier otra decisión de inversión), como por el hecho de que puede modificar en gran medida la estructura de capital de la empresa resultante frente a la de las firmas fusionadas.

Se hace imprescindible dado nuestro tema de investigación abordar la bibliografía que ha tratado las interrelaciones entre estructura de capital y mercado de control empresarial. Así, el artículo de Harris y Raviv (1991) en el que se recoge el estado de la cuestión acerca de la teoría de la estructura de capital reconoce que una de las áreas que emergen con mayor fuerza dentro de su estudio es la que se basa en consideraciones relacionadas con el control empresarial[274]. Trataremos a continuación de

---

1991, pág. 826).

[274] Los mencionados aurores reconocen que en los trabajos de Harris y Raviv (1988) y Stulz (1988) la estructura de capital afecta al resultado de las luchas de toma de control mediante el efecto que tiene con relación al reparto de votos (por lo que más bien deberíamos emplear el término estructura de propiedad). En dichos modelos se demuestra que la estructura de capital de la empresa afecta tanto al valor de la misma como a la probabilidad de adquisición, y a los efectos que dicha adquisición tendrá sobre el valor.

examinar con cierta profundidad algunos de los trabajos más relevantes en esta parcela explicativa del control empresarial[275].

El modelo propuesto por Harris y Raviv (1988) parte de la idea básica de que los directivos de la empresa objetivo de adquisición pueden influir (y de hecho lo hacen) en el tipo de intento de toma de control (OPA o lucha por la delegación de votos), así como en la probabilidad de éxito, proceso que realizan mediante el empleo en diferente grado de varios mecanismos de resistencia que tienen a su disposición. Esas estrategias de resistencia se basan en una compensación entre las ganancias potenciales que pueden generar sobre el valor de la empresa (y de la dirección, en la medida que participe en la propiedad de la misma) como consecuencia de una mejor asignación o empleo de los recursos tras la toma de control; enfrentadas a la pérdida de algunos beneficios personales (lo que en la literatura a menudo se denomina como "beneficios de control") por parte de la dirección ocupante. El encadenamiento de razonamientos es que las ganancias potenciales y los beneficios derivados del control implican una estrategia determinada de resistencia, que a su vez afectará al método de toma de control elegido por la sociedad oferente así como al resultado de la misma, lo que en última instancia se traducirá en unos efectos sobre el resultado (éxito o fracaso) de la operación y sobre el valor de la empresa objetivo. La parte central del artículo es el empleo de un aumento del apalancamiento como mecanismo de resistencia en la medida que afecta a la distribución de la propiedad de la empresa, puesto que las acciones comunes, a diferencia de la deuda incorporan derechos políticos que son el factor más decisivo en la toma de control. En su análisis se limitan a modificaciones de la estructura de capital a corto plazo, es decir, con el único objetivo de salvaguardar, si así es conveniente para la dirección ocupante de la sociedad objetivo, su control sobre la empresa.

El planteamiento de su modelo comienza con la premisa de que los "derechos de control" (en el sentido definido por Jensen y Meckling, 1976) de las grandes sociedades anónimas tienen un valor y que la dirección ocupante emplea la estructura de capital para retener el control. Cuando los directivos de la empresa objetivo se plantean la cantidad de deuda a emitir deben considerar varios factores: en la medida que el aumento de la fracción de votos poseída por la dirección ocupante supera a la de su rival (por el efecto de dilución de voto al emitir deuda), reduce la probabilidad de que aquella pierda el control de la sociedad, con lo cual aumenta la probabilidad de recoger los beneficios derivados del control. A la vez, reduce la posibilidad de obtener las ganancias de capital por la participación en la propiedad de su empresa que lograría si vendiera sus títulos a la entidad adquirente (dado que la oferta se suele realizar con una prima sobre el valor de cotización inmediatamente anterior al intento de adquisición). Y además, la deuda reduce los beneficios esperados de control para la dirección ocupante puesto que: (a) aumenta la probabilidad de quiebra (supuesta esa relación entre probabilidad de quiebra y endeudamiento), quiebra que implicaría la pérdida por completo de los beneficios de control; (b) los contratos de endeudamiento a menudo incluyen cláusulas restrictivas que limitan la capacidad de los directivos para hacerse con los beneficios derivados del control; y (c) la obligación que impone con relación a una mayor distribución de flujos de tesorería hacia el exterior de la empresa (hacia los acreedores; Jensen, 1986), supone también una limitación en la capacidad de control que tiene la dirección actual sobre los recursos empresariales y, por tanto, sobre sus beneficios (incluidos los derivados de forma exclusiva para ellos, los de control).

La consideración de forma conjunta de la relación de intercambio entre los beneficios de control retenidos, la probabilidad de pérdida de la dirección de la sociedad y las ganancias de capital por la

---

[275] Para un análisis del estado de la cuestión acerca de la teoría de la estructura de capital puede consultarse Azofra y Fernández (1999).

participación de los directivos en las acciones de su sociedad, nos permite determinar el cambio óptimo en la estructura de capital y, de forma simultánea, el hecho de que sean factibles varios métodos de toma de control. De esta forma, el modelo propuesto por estos autores con relación a la estructura de capital óptima tiene como resultados la determinación de forma endógena del método de toma de control, del resultado (éxito/fracaso), así como de los efectos consecuentes sobre el precio de los títulos de la sociedad adquirida.

De su modelo se derivan una serie de resultados, a saber:

a) El precio de las acciones de las empresas objetivo por término medio aumenta en el momento del lanzamiento de una OPA (*tender offer*) que vaya a tener éxito, no produciéndose cambio apreciable en el caso de que fracase.

b) El aumento en el precio tras una operación de lucha por la delegación de voto (*proxy fight*) es positivo aún cuando no tenga éxito, siendo mayor si el rival logra su propósito.

c) Los aumentos en el precio de la acción en el momento del anuncio de la forma de toma de control, OPA o lucha por delegación de voto, suele ser menor para el primero, manteniéndose el mismo resultado cuando la operación finaliza con éxito para la empresa asaltante.

d) Las luchas por el control de la sociedad, por término medio, están acompañadas de cambios en la estructura de capital que suponen un aumento del apalancamiento financiero.

e) Las modificaciones en la estructura de capital, por término medio, son menores en las empresas objetivo de OPA con éxito que en las operaciones de lucha por la delegación de voto o en las OPAs sin éxito.

f) Si se da la circunstancia de que los pequeños inversores de la sociedad objetivo están bien informados sobre las capacidades de cada equipo directivo de forma que votan por el mejor de los equipos alternativos, el aumento medio en el nivel de deuda es más alto para aquellas sociedades objetivo de OPA sin éxito que para las que emplean la lucha por la delegación de voto.

g) En las entidades que experimentan una lucha por delegación de voto el nivel medio de deuda es menor entre las empresas en las que la dirección retiene el control que en aquellas en las que los rivales logran acceder a la dirección de la sociedad objetivo.

Harris y Raviv (1988) expresan que la intuición para derivar estos resultados proviene del hecho de que la aparición de un rival que intente lograr el control de la empresa supone en sí mismo una "buena noticia" para los inversores, dado que aumenta la posibilidad de que un equipo directivo más capaz dirija la sociedad. La presencia de este equipo puede inducir a la dirección ocupante a proceder a modificaciones de la estructura de capital, como el intercambio de deuda por las acciones de aquellos propietarios que se muestran más pasivos ante el hecho de la lucha por el poder, pues con ello aumentan su capacidad de voto (y por tanto disminuyen la probabilidad de la pérdida de sus beneficios de control). Si bien este cambio puede reducir la probabilidad de que la oferta tenga éxito, el efecto neto derivado de la aparición de un rival unido al incremento del apalancamiento financiero es un aumento en la probabilidad de conseguir una mejora en la dirección. Por lo tanto, en general, el precio de la acción reacciona al alza ante la aparición del rival, dependiendo la apreciación de la probabilidad de éxito de la oferta y del hecho de que el asaltante resulte ser un mejor gestor, lo que a su vez depende de la elección con relación al nivel de deuda realizado por la dirección que hasta ese momento detenta el poder. De esta forma las OPAs con éxito están asociadas a niveles bajos de deuda, una mejora en la dirección y, por tanto, mayor incremento en los precios de las acciones.

Explícitamente, la aportación de estos autores se diferencia de otras vinculadas directamente a la estructura de capital en una doble perspectiva. Por una parte, el hecho de que el aumento en el nivel de deuda de la sociedad objetivo reduce la capacidad de los rivales para financiar la OPA, lo cual no responde a la pregunta de por qué los adquirentes no pueden prometer a los acreedores volver a los niveles iniciales de apalancamiento financiero una vez que logran el control. Además, sólo sería cierta en la medida que existiera limitación en la oferta de recursos financieros, tanto en la entidad adquirente como en el mercado, que supusiera un impedimento para el lanzamiento de la oferta. Por otra parte, también es diferente de la visión de la deuda como mecanismo reductor de los costes de agencia derivados del *free cash flow* (Jensen, 1986), pues esta reducción haría que la empresa resultase menos atractiva como objetivo de toma de control y, sin embargo, la deuda puede desempeñar un papel más importante que el que se supone en las anteriores situaciones en las cuales la dirección ocupante tiene una participación en la propiedad muy reducida.

Por su parte, el trabajo de Israel (1991, pág. 1.391) se separa de la línea que supone la deuda como factor restrictivo en la discrecionalidad directiva a la hora de elegir los proyectos de inversión (ver Grossman y Hart, 1982; Jensen, 1986; Stulz, 1990) puesto que el directivo de la empresa, cuyo objetivo es maximizar el valor para sus accionistas, elige una estructura de capital anticipando la posibilidad de que la sociedad llegue a ser objetivo de una adquisición en el futuro. Se supone desconocida la capacidad de gestión del posible adquirente con los activos de la sociedad objetivo en el momento de determinar la estructura de capital y, una vez elegida ésta, la identidad del adquirente llega a ser conocida, por lo que si éste tiene una gran capacidad de gestión podemos esperar que asuma los costes de la adquisición y emprenda una lucha por el control, cabiendo intuir que se obtenga como resultado de la misma una división del aumento del valor de las acciones entre los accionistas de las empresas objetivo y adquirente.

La elección de la estructura de capital se basa en los efectos que ejerce sobre la probabilidad de que se pongan de manifiesto adquisiciones que logren aumentar el valor de la entidad adquirida, así como la división de dicha riqueza entre las dos sociedades (compradora y objetivo). El incremento en el valor se supone siempre que el adquirente sea un equipo directivo mejor, en tanto que el nivel de deuda con riesgo de la entidad objetivo determina la división de las ganancias entre los diversos partícipes: accionistas y obligacionistas de la sociedad objetivo y accionistas de la empresa adquirente. Un mayor nivel de deuda con riesgo produce un mayor aumento en el valor de la deuda en dicho reparto y, por tanto, es menor la cantidad a repartir entre los accionistas. Dado que la deuda se emite a su precio justo, la sinergia que provoca el aumento del valor (y que se espera que se obtenga ex ante), se divide en su totalidad entre los dos grupos de accionistas, por lo que la pérdida de ganancias en la que espera incurrir ex ante el adquirente se corresponde con la transferencia a los accionistas de la sociedad objetivo, resultando ser éste el efecto de disminución del valor que produce la deuda sobre los propietarios residuales.

La diferencia fundamental del estudio de Israel (1991) con relación a trabajos anteriores relativos a las relaciones entre la estructura de capital y la toma de control (Harris y Raviv, 1988; Stulz, 1988) radica en que la estructura de capital afecta al resultado de la lucha por la toma de control, no considerándose su elección por sus efectos en la distribución de los votos entre la dirección y los inversores externos (como realizan los autores mencionados anteriormente), sino en el reparto de los flujos de tesorería entre los títulos con y sin voto (acciones y deuda). En este trabajo la deuda empresarial no es relevante para el valor de la empresa como consecuencia de que el endeudamiento personal sea más caro o no sea posible (Harris y Raviv, 1988; Stulz, 1988), sino que los individuos pueden emplear sin límite el apalancamiento personal, por lo que la estructura de propiedad de los fondos propios no desempeña un papel central como sucede en los trabajos de Harris y Raviv (1988),

Stulz (1988) e Israel (1988), como tampoco desempeña un papel central el enfoque del problema de agencia entre los accionistas de la sociedad objetivo y su dirección. Examinemos brevemente el planteamiento de dichos trabajos:

a) En Harris y Raviv (1988) la deuda se emplea para recomprar acciones a los accionistas externos y por tanto aumentar el poder de voto de la dirección ocupante. Este aumento del poder de voto se contrapone con el aumento en la probabilidad de quiebra de la empresa y, por tanto, con que el equipo ocupante perderá todos los beneficios de control.

b) Israel (1988), citado en Israel (1991, pág. 1.393), expone que la deuda desempeña dos papeles fundamentales: de una parte, altera la estructura de propiedad de los fondos propios; y de otra se emplea para extraer beneficios de control del asaltante, lo cual se logra mediante una reducción del coste de oportunidad de bloquear la adquisición por parte de un gestor mejor.

c) Stulz (1988) emplea la deuda para recomprar títulos a los accionistas externos con un valor de reserva relativamente bajo. Como resultado, aumenta el coste soportado por el adquirente potencial (asaltante), quien ahora debe pagar las acciones de inversores con un mayor valor de reserva. La estructura de capital óptima se obtiene como contraposición del mayor precio que el comprador tiene que pagar contra la menor probabilidad de adquisiciones que produzcan aumentos del valor.

En cambio Israel (1991, pág. 1395) expone que una vez que el adquirente aprende su capacidad, entonces considera comprar la empresa. El precio de equilibrio que pagará el comprador dependerá de una multitud de factores (estructura de la oferta, presencia de otros adquirentes, estructura de propiedad de la sociedad objetivo, entre otros), de manera que la división de la sinergia que se espera alcanzar como consecuencia del cambio en el control de la empresa objetivo, dada la mayor capacidad del adquirente, se puede dividir de muy diversas maneras entre las sociedades implicadas, dependiendo fundamentalmente de las hipótesis y la forma de especificación del modelo.

Se diferencian tres posturas en cuanto al reparto de los beneficios derivados de las sinergias: (1) en un extremo se encuentran los modelos en los que el adquirente paga el precio mínimo aceptable y retiene para sí toda las ganancias (Bradley *et al.*, 1988); (2) En el otro extremo se encuentran aquellos modelos en los que el adquirente resulta forzado a pagar el valor que tendrían los títulos con posterioridad a la toma de control y por lo tanto la sociedad objetivo obtiene todas las sinergias (Grossman y Hart, 1980 y 1988; Shleifer y Vishny, 1986; Harris y Raviv, 1988 y Stulz, 1988); (3) una posición intermedia en la que se encuentran los modelos en los que la sinergia resulta dividida o compartida por las empresas adquirente y objetivo (Fishmann, 1988; Berkovitch y Narayanan, 1990a; Berkovitch y Khanna, 1991).

Dado que se supone que el objetivo de las actuaciones de la dirección ocupante es maximizar el valor para sus accionistas en el momento inicial (t=0), el valor de las acciones depende tanto de la capacidad de la dirección ocupante como de sus expectativas con relación a que se presenten en el futuro luchas por el control empresarial.

La probabilidad de adquisición en el modelo de Israel (1991, pág. 1396), ceteris paribus, disminuye con el nivel del valor facial de la deuda. La deuda con riesgo tiene un efecto sobre la prima a pagar, y por tanto sobre el valor: el hecho de ser arriesgada unido a que el adquirente tiene más capacidad directiva que los gestores ocupantes, junto con una serie de hipótesis relativas al flujo de efectivo generado por la empresa y la capacidad de la dirección, implican que el aumento en el valor de mercado de la deuda (valor de la deuda bajo la dirección adquirente menos valor de la deuda bajo la dirección ocupante) se incrementa con el nivel de endeudamiento (a valor nominal). Dado que la sinergia (aumento de dinero en efectivo) es fija, la apreciación de efectivo esperada por los accionistas

es menor cuanto mayor es el valor nominal de la deuda, con lo que la ganancia para el adquirente (para un nivel dado con relación a su capacidad de gestión) es menor. Como resultado, la capacidad de gestión mínima necesaria para una adquisición rentable es mayor cuanto mayor es el valor nominal de la deuda emitida, en tanto que la probabilidad de que el adquirente tenga esa capacidad mínima es menor, por lo cual la probabilidad de adquisición es menor, lo que implica un efecto de disminución del valor de la deuda en el importe de la prima pagada para conseguir el control. Además, dado que las sinergias brutas son fijas, un cambio en el nivel de deuda nominal tiene como resultado un cambio por igual importe en el valor de mercado de las deuda bajo la nueva dirección, con lo que conduciría a una pérdida de valor por igual importe que soportarían los accionistas de la sociedad objetivo cuando ésta es gestionada por la nueva dirección. Pero como los accionistas de la empresa objetivo realizan el aumento esperado en el incremento de valor facial de la deuda ex ante, sólo pierden una parte del descenso esperado ex ante en el valor de sus acciones, (en función de su potencial de negociación, que no es función ni de la capacidad de gestión del adquirente ni de la estructura de capital) por lo que su remuneración esperada total ex ante aumenta con el nivel de deuda (para una probabilidad de adquisición dada). Nos encontramos por una parte con que valor de la deuda aumenta el valor de la prima, en tanto que por otra, influye negativamente en la misma. La dirección ocupante elige el nivel de deuda nominal que optimiza los efectos sobre el valor.

De este modelo también se deriva que el nivel de deuda óptimo decrecerá con los costes de adquisición y aumentará con el poder de negociación del adquirente. Con la condición ceteris paribus, las empresas con una menor probabilidad de llegar a ser objetivo de toma de control probablemente emitirán menos deuda[276]. Si la adquisición resulta más cara para el oferente como consecuencia de los costes en los que incurre, y no variamos otros parámetros, es menos probable que esa empresa resulte comprada, y por tanto procederá a emitir menos deuda. Cuanto mayor sea el poder de negociación del adquirente (frente a la dirección ocupante) aumenta el incentivo de la dirección ocupante para realizar transferencias de riqueza del potencial adquirente a los propietarios de deuda de la sociedad objetivo[277]. Por tanto, cuanto menor es el poder de negociación de la dirección ocupante emite más deuda.

Para su investigación empírica Israel (1991) propone una relación negativa entre el coste de la adquisición y la probabilidad de que la empresa llegue a ser objetivo de adquisición, dado que la capacidad mínima de gestión que debe tener el adquirente para encontrar ofertas rentables es mayor y, a la vez, menor es el nivel de deuda y, por tanto, mayor la probabilidad de que la sociedad llegue a ser objetivo de adquisición. El efecto dominante dependerá de la especificación de las funciones de distribución condicional de los flujos de tesorería y así cuando dichas distribuciones sean tales que la deuda no sea relativamente sensible ante un cambio en los costes de adquisición, la probabilidad de ser objetivo de toma de control aumenta con el nivel de deuda, mientras que si es sensible a cambios en los costes de la operación de toma de control, será de esperar que la probabilidad de toma de control disminuya con la deuda. Si podemos observar una muestra de empresas que tan sólo se diferencian en el nivel relativo de poder de negociación, la probabilidad de que una empresa llegue a ser objetivo de adquisición disminuye con el nivel de deuda.

Posteriormente, analiza cuales son las implicaciones empíricas con relación a los efectos sobre los precios, para lo que diferencia dos etapas. La etapa de iniciación, en la que el mercado se entera de que

---

[276] Dado que aumentar la deuda disminuye la probabilidad de adquisición, es decir, necesitan menos deuda para protegerse de las compras.

[277] Que en definitiva supone una transferencia de dicho valor a los accionistas de la objetivo cuando la deuda se emite por primera vez.

el comprador inicia la adquisición, y si bien su capacidad todavía no es conocida por el mercado, éste infiere que posee al menos la capacidad mínima requerida para que se produzca un cambio en el control que le sea rentable; y una segunda etapa, que es la de adquisición propiamente dicha, en la que se revela al mercado la capacidad del oferente para gestionar los activos de la empresa objetivo y se consuma la operación. En función de la diferenciación anterior, en una primera etapa se espera que aumenten el precio de las acciones de la empresa objetivo y el valor de la sociedad adquirente, debido a que la adquisición ahora es un suceso seguro, y como resultado los accionistas de la entidad objetivo y de la adquirente absorben de forma conjunta la parte de revalorización del precio por el aumento del flujo de efectivo que no es esperado por los propietarios de las acciones en el mercado. Los accionistas de la sociedad adquirida capturan una parte en función de su poder de negociación, y el resto los de la empresa compradora; sin embargo, la evidencia apoya lo primero, pero no tanto lo segundo.

Cuando las empresas objetivo difieren tan sólo en el poder de negociación, la parte de la ganancia de los adquirentes en los valores totales de las acciones aumenta conforme lo hace el apalancamiento de la sociedad objetivo. En este sentido, Berkovitch y Narayanan (1990b) y Stulz, *et al.* (1990) encuentran variaciones de corte transversal en las cuotas de las ganancia totales en los fondos propios que es capturada por las empresas objetivo y adquirente; sin embargo, en ambos trabajos no se estudia la relación entre la división de la ganancia (sinérgica) total y la estructura de capital de la sociedad objetivo. Una implicación diferente es que en la primera etapa de la adquisición aumenta el precio de los títulos sin voto de la sociedad objetivo, lo cual es consecuencia directa de que el valor de la deuda aumenta cuando una dirección mejor asume el control. La evidencia empírica de Asquith y Kim (1982) y Dennis y McConnel (1986) encuentra que los propietarios de deuda no convertible de las sociedades adquiridas no obtienen ganancias ni pérdidas significativas con las fusiones. Dennis y McConnel (1986) muestran que los propietarios de otros títulos sin voto de las sociedades adquiridas, como es el caso de las acciones preferentes (convertibles o no) y de los bonos convertibles, recogen ganancias significativas en las fusiones. Si nos basamos en sus resultados de los títulos sin voto y no convertibles, en media ganan valor en el momento del anuncio de la fusión. En la segunda etapa, una vez que se revela la capacidad del adquirente, se produce un aumento adicional en el precio de dichos títulos si su capacidad es mayor que la esperada, y una caída si es menor. Otra consecuencia es que en la etapa de adquisición se produce un cambio adicional en el valor de los fondos propios de la objetivo, después puede subir o bajar, pero el cambio esperado en el precio es cero y su varianza decrece con los niveles de deuda[278].

En el tercer trabajo de Israel (1992), a diferencia de modelos anteriores como el de Harris y Raviv (1988a) y Stulz (1988), los directivos no están limitados en su capacidad para financiar la empresa con su riqueza personal y además, aquellos trabajos suponen que los pequeños accionistas mantienen expectativas heterogéneas con relación a las valoraciones de la empresa, en tanto que aquí se asume que comparten la misma valoración (expectativas homogéneas). Por lo que respecta a su trabajo anterior (Israel, 1991)[279] añade la consideración del empleo de la deuda para extraer el beneficio de control del rival e incorpora la propiedad de acciones en el modelo.

---

[278] A este respecto, el estudio de Dann y DeAngelo (1988) para empresas que adoptan diferentes medidas defensivas en las estructuras de activo y de propiedad frente a ofertas de adquisición, no son aplicables. La evidencia de Bradley *et al.* (1988) es que por término medio la sociedad adquirente y la objetivo obtienen un rendimiento normal por cada día, desde el segundo tras el anuncio hasta el 80, de forma que entre el 40% y el 50% de las empresas objetivos y adquirentes obtuvieron un rendimiento anormal positivo en ese período.

[279] En él la estructura de capital óptima se obtiene por la relación de intercambio de un descenso en la probabilidad de una toma de control frente a un aumento en la prima pagada por el adquirente potencial.

La idea básica de este estudio es que la dirección ocupante determina la estructura de capital y la estructura de propiedad en orden a obtener ventajas de cara a futuras batallas por el control de la empresa. La premisa es que los directivos valoran el hecho de controlar la empresa per se y que los beneficios derivados del control (beneficios de control) no se pueden establecer contractualmente. De esta forma, estructura de capital y de propiedad se seleccionan en aras a extraer la máxima cantidad de valor de los futuros adquirentes que luchen por el control de la sociedad.

En su modelo, el empresario determina inicialmente la estructura de capital y de propiedad de la empresa para obtener no sólo la apreciación esperada de los títulos de la sociedad como consecuencia del cambio de control, sino también los beneficios privados de control no contratables acumulados por la dirección rival. La dirección actual establece una estructura de propiedad en la que retiene una proporción suficiente de las acciones de su empresa tal que asegure el éxito de contiendas futuras por el control, fijándose una estructura de capital que fuerce a que la oferta que haya de realizar la sociedad adquirente con el fin de lograr el control sea lo suficientemente elevada para que el ocupante venda su participación, a la par que consiga extraer todos los beneficios de control de su rival. Cuando la dirección actual se plantea la posibilidad de retener el control de la sociedad debe sopesar, por una parte, los beneficios de control que obtiene; y por otra, la pérdida en términos de coste de oportunidad en la apreciación de su riqueza por el aumento en el valor de sus títulos al producirse la oferta a un precio superior al de contratación. La oferta óptima que ha de realizar el asaltante debe ser tal que compense esos dos efectos contrapuestos, pero el empresario ocupante, con el fin de sacar una mayor prima del rival, procede a disminuir el coste de oportunidad que acumula por su propiedad en las acciones de su empresa (con lo cual, el adquirente debe ofrecer una prima mayor), lo que consigue por medio de la emisión de deuda con riesgo, dado que de esta forma una parte del incremento del valor derivado de un cambio en el control lo logran los propietarios de la misma, con lo que disminuye el valor obtenido por los titulares propietarios de acciones de la empresa objetivo; la apreciación de las acciones disminuye con el apalancamiento. El empresario logra capturar la prima que va a ser pagada por el adquirente cuando al fundar la empresa emite acciones y deuda a su precio justo a los pequeños inversores (sin poder de coalición o influencia en el precio).

Esta percepción de la estructura de capital y de la estructura de propiedad implica que el valor de la empresa estaría correlacionado con la estructura de capital y con la propiedad de acciones por parte de la dirección ocupante. Las empresas en las que el adquirente del control tenga una mayor capacidad de gestión se espera que emitan menos deuda. Desarrollando las implicaciones del modelo, el nivel óptimo de apalancamiento disminuye con la capacidad del empresario, sus beneficios de control y con la "regla de la mayoría" de la empresa (fracción de las acciones que necesita poseer el rival gane el control), dado que para un nivel de deuda dado, el empresario tiene un coste de oportunidad inferior al óptimo para bloquear la oferta del rival. Por tanto, procede a emitir menos deuda para obtener un coste de oportunidad mayor en el óptimo, aumentando el nivel óptimo de apalancamiento financiero con la capacidad del rival y los beneficios de control del mismo, porque con esas condiciones, el propietario de la empresa tiene más que extraer del rival. Ello conduce a dos proposiciones contrastables empíricamente: (a) los directivos que tengan mayor capacidad para gestionar los activos de la empresa se espera que empleen en menor medida el apalancamiento[280], y (b) las empresas con una regla de mayoría simple es de esperar que tengan menor nivel de apalancamiento financiero que las que se encuentran protegidas por normas de "supermayoría". Además, las empresas en las que el adquirente potencial tenga una mayor capacidad de gestión se espera que emitan menos deuda.

---

[280] Lo cual es consistente con la evidencia que encuentran Titman y Wessels (1988) relativa a que los niveles de deuda y las rentabilidades de las empresas están correlacionados negativamente.

Por otra parte, del modelo se obtienen conclusiones acerca del análisis de los derechos de voto de las acciones comunes. Grossman y Hart (1988) y Harris y Raviv (1988) analizan si la regla "una acción un voto" es óptima, concluyendo el primer trabajo que esta produce una asignación eficiente del control, alcanzando el segundo igual resultado. Además, llegan a la conclusión que el óptimo privado (es decir, la maximización del valor de los títulos) se alcanza cuando se procede a emitir los dos títulos extremos, uno que da derecho a los flujos de renta residual pero no conlleva derechos políticos y otro con voto pero sin derecho sobre los flujos de tesorería (Harris y Raviv, 1988, pág. 224). Sin embargo, del modelo expuesto por Israel (1992, pág. 194) se derivan implicaciones diferentes en cuanto a que bajo muchas circunstancias la estructura de capital óptima es una mezcla en determinada proporción de acciones comunes con votos y deuda arriesgada sin voto[281]. La recompensa obtenida por el empresario empleando la estructura de capital óptima propuesta por Israel (1992) domina a los pagos de emitir los títulos propuestos por los trabajos de Grossman y Hart (1988) y Harris y Raviv (1988), puesto que mediante la emisión de deuda con riesgo el empresario extrae los beneficios de control del rival. Por tanto, es de esperar que en el mercado domine la combinación de acciones con voto y deuda con riesgo frente a las otras propuestas, como así parece que ocurre en la mayoría de las empresas (Israel, 1992, pág. 195). El análisis de Harris y Raviv (1989) en el que estudian la asignación óptima de los flujos de tesorería y de los votos para diseñar títulos de todo tipo, considera un conjunto general de títulos que incluye, aunque no limita, acciones con y sin voto, así como deuda con y sin riesgo. Estos autores concluyen que el conjunto de títulos óptimo incluye un título con riesgo con derechos de voto emitido a los externos, un título con riesgo sin derecho de voto poseído por los internos, y posiblemente un título sin voto y sin riesgo poseído por los externos. Esto excluye la emisión de un título sin voto y con riesgo, como la deuda con riesgo, emitida para su adquisición por los externos. Por el contrario, una de las implicaciones del análisis de Israel (1992) es que la deuda con riesgo es emitida justamente para que sea adquirida por los accionistas externos. La razón de la diferencia entre estos dos planteamientos radica en que Harris y Raviv (1989) no consideran los beneficios derivados del control para ambos lados, y por tanto ignoran el papel de extracción de beneficios de control que supone en el modelo de Israel (1992) la emisión de deuda con riesgo.

Una forma totalmente diferente de examinar las repercusiones de la decisión de estructura de capital es la que siguen Amihud, *et al.*(1990), dado que vuelven a retomar el debate abierto por Modigliani y Miller en 1958 en relación a cuál es de la forma de financiación más adecuada para las inversiones, lo cual es difícil de contrastar empíricamente. Por tanto, no fijan su preocupación en la estructura de capital de la sociedad objetivo, sino en la de la sociedad adquirente. Sin embargo, las tomas de control empresarial, y su forma de financiación, pudieran ser un referente para dicha estimación, pues en estas inversiones se suele disponer de la información necesaria para asignar la fuente de financiación a una inversión concreta (la compra de una empresa) teniendo en cuenta además que este tipo de adquisiciones se pueden realizar con dinero en efectivo (que tuviera disponible internamente la empresa o que se obtuviera por la emisión de deuda) o por medio de acciones (que podrían formar parte de la autocartera o ser emitidas en el momento de la toma de control), puesto que es una información pública. Por lo tanto, se va a emplear el estudio de las adquisiciones empresariales para ver si existe una asociación entre la forma de financiación y su relación con el control directivo (medido por la proporción de acciones de la sociedad objetivo poseída por los internos).

---

[281] Lo que es diferente de la regla una acción un voto, dado que no todos los flujos de tesorería se encuentran alineados con la posesión de voto, y también es diferente de los dos títulos extremos mencionados anteriormente (Israel, 1992, nota al pie 12, pág. 194).

En relación con el control directivo y las adquisiciones se dispone de evidencia previa a través de los trabajos de Amihud y Lev (1981), Ramakrishnan y Thakor (1981), Amihud *et al.* (1983) y Amihud *et al.* (1986). Así, Amihud y Lev (1981) argumentan y confirman de forma empírica que las fusiones en conglomerados, que reducen el riesgo y aumentan el tamaño, sirven a los intereses de los directivos, fundamentalmente vía diversificación del riesgo del capital humano directivo y, por tanto, las empresas controladas por la dirección, bien mediante inversiones internas o bien mediante fusiones, es más probable que sean adquirentes que las controladas por la propiedad. Los otros dos estudios argumentan que la reducción del riego en las fusiones en conglomerado puede también servir a los intereses de los accionistas al mejorar la observabilidad del esfuerzo directivo y permitir establecer unos contratos más eficientes entre accionistas (principales) y directivos (agentes).

Las hipótesis que hasta ahora se han esgrimido para decidir acerca de la elección de un medio de financiación u otro en las operaciones de adquisición hacen referencia a los efectos fiscales y a los efectos de información asimétrica. Con relación a los efectos fiscales, las adquisiciones en efectivo generan una deuda fiscal por ganancias de capital para los accionistas de la sociedad objetivo de forma inmediata, en tanto que las ofertas por intercambio de acciones difieren el pago de impuestos hasta el momento de venta de los nuevos títulos. Esta diferencia conduce a una preferencia general por la financiación a través de títulos, o al menos en los casos donde la prima de la oferta fuera importante (es decir, donde las ganancias de capital que esperan lograr los accionistas sean elevadas). Por otra parte, las normas fiscales de EE.UU. (con anterioridad a la Ley de Reforma Fiscal de 1986) también ofrecían una ventaja al pago a través de efectivo debido a que tenían la opción de revalorizar ciertos activos de la sociedad objetivo a su valor verdadero de mercado[282], lo que produciría unos mayores gastos por amortización y por tanto un flujo de tesorería mayor en el futuro para la adquirente, suministrando un incentivo a la financiación con dinero en efectivo cuando el valor de mercado de los activos de la sociedad objetivo superara de forma ostensible su valor contable.

La evidencia empírica no indica una relación consistente entre la forma de financiación y las razones fiscales. Así, por ejemplo, Carleton, *et al.* (1983, pág. 825) encuentran que unas menores ratios de distribución de dividendo y de valoración aumentan la probabilidad de ser adquiridas en las tomas de control en efectivo con relación a las tomas de control por intercambio de acciones. Por tanto, uno de los hechos está a favor y el otro en contra del argumento fiscal. Por otra parte, Niden (1986) no encontró relación entre las circunstancias de pagos fiscales de los accionistas de la objetivo y la forma de financiación de la adquisición (acciones o efectivo). El estudio de Auerbach y Reishus (1988a), empleando tres medidas diferentes de los beneficios fiscales asociados a la revalorización de activos de la objetivo encuentran que ninguno de esos fueron estadísticamente significativos o suficientemente importantes para explicar la forma de pago. Igualmente, los resultados de ahorros fiscales para usar pérdidas o créditos (de la sociedad objetivo) no son significativos en la explicación de la forma de pago.

El otro argumento esgrimido hace referencia a la asimetría informativa. Si los directivos de la empresas adquirentes están mejor informados que los inversores externos sobre el valor de sus empresas, preferirán financiar la adquisición con acciones cuando crean que están sobrevaloradas (Myers y Majluf, 1984). Sin embargo, los inversores esperarán este comportamiento y por lo tanto disminuirán el valor de las emisiones de nuevas acciones de la sociedad. La financiación con efectivo (deuda) sería preferida a no ser que los costes para los accionistas internos fuesen excesivos. Por otra parte, Hansen (1984, 1987) argumenta que si los accionistas están mejor informados que los externos

[282] Aunque se mantiene esta posibilidad, ahora en caso de proceder a la misma, se genera de forma inmediata una deuda fiscal por el importe de las ganancias de capital puestas de manifiesto como consecuencia de la revalorización.

sobre el valor de su empresa antes de la adquisición (la valoración verdadera se revelaría después de la adquisición), las ofertas de acciones serán preferidas a las de efectivo cuando los accionistas de la sociedad objetivo piensen que esas acciones están infravaloradas. En este caso, los accionistas de la empresa objetivo preferirán retener una posición en las acciones de la entidad fusionada para participar en las ganancias por la revelación de información que se producirá tras la fusión de la infravaloración previa de la empresa objetivo. Fishman (1989) argumenta que, cuando los costes fijos de recogida de información acerca de la sociedad objetivo son elevados, resulta más probable la financiación por medio de efectivo que mediante la emisión de acciones, como un medio para señalar una alta valoración en orden a impedir o desalentar ofertas competidoras por la sociedad objetivo.

De igual forma que con la explicación basada en los efectos fiscales, la evidencia empírica de la importancia de la asimetría informativa también se obtiene de forma indirecta, empleando la relación entre el método de financiación y el rendimiento anormal de las acciones de la sociedad oferente en el momento previo al anuncio, donde esos rendimientos anormales se suponen que indican la existencia de información privada. La evidencia sugiere que los rendimientos anormales de las oferentes son menores en las adquisiciones financiadas con acciones con relación a las financiadas con efectivo (Travlos, 1987; Wansley *et al.*, 1987; Franks *et al.*, 1988). Otros autores, Eckbo *et al.* (1988) examinan el efecto de la combinación en las ofertas de efectivo y títulos en las ofertas con relación al rendimiento anormal de las acciones de la adquirente y su modelo suministra una mezcla de una señal que está desigualmente relacionada con la información privada del comprador acerca de su propio valor y el valor de la sociedad objetivo, incluyendo las sinergias esperadas. Por su parte, Huang y Walking (1987) encontraron mayores rendimientos para las empresas objetivo en las ofertas de las sociedades adquirentes en las que el medio de pago fue en efectivo. Frente a esas dos explicaciones clásicas relativas a la forma de financiación de una inversión Amihud *et al.* (1990, págs. 606-607) proponen como alternativa una hipótesis que hace referencia a que el elemento motivador de la selección de la forma de financiar la inversión es la retención del control. Según esta hipótesis cabe esperar que los directivos con una participación significativa en su empresa deseen retener el control y tenderán a financiar las adquisiciones (o cualquier otra gran inversión) con efectivo o deuda, en lugar de con acciones, con la finalidad de no diluir su participación en la propiedad y aumentar el riesgo de perder el control de la empresa. En este caso, es de esperar que las adquisiciones financiadas por medio de efectivo sean una función creciente de la propiedad directiva en la empresa adquirente, y que se observen rendimientos anormales menores alrededor del anuncio de la adquisición para las empresas adquirentes que financian su compra con acciones. Para ello examinamos la relación entre el control empresarial y la forma de financiación de grandes inversiones, concretada a través del análisis de las adquisiciones empresariales. Específicamente, avanzamos la hipótesis, de acuerdo con los postulados de Harris y Raviv (1988) y Stulz (1988), que los directivos que valoran el control y poseen una fracción significativa de la propiedad de las acciones de su empresa se mostrarán recelosos a diluir sus participaciones y aumentar el riesgo de pérdida de control mediante la opción de financiación de las nuevas inversiones por medio de acciones, por lo que es más probable que empleen efectivo (o deuda) para la financiación de las mismas. Los resultados obtenidos en su trabajo apoyan la hipótesis planteada dado que se encuentra que a mayor participación en la propiedad por parte de la dirección de la sociedad adquirente, mayor es la probabilidad de que la compra se financie con efectivo. Estos hechos se pueden interpretar con base en un problema de información asimétrica entre los inversores internos y los externos, estando estos últimos desinformados. Si los internos poseen una cantidad sustancial de las acciones de su empresa, dado que piensan que están infravaloradas, estarán menos deseosos de emitir nuevas acciones para financiar las adquisiciones. Cuando se examinó la reacción de los precios de las acciones de la empresa oferente en el anuncio de la adquisición se encontraron

rendimientos anormales asociados con la forma de financiación en forma de acciones, concentrado fundamentalmente en las sociedades en las cuales la participación de los directivos en la propiedad era escasa, lo que cabe interpretar en el sentido que el método de pago puede señalar a los inversores qué adquisiciones no son disminuidoras del valor. De igual forma, la evidencia que la financiación por acciones no se asocia con rendimientos significativos negativos para los propietarios de la renta residual de aquellas empresas en las que la propiedad directiva de la adquirente es elevada se puede considerar que también resulta consistente con que, en general, los anuncios de emisión de acciones se asocian con rendimientos anormales. Pudiera ser que la participación en la propiedad por parte de la dirección de las empresas con anuncios de nuevas emisiones de acciones afecta a los rendimientos anormales de las mismas.

Otro modelo de interés que aborda el problema desde la perspectiva de la teoría de la agencia es el presentado por John (1991) en el cual las decisiones de inversión se adoptan por la dirección ocupante como una acción privada, examinándose como la presencia de deuda con riesgo distorsiona las decisiones de inversión, dado que la dirección ocupante puede dejar de acometer inversiones con VAN positivo. Sin embargo, los costes de agencia derivados del problema de infrainversión se ven compensados por la deducibilidad fiscal de los intereses que proporciona la deuda, lo que determina de forma endógena un apalancamiento financiero óptimo como consecuencia de la relación de intercambio entre ambos factores. Dentro de este marco, trataremos entonces de considerar cuándo y bajo qué circunstancias el valor de la empresa pudiera ser aumentado por una fusión.

Así, la estructura de capital óptima aquí se considera endógena y posteriormente se incorporará dentro del análisis de las fusiones. Cuando la deuda se especificada exógenamente, la mayoría de las combinaciones de empresas son sinérgicas dado que producen una reducción en los costes de agencia y un aumento en el valor actual de la deducibilidad fiscal. El aumento en el valor de la empresa fusionada indicado se puede considerar una clase de sinergia "financiera" dado que depende sólo de la interacción de los parámetros financieros y de tecnología, en ausencia de cualquier mejora tecnológica u operativa. Cuando la deuda se especifica endógenamente, las fusiones no producen ninguna ganancia de sinergia. Las fusiones emprendidas de forma conjunta con un programa de refinanciación para desplazar las empresas fusionadas a los niveles de deuda óptimos, pueden, sin embargo, aumentar el valor. Partiendo de un nivel arbitrario de deuda para las empresas con anterioridad al proceso de fusión John analiza cómo afectan estas operaciones a los costes de agencia y a los escudos fiscales (sin cambios en el apalancamiento). Tales fusiones producen ahorros fiscales y reducción de los costes de agencia para una empresa, en tanto que un ahorro fiscal negativo e impacto negativo en los costes de agencia de la otra, demostrándose la condición necesaria y suficiente para que la suma de esos efectos sea positiva.

Suponiendo que las empresas tienen acceso a proyectos en el mercado de capitales de VAN nulo, en su demostración llega a exponer un corolario en términos de que las fusiones entre empresas con diferentes incentivos de inversión serían sinérgicas. Dado que según este corolario la mayoría de las combinaciones parecería que son beneficiosas, la frecuencia de las fusiones en la economía sería cada vez más elevada. Sin embargo, reconoce que aunque una fusión pueda reducir los costes de agencia y/o incrementar el ahorro fiscal, puede que no se lleve a cabo por diversas razones. Lo que se deriva del corolario sugiere que las empresas adquirentes maximizan el valor por dirigirse a sociedades objetivo con menor apalancamiento o/y mayor rentabilidad que las sociedades oferentes[283].

---

[283] Una implicación indirecta sería que cuanto menor es el apalancamiento financiero y/o mayor es la rentabilidad de la sociedad objetivo, mayor es la probabilidad de que sea adquirida. Sin embargo, a este respecto, como reconoce la autora, existe evidencia contrapuesta.

McCormick y Mitchell (1993) repasan las motivaciones del empleo de la deuda y sus implicaciones con el mercado de control. Jensen y Meckling (1976), Grossman y Hart (1982), Jensen (1986, 198), Harris y Raviv (1990), Stulz (1990), teorizan acerca de que la deuda puede mitigar los problemas de agencia entre accionistas y directivos. Por su parte Harris y Raviv (1991) comparan y contrastan esta investigación. Los modelos difieren fundamentalmente en definir los costes de la deuda, más que en sus beneficios.Todos están de acuerdo que el beneficio de la deuda es que provoca que las decisiones de los directivos estén más cercanas a los intereses de los accionistas. Jensen (1986, 1989) y Stulz (1990) argumentan que la deuda reduce los flujos de tesorería excedentarios. Mediante el apalancamiento, las sociedades altamente endeudadas tienen menos recursos para despilfarrar en fusiones y adquisiciones. Otro argumento diferente es el de Grossman y Hart (1982) quienes afirman que los directivos de empresas altamente endeudadas trabajan más duro debido a la amenaza de quiebra. Por su parte, Harris y Raviv (1990) emplean el incumplimiento como mecanismo de supervisión, pero es una extensión natural lo que les hace a los directivos trabajar con mayor diligencia cuando son supervisados más de cerca. Jensen y Meckling (1976) argumentan que la deuda, al permitir mayores derechos residuales por parte de la dirección aumenta el esfuerzo del trabajo directivo.

McCormick y Mitchell (1993), en su trabajo pretenden obtener evidencia acerca de que cuanto mayor es el endeudamiento el comportamiento de la dirección conduce a mejores decisiones, para lo cual se basan en el análisis de los procesos de expansión externa. Todas las teorías basadas de una u otra forma en la disminución del flujo de tesorería excedentario, en la menor discrecionalidad, en definitiva, en la deuda como mecanismo de disciplina ante el problema de agencia, llegan a que el resultado de la adquisición debería estar correlacionado positivamente con el apalancamiento financiero. En las adquisiciones, no cambian los costes de la deuda desde la perspectiva del accionista, por lo que infieren que la reacción de la bolsa ante un anuncio de adquisición refleja los beneficios brutos del poder que se le atribuye a la deuda para reducir los costes de agencia, acorde con las teorías.

Si bien la diversidad de modelos planteados difieren en cuanto a la forma en la que la deuda produce los resultados deseados, todos mantienen la idea de que la propiedad de acciones y de deuda, entre otras cuestiones, se diferencia en que los acreedores tienen poderes legales diferentes de los accionistas, dado que en caso de no atender a las obligaciones derivadas del endeudamiento, aquellos disponen del derecho legal de examinar de cerca las decisiones que ha adoptado la dirección y, en su caso, reemplazarla a través de los tribunales, mediante el procedimiento de quiebra. Sin embargo, los accionistas no comparten este poder, pues aún cuando sí disponen de la posibilidad de cesar a la dirección ocupante[284], los tribunales suelen adoptar una posición a favor de la dirección, en el sentido de que consideran a ésta como "la voz legalmente nombrada por los accionistas". Sin embargo, aumentando el apalancamiento financiero de la empresa, los poderes legales con los que cuentan los acreedores son invocados para destituir a la dirección ante ciertos estados de la naturaleza, esto es, cuando la empresa no alcanza el criterio de resultado mínimo. Además, el elevado apalancamiento limita la discrecionalidad directiva al forzar a las empresas a buscar fondos externos para emprender los nuevos proyectos. Los intentos de toma de control hostiles a menudo producen una reestructuración de la sociedad objetivo cuando obtiene resultados menores de los que cabe esperar, continuando con un aumento importante del endeudamiento. Más aún, en el caso de que tenga éxito a menudo van acompañadas con reestructuraciones de los activos y de las actividades de la sociedad que

[284] El derecho societario y los tribunales permiten que los accionistas cesen a los directivos de igual forma que los nombran; sin embargo, este hecho sólo se suele producir en la práctica cuando se produce una toma de control o una lucha interna por la delegación de voto en junta de accionistas, y no cabe duda que ambos medios tienen limitaciones, al menos para ser dirigidos por un pequeño propietario de la sociedad.

llevan aparejado un incremento del apalancamiento. Pero incluso cuando el intento fracasa también suele estar asociado con aumentos del endeudamiento de la empresa objetivo. Una perspectiva diferente al enfoque de agencia proviene de algunas modelizaciones de la estructura de capital que, por contra, atribuyen beneficios al mantenimiento de un nivel de apalancamiento reducido. En concreto Myers y Majluf (1984) argumentan que la "flojedad" o disminución de la deuda beneficia a las empresas, suponiendo por hipótesis que los directivos sólo acometen proyectos con VAN positivo. Su modelo parte de que no existe asimetría informativa acerca de las oportunidades de inversión nidel rendimiento de los activos actuales entre la dirección ocupante y los accionistas externos, incluídos los potenciales accionistas, demostrando que si no se produce una cierta laxitud financiera o se dispone del acceso al mercado de deuda libre de riesgo, los directivos en algunas ocasiones no realizan proyectos con VAN positivo. Los dos planteamientos, la laxitud en el endeudamiento y la supervisión por aumento del apalancamiento no son mutuamente excluyentes, y de esta forma la evidencia apoya que la supervisión de la deuda no es necesariamente inconsistente con la posición mantenida por Myers y Majluf (1984).

En el escenario de Myers y Majluf (1984), el anuncio de una adquisición financiada con acciones o con deuda con riesgo puede ser una señal de que los activos existentes están sobrevalorados y ante esta situación, el rendimiento de las acciones en el momento del anuncio puede ser negativo incluso aunque los directivos hayan actuado maximizando la riqueza del accionista (aceptando una inversión con VAN positivo). Por lo tanto, es necesario controlar el tipo de financiación que emplea la empresa adquirente cuando se toma el rendimiento del anuncio de una adquisición como medida del resultado directivo, como ocurre en el trabajo de Mc-cornick y Mitchell (1993). El estudio empírico se realiza sobre una muestra de 428 fusiones ocurridas en EE.UU. en el período 1962-1982, encontrándose que existe una relación positiva entre el apalancamiento de la sociedad adquirente y el rendimiento anormal para el anuncio de la fusión de las acciones de la entidad oferente. En segundo término, trabajan con una muestra diferente formada por 389 empresas que son todas las adquisiciones, no necesariamente fusiones, ocurridas en el período 1982-1986, y llegan a la misma conclusión. En una tercera fase, emplean una muestra en la examinan el resultado de la adquisición de aquellas empresas que emprendieron aumentos significativos en su apalancamiento. El aumento del apalancamiento, con anterioridad al resultado de la adquisición es negativo, el cambio en el resultado es positivo, y ambos efectos están relacionados con el grado de reestructuración del apalancamiento, evidencia toda ella estadísticamente significativa. El conjunto de esta evidencia implica que los costes de agencia son un fenómeno real y que son tenidos en cuenta a la hora de determinar la estructura de capital. Los resultados alcanzados han de interpretarse en el sentido que, existiendo costes de agencia, la deuda ayuda a controlarlos, pero la deuda no se emplea de forma tan extensiva como cabría esperar, lo cual bien pudiera deberse a que los costes derivados del empleo de la deuda son elevados[285].

La reciente ola de "experimentos" con formas organizativas que permiten un uso más extensivo de la deuda puede ser una respuesta a esos costes y beneficios derivados de la misma, pero aún no está claro si todos los problemas organizativos se han solucionado.

Aghion y Bolton (1989) realizan una aproximación a la relación entre estructura financiera y tomas de control desde una perspectiva de contratación incompleta, frente a la corriente imperante de mecanismo reductor de los costes de agencia derivados del problema de incentivos de la dirección (Jensen y Meckling, 1976; Ross, 1977; Grossman y Hart, 1982; Towinsend, 1979; y Gale y Hellwig,

[285] Entre ellos cabe citar los de infrainversión, sustitución de activos y costes de quiebra, donde todos y cada uno de ellos pueden restringir el empleo del apalancamiento financiero.

1985)[286]. Sin embargo, cabe formular algunos argumentos en contra con relación a la hipótesis de la estructura de capital como mecanismo de incentivo: ¿por qué no emplear un esquema de incentivos salariales que parece menos costoso en lugar de la estructura de capital?, ¿por qué no pensar en la disciplina que supone el despido ante una toma de control o una quiebra? (Aghion y Bolton, 1989). Estos autores destacan que, con la excepción de los trabajos referidos al contexto de tomas de control, se ha prestado demasiado énfasis a la corriente de rendimientos que generan los activos financieros, dejando casi de lado los derechos de control específicos que incorpora cada uno.

En el trabajo de Aghion y Bolton (1987) intentaron desarrollar una teoría de la estructura financiera de la empresa basada en el problema de asignación del control entre los diferentes partícipes en la misma. A la vez, Harris y Raviv (1987) y Grossman y Hart (1987) investigaron si es óptima la regla "una acción/un voto" en términos de sus implicaciones para los cambios en el control por medio de tomas de control. Los tres trabajos adoptan el enfoque de contratos incompletos para determinar la estructura de capital de la empresa. Más recientemente, Williamson (1988b, también ha investigado varios temas relativos a la estructura financiera dentro de este mismo enfoque. Posteriormente Aghion y Bolton (1987) realizan una extensión del modelo de Jensen y Meckling (1976) al caso de dos períodos y considerando que los contratos son incompletos (con relación a lo que ocurrirá en el segundo período).

La noción de control, o de propiedad, sólo tiene sentido en un mundo de contratación incompleta. Si las partes contratantes pudieran redactar un contrato completo, especificando todas las cláusulas para cada suceso futuro concebible, entonces el problema del control (es decir, quien tiene el derecho a adoptar decisiones futuras con relación a la empresa) nunca habría surgido, dado que todas las decisiones serían adoptadas en el momento de contratación. Pero pensar en términos de contratos completos es evidentemente irreal, o al menos que estos se puedan redactar sin un elevado coste y si existen costes de contratación que deben asumir las partes pueden preferir economizar algunos de esos costes dejando algunas contingencias fuera del contrato inicial. Sin embargo, tan pronto como se deja alguna contingencia fuera surge la pregunta de qué sucede si las partes en algún momento se encuentran en un estado que no ha sido especificado. Una respuesta puede ser que cualquiera que posea (o controle) la empresa tomará una decisión con relación a la sociedad en ese momento; o también que la partes pueden decidir ir a los tribunales a entablar un juicio, o incluso nombrar un árbitro, etc. En definitiva la cuestión es que las partes tendrán que especificar lo que Williamson denomina estructura de gobierno para tratar con las contingencias no previstas o no especificadas.

El problema surge derivado de que especificar la estructura de gobierno correcta es de las cuestiones en las que más desacuerdo puede existir entre las partes contratantes sobre cuál es la mejor decisión en dichos sucesos. Las partes del contrato pueden tener objetivos en conflicto por muy diferentes razones. La forma más tradicional de financiación por medio de deuda junto con acciones define una estructura de gobierno dada, o se pueden incorporar instrumentos financieros más complejos para llegar a estructuras de gobierno más sofisticadas (bonos convertibles, acciones preferentes, *warrants*, opciones) De aquí se deriva que en un mundo de contratación incompleta la estructura de capital de la empresa puede preocupar, dado que induce a una estructura de gobierno particular y, a priori, no hay ninguna razón para que todas las estructuras de gobierno sean igualmente eficientes. Idealmente, uno querría explicar una forma particular de contratos incompletos y la

[286] El planeamiento del problema general en toda esta corriente es que la dirección de una empresa tiene objetivos diferentes de los de los accionistas o acreedores, por lo que es necesario incentivar al directivo para dirigir la empresa persiguiendo el interés de sus inversores, argumentándose que eso se puede lograr mediante el estableciendo de una estructura financiera apropiada.

estructura de gobierno precisa adoptada como resultado de un proceso de optimización donde los costes y beneficios de incluir una contingencia adicional en el contrato fueran evaluados de forma marginal. Pero, la teoría de contratos incompletos en su forma actual no nos permite hacer esto, principalmente porque es muy difícil definir con precisión cuales son los costes de redactar un contrato más o menos complejo (ver Hart y Holmström, 1994.) En su lugar, la teoría es mucho menos ambiciosa y comienza con unas hipótesis razonables acerca de qué contingencias del contrato pueden ser cubiertas y cuáles necesariamente se dejan fuera. Así, Grossman y Hart (1987) y Hart y Moore (1988) estudian formas extremas de contratación incompleta. Aghion y Bolton (1987), siguen básicamente el mismo enfoque, aunque permiten que los contratos de basen en un amplio conjunto de contingencias. El análisis de contratos incompletos está en su infancia y surgen nuevas preguntas como, por ejemplo, por qué el estatuto de una sociedad anónima puede contener sofisticadas estructuras de gobierno en tanto que a la vez los contratos de financiación a largo plazo son bastante más rudimentarios y altamente incompletos.

El empleo de dinero en exceso y la capacidad de endeudamiento pueden resultar un motivo para la fusión, en el sentido de que los cambios que se producen en la estructura de capital suministran, tanto a la sociedad objetivo como a la empresa oferente, un motivo para la misma, aportando los resultados de Bruner (1988) que en su conjunto son consistentes con los motivos de economía financiera basados en un cambio de la financiación en la fusión. Los oferentes están relativamente menos apalancados antes del proceso y posteriormente elevan el endeudamiento, encontrándose que los rendimientos ante el anuncio de la fusión están asociados con esos cambios. De igual forma, los resultados apoyan la teoría de Myers y Majluf (1984), pero sólo parcialmente pues los datos se aproximan más a la teoría para el caso de fusiones con éxito que sin éxito y el cambio en la holgura (slack) en las sociedades objetivos como consecuencia de la fusión sólo está asociado en parte con las ganancias totales de los accionistas de ambas empresas.

El trabajo de Billett (1996) se enmarca dentro de los que adoptan una postura crítica con la visión exclusiva de la deuda como factor que afecta a la probabilidad de adquisición por medio del conflicto de agencia. Así, el autor reconoce expresamente que en ausencia de costes de renegociación, tanto los accionistas de la sociedad objetivo como los de la adquirente realizarían todas las combinaciones en las que se consiga aumentar el valor. En cambio, si se espera que una parte importante de las ganancias de tomas se control se las apropien los acreedores de la empresa objetivo, se ve reducido el incentivo de ambos colectivos de accionistas. Esas transferencias de los accionistas de una y otra empresa se producen cuando los derechos de los acreedores de la sociedad objetivo resultan "coasegurados", sea por los activos de la entidad adquirente o por la propia sinergia en sí. Cabe esperar que cuanto mayor sea el tamaño del efecto coaseguro disminuyen las ganancias derivadas de una toma de control para ambos grupos de accionistas, y por tanto, será menor la probabilidad de que finalmente se lleve a cabo la toma de control.

La evidencia acerca de la influencia del coaseguro[287] en la probabilidad de toma de control no es abundante y además no permite llegar a una conclusión[288]. El autor que existen dos problemas al

---

[287] El hecho del coaseguro de la deuda de la sociedad objetivo se produce cuando los acreedores tienen derechos sobre unos activos de mayor valor o menos volátiles. Ya en el año 1977, la investigación de Kim y McConnell esgrimió el argumento de que cuando se combinan dos empresas cuyos activos presentan una correlación inferior a la unidad, disminuye la varianza de los activos y ello provoca un aumento en el valor de la deuda de la sociedad objetivo, derivado de la disminución de la probabilidad de impago.

[288] Por ejemplo, se podría evitar el efecto coaseguro si se consiguiera renegociar los contratos de deuda ante la posibilidad de que el coaseguro sea la causa de que no se produzca la unión de las dos empresas. Sin embargo, como en otros planteamientos (Grossman y Hart, 1980; Gertner y Scharfstein, 1991) se puede producir un comportamiento

abordar la relación entre apalancamiento y probabilidad de toma de control: de una parte, el apalancamiento puede estar correlacionado con la probabilidad de toma de control debido a motivos diferentes del que aquí se pretende analizar (coaseguro); y de otra, el potencial de coaseguro[289] aumenta tanto la cantidad como el riesgo de la deuda, de manera que si empresas que tienen una estructura de activos volátil tienden a usar menos deuda que los que poseen una estructura menos volátil, por sí solo el dato del apalancamiento financiero no es un buen indicador del potencial de coaseguro. Sin embargo existen algunos medios para intentar evitar que el coaseguramiento disuada la posible toma de control: a) que la empresa objetivo sea adquirida por la entidad oferente como una filial, de forma que los antiguos acreedores de la objetivo no ganan nada en el proceso; y b) vender directamente los activos de la sociedad objetivo a la adquirente, lo cual por una parte dejaría aún la probabilidad de toma de control menor para las empresas con un potencial de coaseguro importante, a la vez que haría que la probabilidad de un cambio sobre el control de los activos fuera igualmente viable con independencia del efecto coaseguro. Billet (2996), en su estudio demuestra que la probabilidad de toma de control disminuye en la cantidad relativa de deuda arriesga en circulación, para lo cual emplean el riesgo de la deuda de la empresa (medido por su calificación del crédito -credit rating- y su apalancamiento) con el fin de aproximar el potencial de coaseguramiento de la deuda de la empresa. El resultado es consistente con la noción de que la probabilidad de toma de control de una sociedad disminuye según aumenta el potencial de coaseguramiento de su deuda, lo cual no quiere decir que el potencial de coaseguramiento sea el único medio por el cual la deuda con riesgo desanima los intentos de adquisición. Además, cuando las empresas apalancadas que sólo emplean deuda privada son incluidas en el estudio, no hay diferencia significativa con el efecto coaseguro, siendo una de las razones potenciales que dicho efecto dependa de la existencia de deuda pública en la estructura de capital considerada.

Un empleo diferente del endeudamiento se deriva de su utilización como medio para evitar la expropiación de riqueza a los accionistas por parte de un suministrador. En este sentido Subramaniam (1996) considera la relación empresa-proveedor cuando el suministrador está ofreciendo un factor muy especializado. Resulta evidente que, una vez firmado el contrato, el proveedor tiene incentivos a mantener un comportamiento oportunista (retrasar las entregas, ir a la huelga, etc.) puesto que la empresa no puede prescindir de él. Si la empresa, con anterioridad a la firma de contrato, anticipa dicho comportamiento, el resultado será, como en tantas ocasiones, un problema de inversión ineficiente (infrainversión). Sin embargo, este autor presenta un razonamiento que permite mitigar el problema de infrainversión: cuando la sociedad puede proceder a retirar acciones mediante la emisión de deuda. Si esta es valorada adecuadamente no produce transferencias de riqueza a los accionistas y al ser un derecho preferencial de cobro tiene como consecuencia que los ingresos, que tras una negociación hubieran extraído los suministradores de la sociedad, se ven reducidos en el importe de la deuda[290].

---

de *free-raider* si la deuda es pública y está ampliamente distribuida, pues cada acreedor mantendrá su deuda con la esperanza de que el resto renegocien, y con ello el acreedor que no proceda a renegociar su deuda consiga el efecto coaseguro. Si todos los propietarios de deuda siguen este planteamiento, al final no tiene lugar la toma de control.

[289] Se define como la diferencia entre el valor de mercado de la deuda y su valor si no consiguiera llegar a ser sin riesgo.

[290] Este autor cita otras referencias de artículos relacionados con esta función de la deuda para solucionar el problema de *hold-up*, como Bronars y Deere (1991), pero éstos ignoran la decisión de la empresa y el problema de infrainversión, además que en este modelo la deuda sin riesgo no protege la riqueza de los accionistas, sino que supone un pago fijo que se le escapa al suministrador, pero que no afecta al rendimiento marginal de las inversiones y por lo tanto sigue acometiéndose un nivel de inversión ineficiente.

También cita el trabajo de Perotti y Spier (1993), en el cual la deuda es emitida antes de que se realice la

4.- Actuaciones con información privilegiada.

Cuando se esgrime el argumento de que las operaciones de tomas de control son iniciadas por personas que disponen de información privilegiada, resulta más que evidente que la justificación de los aumentos de riqueza que se puedan obtener con anterioridad al anuncio de la transacción se atribuyen al empleo de dicha información en las operaciones de compra-venta de títulos, lo que constituye una conducta ilícita en el mercado de valores del inversor especialmente informado.

La existencia y el empleo de información privilegiada como medio para obtener una ganancia que permita batir al mercado implica directamente que la eficiencia informativa del mismo no pasa de ser semifuerte (Fama, 1970), pues en caso de eficiencia informativa fuerte del mercado, el precio del título refleja de forma correcta, insesgada y en todo momento, el conjunto de la información relevante para asignar un valor a dicho bien, esto es, tanto la información de la serie histórica de precios pasados, como la información públicamente disponible por cualquier inversor, y la información privada que está sólo al alcance de determinados individuos especialmente informados, siendo esta última la única que puede constituir información privilegiada. Por tanto, si se demuestra la eficiencia fuerte del mercado de valores, no nos puede servir el argumento de la utilización de información privilegiada como base para justificar los procesos de toma de control, bien en su ocurrencia o en la ganancia asociada.

En realidad, la cuestión a estudiar se concreta en dos hipótesis mútuamente excluyentes:

a) El mercado se anticipa, es decir, descuenta, la información relativa a la toma de control, por lo que en caso de producirse ganancias, éstas no se deben a la ineficiencia del mercado de valores.

b) En los momentos anteriores a la toma de control se produce una fuga o revelación de información privilegiada, a la cual sólo tienen acceso un grupo muy reducido de inversores generalmente vinculados con la empresa y que hacen uso de ella para realizar sus transacciones. Evidentemente, en esta situación se está produciendo un delito, pues dichos inversores no cumplen con la legislación que recogen mayoritariamente los países occidentales en cuanto a dar a conocer a todo el mercado esa información relevante para la formación del precio, siendo en este caso las tomas de control, para algunos autores, indeseables desde un punto de vista social.

Aún cuando los argumentos teóricos son clarificadores con relación a esta explicación de los procesos y ganancias de una toma de control, la forma de contrastar las dos hipótesis alternativas no suele resultar fácil. Como aproximación a la existencia de información privilegiada en las transacciones de títulos anteriores a la toma de control se suelen observar dos parámetros del mercado: el precio del título y su volumen de contratación. Así, el precio del título se espera que sea más volátil y que aumente en la fecha de anuncio o con anterioridad a la toma de control, como manifestación de la información que se divulga por la actuación de los inversores con información privilegiada. En cuanto al volumen de contratación, volúmenes sustancialmente elevados con anterioridad a la suspensión de cotización pueden ser un elemento que apunta cómo que determinados inversores están realizando muchas operaciones empleando información no conocida por el mercado.

---

inversión, pues la diferencia relativa al momento de emisión es muy importante. Al ser emitida en ese preciso instante ayuda a la empresa ante el problema de infrainversión pero también fuerza a los trabajadores a reducciones salariales. En el trabajo de Subramaniam (1996) el hecho de que se emita la deuda con posterioridad a la firma del contrato hace que el proveedor no tenga alcance a parte del resultado de la empresa y además demuestra que el nivel de inversión elegido por la empresa se aproxima más al nivel de eficiencia.

Los estudios previos han mostrado que las ganancias de negociar son mayores para los que poseen información privilegiada (Finnerty, 1976). De forma indirecta argumenta que mayor acceso a información privilegiada más rentable, conduciría a mayor actividad de negociación de títulos.

Kryzanowski (1979), desde un análisis circunscrito al examen de las consecuencias económicas de la suspensión de cotización y su obediencia real a la protección del accionariado en el mercado de valores de Canadá, se cuestiona la eficiencia en forma fuerte de dicho mercado: si al reanudarse la cotización la eficiencia es al menos semifuerte, la información debería estar incluida en el precio de apertura y en un determinado sentido, según reflejase información positiva o negativa de la sociedad. Realizado un análisis empírico para el período que abarca desde el 1 de enero de 1967 al 31 de diciembre de 1973, diferentes formas de tomas de control son contempladas como "buenas noticias", poniendo de manifiesto que durante el período de suspensión se revela información al mercado aunque no queda del todo claro si dicha información es reflejada por completo en los precios posteriores a la apertura. El autor concluye que, supuesto que el modelo de estimación de los rendimientos tiene capacidad descriptiva y el comportamiento de los precios de los títulos es consistente con la hipótesis de eficiencia, "el estudio ha identificado a un nuevo grupo de partícipes en el mercado quienes aparentemente tienen un acceso monopolístico a la información, pues los hechos claramente identifican a los legisladores como que tienen acceso a nueva información significativa tanto favorable como desfavorable que no es reflejada completamente" en los precios de las acciones con anterioridad a la suspensión. Para los títulos objeto de estudio, el mercado no es eficiente en forma semifuerte para la información pública desfavorable, en tanto que parece ser eficiente en forma semifuerte para la nueva información favorable.

Keown y Pinkerton (1981) reconocen que aún cuando la legislación de la SEC (Securities Exchange Comission) es estricta en lo relativo a revelación de información, no abarca totalmente el delito de información privilegiada en cuanto resulta difícil de perseguir las posiciones tomadas por personas relacionadas o amigos de los directivos y consejeros. En un examen del comportamiento de los precios diarios -con anterioridad al anuncio- de 194 empresas adquiridas con éxito en el período 1975-1978, el análisis de los residuos de éstas comparado con el de aquéllas que no están sometidas a cotización y han experimentado el mismo suceso puede servir de contraste al hecho de si la transacción en un mercado organizado desalienta las operaciones con información privilegiada. El suceso que en este estudio motiva la posible utilización de información privilegiada no es otro que los anuncios de fusión. En el anuncio de este tipo de eventos confluyen dos circunstancias especiales: normalmente lleva implícito información de importancia para la formación del precio y su contenido posiblemente será conocido por un número relativamente amplio de personas. La contrastación empírica consistió en el enfrentamiento de una muestra de empresas cotizadas con otra de empresas no cotizadas en mercados organizados (*over the count,OTC),* para fusiones ocurridas en el periodo 1975-1978. Los resultados indican que más de la mitad de los residuos diarios fueron positivos en cada uno de los cinco días anteriores al anuncio; se observa un importante volumen de negociación basada en información interna con relación a la fusión, comenzando aproximadamente con un mes de anterioridad a la fecha de anuncio, con una infracción sobre la negociación privilegiada en los días 5 al 11 anteriores al anuncio, lo que unido a un aumento en el volumen de contratación refuerza el apoyo a la hipótesis de información privilegiada con anterioridad a las fusiones, más aún cuando la gran mayoría de las operaciones no fueron realizadas por personas supervisadas por la SEC. Asimismo, se ponen de manifiesto diferencias mínimas entre los movimientos de los precios en los mercados OTC y en los organizados, que no son estadísticamente significativas, aunque la subida del CAR fue mayor para las cotizadas en bolsas de valores.

Madden (1981), por su parte, se plantea por vez primera el contraste de la eficiencia del mercado de valores a través de la reacción del precio de los títulos ante la revelación pública de adquisiciones

empresariales parciales. El razonamiento utilizado radica en que si los rendimientos para los accionistas de las sociedades adquiridas son anormales fuera del mes del anuncio, supondrá una constatación en sentido negativo de la forma semifuerte de la eficiencia informativa del mercado. Su estudio trabaja con anuncios informales en la prensa financiera y la cumplimentación del modelo 13-D de la SEC por parte de adquirentes de más del 5% de las acciones y permite concluir que se produce un rendimiento anormal positivo y significativo en el mes del anuncio, en el mes precedente y en los tres meses anteriores al suceso. Estas reacciones pueden deberse a la presión de compra que ejerce el adquirente o a la información asociada con un aumento del volumen negociado, y en el mes del anuncio, a la información contenida en el mismo. La debilidad del rendimiento anormal significativo tras el anuncio parece consistente con la hipótesis semifuerte de eficiencia del mercado de valores.

Malatesta y Thompson (1985), en una línea de argumentación similar a la de Maden, encuentran que para una muestra de empresas que indicaron con anterioridad la intención de realizar adquisiciones, el rendimiento anormal es negativo cuando ocurre el intento, atribuyendo los resultados a que los inversores no están de acuerdo en la asignación de una probabilidad no nula a la ocurrencia de la adquisición. Mikkelson y Ruback (1985), por su parte, recogen una muestra que examina las compras empresariales de acciones de otras empresas, donde se incluyen tomas de control, encontrando que las sociedades objetivo de las compras presentan un rendimiento anormal positivo estadísticamente significativo 60 días antes de la fecha del anuncio.

La cuestión examinada por Demsetz (1986) es si la negociación con información privilegiada supone una compensación secundaria para los accionistas que controlan la sociedad objetivo y, en caso de ser cierto, cuáles son sus características y consecuencias. Una mayor participación en el capital de la empresa supone en principio un mayor poder para obtener representación en el consejo de administración y ejercer influencia sobre el equipo directivo, lo que unido al contacto continuo con los temas de la empresa que el mismo implica, debe suponer un acceso más fácil a la información privilegiada. El interés de estos grandes accionistas por conocer las "buenas noticias" sobre la empresa más que las "malas noticias" supone un incentivo para que éstos establezcan un control efectivo sobre la empresa y su equipo directivo del que al final se deriven consecuencias potivas de las que sea posible obtener ciertos beneficios bajo el ropaje de la información privilegiada. La competencia por sustituir a los accionistas que detentan el control determina el precio de adquirir el mismo; la incapacidad de controlar a los accionistas para alterar sus participaciones accionariales de forma importante y rápida, sin afectar drásticamente los precios de las acciones, conducirá a una limitación efectiva del rendimiento que es posible obtener.

Para el análisis empírico, Demsetz emplea los datos de accionistas internos de la SEC para 1980 y calcula el volumen de negociación privilegiada como un porcentaje de las acciones de los internos para dos conjuntos de empresas obtenidas del trabajo de Demsetz y Lehn (1985). El primer subconjunto contiene 28 empresas que muestran el mayor grado de concentración de la propiedad, en tanto que el segundo contiene 28 empresas que presentan una concentración de la propiedad tan baja que ningún accionista posee más del 0'02% de los títulos. Si la posibilidad de acceso a información interna de la que es posible obtener rendimientos positivos es mayor para los accionistas que poseen relativamente más acciones, la primera submuestra debería revelar mayor participación en el volumen de negociación bursátil por parte de los accionistas internos. De hecho, hay siete veces más implicación en la negociación privilegiada; las acciones realmente intercambiadas por personas clasificadas como internos, que poseían un porcentaje de las acciones del 64%, contrasta con el 9% poseído por el segundo grupo. El acceso a información reservada parece que está relacionado con la importancia de la participación en la propiedad de acciones en la empresa. Un contraste directo de la importancia de las ganancias por negociación interna, como un incentivo para mantener posiciones de control en la propiedad, podría

también ser efectuado al examinar la relación entre *rentabilidad* de la negociación realizada por los internos y la concentración de la propiedad mantenida por ellos; esto evitaría el problema de que la información de la negociación realizada por internos que proporciona la SEC en *volumen* fuera menor a la que realmente tuvo lugar. Desafortunadamente, el autor no dispone de la información relativa a la rentabilidad obtenida por los internos, si bien considera que el riesgo específico de la empresa puede constituir por sí mismo una medida del potencial de ganancia de la negociación interna[291]. La información que se deriva de factores comunes de riesgo, tales como la creciente dependencia de los mercados de capitales, será de sobra conocida y antincipada por los partícipes en el mercado; obtener una ganancia con este tipo información será realmente difícil dado que la intensa competencia hará que se revele a todos quienes están bien posicionados para tener la misma información. Por el contrario, el conocimiento por adelantado acerca del cierre con éxito de un nuevo contrato de especial relevancia (información específica) es más probable que esté restringido a las personas de la empresa que participan en dicho contrato; negociar sobre la base de dicha información es probable que sea menos competitiva por parte del resto de inversores y acabe proporcionando un mayor impacto en las ganancias obtenidas por los poseedores o conocedores de dicha información. Como la lógica parece indicar, esta información se encontrará con mayor frecuencia en aquellas empresas que muestran un elevado nivel de riesgo específico[292]. La correlación positiva entre concentración de la propiedad y riesgo específico de la empresa encontrada en el estudio de Demsetz y Lehn (1985), parece apoyar precisamente la proposición realizada acerca de que la oferta de los propietarios de control está positivamente relacionada con la rentabilidad potencial de ser accionista interno. La interpretación dada sobre esta relación positiva en el estudio de Demsetz y Lehn (1985) versa sobre argumentos de diferente índole. A este respecto, en dicho trabajo se considera que el riesgo específico de la empresa supone un índice de la inestabilidad de la misma, conduciendo a la demanda por parte de los accionistas de control de una mayor recompensa. Esta compensación podría venir de la mano de una mayor concentración de la propiedad que sea capaz de suscitar el aprovechamiento de oportunidades que supongan un aumento del valor de mercado de la empresa y que se traduzcan en una compensación secundaria para los accionistas en forma de información privilegiada; esta compensación complementaria sería indudablemente mayor en aquellas empresas que mostraran unas condiciones de actividad más inestables. Lo cierto es que además de estos beneficios potenciales para los accionistas internos en empresas con un nivel superior de riesgo, también surgen ciertos costes especiales en la medida en que es preciso realizar una actividad de control en la que el resto de propietarios no tienen porqué implicarse. Por supuesto, los accionistas controladores no son sólo las personas que están en posesión de información anticipada. Otros partícipes con acceso a esa información incluye a los empleados clave, banqueros, y quienes realicen negocios con la empresa ¿Están obteniendo una ganancia por negociar con información interna sin mejorar las operaciones de la empresa?[293] Lo que sí parece claro es que tanto si se trata de accionistas como si se trata de otro tipo de

---

[291] Las empresas de alto riesgo sistemático son aquellas cuyas fortunas están ligadas en mayor grado a factores que no influyen en muchas otras empresas.

[292] Los cálculos realizados para un subconjunto de 159 empresas de la muestra de Demsetz y Lehn presentan una mayor correlación entre el ratio de negociación interna sobre negociación total (medido para 1980) y sobre riesgo específico a la empresa (medido sobre el periodo 1975-1980). La correlación es 0'45%, estadísticamente significativa al 99%.

[293] Algunos de ellos no cabe duda que están en cualquier episodio de nueva información. Pero los economistas somos sospechosos ante los hechos de "buffet libre". La apariencia de uno a menudo refleja nuestra incapacidad de observar el precio fácilmente. En este caso, probablemente reflejará nuestra ignorancia de qué se demanda de las personas persiguiendo de forma regular el acceso a información interna. Los empleados claves soportan el riesgo de especialización en su capital humano para la necesidad de la empresa. Los banqueros y otros que realizan importantes negocios con una empresa no sólo reciben información de la empresa sino que también aportan información a la misma. La información interna es una forma de pagar por los servicios de ellos, la cual, en su

partícipes, la negociación con información privilegiada crea oportunidades de ganancia a expensas de los demás. Esas transferencias de riqueza pueden ser contempladas como una parte del coste que soportan los accionistas minoritarios por asegurarse una supervisión más efectiva de la empresa. Dado que este coste falla en mayor grado en los accionistas minoritarios, quienes con mayor frecuencia realizan transacciones, los minoritarios mantendrían su posesión de acciones durante mayores períodos que lo que lo harían en ausencia de negociación privilegiada. Las estrategias de compra y venta no darán una protección perfecta contra la negociación interna dado que imponen costes de iliquidez a los inversores. Las ganancias de negociación interna elevan los problemas de las acciones, no sólo entre internos y "externos", sino también entre accionistas minoritarios que muestran diferentes costes de liquidez. Sin embargo, la legislación en la persecución de reducir las ganancias por negociación interna hace más difícil mantener los intereses de los propietarios de control para emplearse en las tareas de supervisión.

Las transferencias de riqueza asociadas con negociación privilegiada pueden ser menores de lo que se piensa si los externos pueden anticipar este tipo de operaciones. Aunque la tendencia general de una acción para ser negociada intensamente por parte de los internos ofrece una guía plausible para la futura negociación privilegiada, el impacto financiero esperado de la misma en los externos puede ser demasiado pequeño, por transacción, como para garantizar un análisis detallado. De todas formas, será mejor aceptar simplemente la cantidad media de negociación privilegiada que caracteriza una cartera diversificada. En la medida en que los externos puedan y realicen sus previsiones, pueden limitar sus pérdidas para los internos por medio de reducciones en su demanda de acciones, lo más probablemente para confrontarlas con negociaciones sin ventajas informativas. Los inversores descontarían esas acciones, o requerirían unos mayores dividendos de ellas, tal que igualaran las tasas de rentabilidad *obtenidas* tras las pérdidas generadas por la actividad de los internos. Esta implicación de mercados eficientes requiere tasas de rentabilidad *anteriores* (*gravadas*), medidas antes de las pérdidas para los internos, que fueran mayores para las acciones de externos que con mayor probabilidad presentasen una negociación desventajosa informativamente para los primeros. La diferencia en las tasas anteriores de rentabilidad no serían arbitradas de forma externa por los externos, dado que son necesarias para igualar las tasas de rentabilidad realizadas.

Con una submuestra de 159 empresas de la muestra procedente del trabajo de de Demsetz y Lehn (1985), Demsetz encuentra que existe una correlación significativa entre las tasas de rentabilidad de mercado anteriores (*recorded*), medidas sobre el período 1975-80, y el ratio de negociación de internos con relación a la negociación total medida en 1980; los dos parámetros muestran ser estadísticamente significativos a un nivel del 8%. Este resultado apoya la idea de que los inversores descuentan con fuerza las acciones negociadas por los internos, aunque también puede reflejar la ocurrencia de que una parte desproporcionada de la negociación de internos fue realizada con anticipación a las buenas noticias[294].

El estudio de Larcker y Lis (1987, págs. 111-113) presenta un enfoque novedoso basado en la idea de que si los precios de equilibrio de mercado son informativamente eficientes, incorpororán suficiente ruido como para crear incentivos para los negociadores que se involucren en la adquisición de información privada sin coste, siendo esto habitual en las fusiones y adquisiciones, en las que existe una incertidumbre alrededor del resultado que produce un diferencial entre el precio de la acción en la fecha formal del anuncio y el precio ofrecido por la sociedad adquirente. Estos autores mantienen la hipótesis

naturaleza, es difícil de recompensar a través de contratos explícitos.

[294] Por otra parte, para las mismas acciones, no existe correlación significativa entre esta medida de la importancia de la negociación de internos y el intercepto del modelo de mercado (estimado para el período 1975-1980 en el estudio de Densetz y Lehn, 1985), lo que sugiere que se requiere un análisis posterior para aislar los efectos de negociación de los internos de la inversión sin riesgo, una tarea probablemente difícil si ambos reflejan la tasa a la cual la nueva información tiene su impacto en el precio de las acciones.

de que existen inversores que realizan operaciones de arbitraje cuando se implican en adquirir información costosa para solucionar parte de la incertidumbre asociada con el valor final de la empresa. Estos inversores intentan generar información que les permita calcular el precio "correcto" del título y, abstrayéndose de la aversión al riesgo, compran tantas acciones como su previsión acerca del precio del título (descontados los costes de transacción) exceda al precio actual de mercado. De aquí se sugieren dos proposiciones para su contrastación empírica. De una parte, esos inversores mostrarán una capacidad superior para prever las reorganizaciones en las que las recompensas actuales excedan al valor de mercado de la acción, de forma que si los que realizan operaciones de arbitraje están "mejor informados" que el propio mercado, podrían adquirir información relacionada con el éxito o fracaso que en último lugar tendrá la reorganización, así como con la existencia de aumentos del precio tras la operación: si esta clase de inversores tienen información superior con relación a la probabilidad de éxito de la reorganización, sería de esperar que observáramos que toman posiciones largas en las empresas con un éxito, actual o *ex post*, que es mayor que la media determinada por el mercado para dichas empresas. Por otra parte, lo anterior se reflejaría en un rendimiento positivo obtenido por estos inversores en sus carteras de títulos. Su evidencia empírica confirma la capacidad predictiva superior y, con ciertas reservas, los rendimientos positivos.

Además, muchos legisladores han interpretado la preocupación del público por estas actividades ilegales de información privilegiada como un soporte político para propuestas legislativas que restrinjan las tomas de control (Jarrell y Poulsen, 1989, pág. 225). Con el fin de aportar alguna evidencia, el estudio de Jarrell y Poulsen (1989) se centra en analizar el precio de la acción y su volumen de contratación para determinar cómo el mercado de información actúa para anticipar las OPAs, así como analizar si es apropiado emplear una negociación de títulos previa a la oferta como evidencia de transacción en presencia de información privilegiada. Para ello completan su información con la observación de algunas características que pueden afectar al fenómeno objeto de estudio como son: la información en los medios de comunicación, la adquisición previa del oferente o la naturaleza amistosa u hostil. Los resultados conducen a que la información de los medios de comunicación en términos de rumores sobre un impedimento hacia la oferta es la variable explicativa más importante, y que las primas no anticipadas son menores y la negociación mayor cuando el oferente tiene una gran participación; en tanto que el hecho de ser amistosa u hostil no revela nada. Concluyen que cietos factores existentes en el mercado con anterioridad a la oferta desempeñan un papel relevante en lo que de otra forma sería tachado de actuación con información privilegiada.

En su trabajo de 1990, John y Mishra abordan otra línea de explicación totalmente distinta a las anteriores sobre los anuncios de tomas de control, centrada en los mecanismos de transmisión de información al mercado. El análisis de las reacciones de los precios de los títulos abordadas para los anuncios empresariales de diferente contenido relativo a decisiones financieras, presentan la evidencia de que transmitieron algún tipo de información privada al mercado de la inicialmente poseída por los accionistas internos; estos estudios, tradicionalmente basados en modelos de señales, y construidos para para explicar la reacción del precio, han presentando algunas limitaciones[295]. Esta circunstancia lleva a los autores a proponer un modelo "neto de transacciones de internos" como una señal empleada por los

[295] El equilibrio se alcanzaba asumiendo que los accionistas internos no pueden negociar con sus títulos después de emitir una señal exagerada. En unos modelos se supone explícitamente, en otros se fuerza a través de parámetros exógenos de la función del salario directivo o se supone implícitamente. Las restricciones anteriores tienen consecuencias porque: a) hay una gran evidencia significativa de transacciones con información privilegiada alrededor de los anuncios empresariales, y b) si la negociación neta de los accionistas internos está influida por la información privada que ellos tienen, comprender las operaciones que realizan y el contenido de sus informaciones sería importante para estudiar el anuncio empresarial.

accionistas internos *conjuntamente* con la actividad genérica de señalización que es el objeto de la emisión de anuncios por parte de la empresa. La actividad de negociación de los internos sería una de las señales más directas disponibles por parte de ellos para comunicar su información privada al mercado, en un entorno en el que éstos disponen de información superior acerca de las perspectivas futuras de la empresa, resultando de hecho que la revelación de las transacciones de los internos son empleadas activamente por los servicios de inversión como señales de "compra" y de "venta". En su trabajo se modeliza un equilibrio en dónde los internos pueden negociar estratégicamente en busca de su propio interés adhiriéndose a las normas de revelación, dependiendo de su información privada, y esta interactúa con la información contenida en el anuncio empresarial. Los internos aceptan que sus intercambios afecten a su bienestar no solo directamente a través de las ganancias de la negociación sino también indirectamente por medio de la credibilidad de sus actividades de señalización, y por lo tanto la efectividad de su coste. En este modelo los internos señalizan simultáneamente los anuncios de inversión y sus niveles de participación en la propiedad de la empresa. Dado que los inversiones externos pueden inferir toda la información privada de cualquier señal exclusivamente, los internos no *necesitarán* estrictamente señalar con cualquiera de los dos mecanismos. En su lugar, muchas empresas con información interna de valor emplearán *ambas* señales. Sin embargo, la naturaleza de la mezcla de señales eficientemente elegida puede depender de las característica de la empresa que realiza tal señalización. En particular, y dado que los atributos de la información privada podrán influir en la productividad de las nuevas inversiones, se considera si las empresas elegirán infrainvertir (en comparación con los niveles de información completa) o sobreinvertir, en el equilibrio final de señalización eficiente. Por facilidad de referencia, categorizaremos las empresas en tres clases sucesivas basadas en la relación de la productividad marginal de la nueva inversión y la información privada atribuida[296]. En el equilibrio de señalización eficiente, en cualquiera de las categorías los internos mantienen posiciones no diversificadas de su propiedad en las acciones de la empresa[297]. El equilibrio final muestra que el efecto anuncio de un aumento de inversión se muestra positivo para las acciones y la deuda de las empresas en crecimiento, en tanto que es negativo para los títulos de las empresas en declive y neutral para las empresas maduras. El modelo genera detalladas implicaciones empíricas derivadas del efecto anuncio de los cambios en inversión y cambios en la participación en el capital por parte de los internos, para los precios de las acciones y de la deuda. Los efectos derivados del anuncio se relacionan con la intensidad de la respuesta del precio a medidas de la información privilegiada, la varianza de los beneficios, y las características de la tecnología de la empresa (en crecimiento, madurez o declive). Variables aproximadas empíricas para la tecnología de la empresa se pueden construir de las medidas de crecimiento y de los ratio q de Tobin. Los datos actuales disponibles de anuncios de inversiones en capital, participación en la propiedad, y negociación por los internos, se pueden usar para contrastar estas predicciones. En este modelo, los internos tienen una información superior acerca de un único atributo del que depende el VAN de su conjunto de oportunidades de inversión, pudiendo enviar cambios en esta información a los externos a través de múltiples combinaciones de revisiones de su participación accionarial (alfa) y de las inversiones anunciadas. Dado que sólo existe un atributo privado y dos señales independientes, la mezcla eficiente de las señales debe, por tanto, minimizar el coste de señalización en el que se incurre. Una de las características novedosas del modelo es que la interpretación adecuada de la señal de inversión estaría condicionada con la concurrente negociación de

---

[296] Para las empresas *creciendo*, esta relación es creciente; para las empresas *en declive*, esta relación es decreciente; y para las empresas *maduras*, no existe relación.

[297] Sin embargo, sólo las empresas en crecimiento o declive se desvían de sus niveles de crecimiento óptimos con información completa; las empresas maduras invierten a los niveles de información completa óptima, las empresas creciendo sobreinvierten, y las declinando infrainvierten.

los internos. En otras palabras, si la inversión aumenta señala "buenas noticias" o "malas noticias", dependiendo de la otra señal (la cantidad de negociación del interno). Para las empresas con venta de internos neta, la respuesta del precio de la acción sería negativa, para los otros positiva. En el equilibrio, las empresas señalan tanto con sus revisiones de alfa como con su inversión: cuando la inversión se toma como fija, aumentos no esperados de alfa logran un aumento en los precios de acciones y deuda; sin embargo, cuando alfa es fijo, el efecto anuncio de la inversión es negativo para las empresas en declive y positivo para las que están en crecimiento. Los efectos anuncio detallados también caracterizan cómo la intensidad de respuesta del precio varía con alfa, la varianza de los flujos de caja, la aversión al riesgo del empresario, y la clase de tecnología de la empresa (crecimiento o declive).

Por su parte, el trabajo de Haw *et al.* (1990) intenta analizar la capacidad de la información públicamente disponible para explicar los movimientos *runups* del precio de las acciones de la sociedad objetivo con anterioridad al anuncio de OPA o fusión, dado que son interpretados por algunos legisladores como un fallo del sistema de revelación pública de información. Al centrar su crítica en torno al día en que se anuncia la adquisición, ignoran que los inversores a menudo tienen accesos a fuentes más variadas de información pública que incluyen los anuncios de negociaciones preliminares, compras de pequeños bloques y rumores. Siguiendo la metodología de estudio-evento, sus resultados demuestran que, para su muestra de 121 empresas del período 1967-1980, es importante la actividad del mercado que ocurre antes de que pueda identificarse la primera revelación pública de algún tipo de información sobre la compra potencial.

Jayaraman *et al.* (1991) analizan en la misma línea la posibilidad de que se pueda producir una anticipación a la ocurrencia de una fusión por parte del mercado. Para ello, y a diferencia de otros trabajos, emplean una metodología que se basa en el análisis de la volatilidad implícita en los títulos de las empresas mediante el estudio del comportamiento en el mercado de las opciones sobre esos títulos. El empleo de esta técnica se plantea debido a la creencia de que los estudios basados en el rendimiento previo de los títulos alrededor del período de anuncio produciría una medida del impacto económico de la fusión sólo si se establece como hipótesis que los inversores no han anticipado la ocurrencia de dicho suceso antes del período de anuncio, dado que si ha sido parcialmente anticipado, entonces el rendimiento anormal en el período de anuncio tan sólo mide el efecto de la resolución de la incertidumbre con relación al momento exacto del anuncio, la identidad de la empresa oferente o el precio final de oferta. Por lo tanto, si el mercado anticipa la fusión antes de su primer anuncio los rendimientos de los accionistas de la objetivo en la proximidad de la fecha del mismo no deberían reflejar todo el impacto económico de la fusión. En su trabajo analizan la fuga de información sobre la compra potencial antes del primer anuncio de OPA o fusión, examinando el comportamiento de los precios de las opciones de compra cotizadas de esas empresas objetivo alrededor del anuncio. La razón para proceder de esta manera se fundamenta en el hecho de que el valor de las opciones de compra depende de la percepción por el mercado de la varianza futura del rendimiento de la acción subyacente, y dado que la varianza aumenta generalmente durante un período en el cual se revela nueva información sobre la empresa, cabría esperar que el precio de las opciones de compra sobre las acciones de la empresa objetivo reflejara este cambio esperado en la varianza con anterioridad al anuncio, si éste resulta anticipado por el mercado. Las opciones nos suministrarán una forma de estimar un cambio en la varianza no observable a través de los precios de las acciones. Adicionalmente, se trae a colación el argumento de que algunos inversores consideran las opciones como una forma de inversión en el corto plazo superior a la inversión en el subyacente, dado que tiene menores costes de transacción, menores márgenes de depósitos y no tienen reglas *uptick* con relación a la venta en descubierto, por lo que los valores de las opciones revelarían información antes que los precios de las acciones. Los resultados del estudio sobre una muestra de títulos y sus opciones cotizados en la bolsa de Nueva York, de 29 empresas

durante los años 1975-1984, parecen corroborar la hipótesis, dado que en el 93% de la muestra las volatilidades implícitas de las acciones aumentan antes del primer anuncio de oferta y disminuyen en el día del anuncio de la primera oferta, con lo que concluyen que los mercados anticipan un intento de compra antes del anuncio de la primera oferta por parte de la empresa objetivo[298].

Sanders y Zdanowicz (1992) introducen un punto de discrepancia en la fundamentación de anteriores trabajos al sugerir que la evidencia previa sobre la obtención de rendimientos anormales medios en la fecha anterior del anuncio para las sociedades objetivo no puede interpretarse de forma directa como procedentes de la existencia de información privilegiada. En su opinión, estudios como el de Jarrell y Poulsen (1989) cometen el error de aislar el intervalo preanuncio específico sobre el cual la información privilegiada *podría* tener lugar, lo que hace difícil separar otras explicaciones alternativas del aumento del precio. En el estudio realizado por Sanders y Zdanowicz, sin embargo, se distinguen a aquellas empresas que fueron sociedades objetivo de cambios con éxito en operaciones de control y para las cuales la fecha de iniciación del cambio fue posteriormente recogida en un *proxy statement* o 14-D1, durante el período 1978-1986. Además, a diferencia de los trabajos anteriores, emplean como fecha del anuncio público la historia de señal del periódico Wall Street Journal -bien directamente o como rumor- de un intento de cambio en el control. Por último, además de controlar el rendimiento y volumen medio de negociación de los títulos, se examinan las adquisiciones realizadas por internos en el mercado abierto durante el período en el cual podrían haber negociado basándose en información privada relacionada con un cambio inminente en el control. Sus resultados no encuentran ninguna evidencia que apoye la hipótesis de información privilegiada.

En este mismo orden de cosas, y a decir de Aitken y Czernkowski (1992, pág. 3), sólo cabe calificar como "explicación anecdótica" el hecho de que cambios significativos en precios y volúmenes de contratación con anterioridad a una toma de control puedan ser calificados como un problema de negociación con información privilegiada (*insider trading*). Su conclusión es que los volúmenes y rendimientos de los títulos inesperados y significativos se deben a la aplicación de una metodología de investigación errónea al no controlar adecuadamente la identificación de las fuentes de información públicamente disponibles. El trabajo de estos autores suministra evidencia de que al ajustar las fechas de los anuncios para tomar en consideración las fuentes de información alternativas disponibles públicamente, se reducen los rendimientos y volúmenes de contratación no esperados con anterioridad a la oferta de toma de control. Con este objeto, se analiza si los aumentos en el precio y en el volumen pueden ser explicados por los informes que las noticias de los medios de comunicación dejan filtrar con anterioridad al anuncio oficial de la toma de control, siguiendo la metodología de Poulsen y Jarrell (1987).

Sobre una muestra de 66 entidades cotizadas en la Bolsa de Australia desde 1981 a 1988, y controlando la posibilidad de otras ofertas contaminantes de la información así como las exclusiones que pudieran plantearse por otras causas, el estudio revela que cuando las fechas de anuncio de tomas de control se ajustan teniendo en cuenta los informes de los medios de comunicación acerca de la empresa objetivo, se reducen tanto el rendimiento no esperado como el indicador de volumen de subida del precio, sugiriendo no sólo que sucede una negociación pre-fusión legítima (basada en la especulación de los medios de comunicación), sino también que el fallo de los anteriores investigadores en controlar este tipo de información puede ser el responsable de parte de la evidencia obtenida.

---

[298] Otro trabajo que emplea la técnica de la determinación de la volatilidad implícita de las acciones mediante el análisis de las opciones sobre las mismas, con el fin de examinar si sirven para determinar las candidatas a adquisición es el de Acker y Attfiel (1996).

En el trabajo de Golbe y Schranz (1994), se dan entrada a los requerimientos legales que obligan a la revelación de una oferta antes de que un paquete de acciones de control sea adquirido por los oferentes y estimulan a pagar un extra a arbitrajistas antes del anuncio de la oferta. Por contra, cuando no hay restricciones legales un oferente neutral ante el riesgo puede adquirir dicho paquete de control pagando a cada accionista el valor bajo la dirección actual más los costes privados de venta (tales como impuestos y otros costes de información o de transacción). En algunas circunstancias la firma oferente tiene incentivos para pagar a arbitrajistas de manera que los accionistas con los menores costes de venta provean las acciones necesarias al oferente para adquirir el paquete de control. La información privilegiada crea la oportunidad para los arbitrajistas de ofrecer a los accionistas no informados un precio suficiente para inducirles a vender. Los costes de venta más bajos de los arbitrajistas reducen el precio mínimo de oferta con éxito si los arbitrajistas compran las acciones pivote que garantizan el control. La dirección de la empresa objetivo tiene similares incentivos para explotar las diferencias en las valoraciones de las acciones provenientes de la existencia de diferentes costes de venta.

La enmienda Williams Act de la Securities Exchange Act de 1934 impone este tipo de restricciones. El incentivo para la empresa oferente para filtrar información antes del anuncio depende de: 1) la cantidad de dilución que el oferente anticipa (el precio *back-end* impuesto por el sistema legal); 2) el grado en el que el precio *back-end* de la oferta comprende o incluye los incrementos en los precios que surgen a causa de las operaciones adicionales realizadas por los arbitrajistas antes del anuncio; 3) los costes privados de venta de las acciones pivote; 4) el tamaño de la cuota de propiedad que mantiene el oferente. El modelo sugiere que el incentivo para "sobornar" antes del anuncio está negativamente relacionado con el grado de expropiación permitido por el sistema legal. Asímismo el incentivo del oferente para este soborno está negativamente relacionado con el grado en el cual el precio *back-end* comprende cualquier *runup* anterior al anuncio, porque esto incrementa el coste de la oferta. Si el oferente sabe que la negociación anterior al anuncio causará que el precio *back-end* suba lo necesario para que el intento deje de ser beneficioso, no habrá pagos a arbitrajistas. En general, un oferente tiene más incentivos para pagar a arbitrajistas cuanto mayores sean los costes privados del accionista pivote, y cuanto menor sea la participación en la propiedad por parte del oferente en la empresa objetivo.

Dado que los arbitrajistas generalmente tienen menores costes de venta, venderán a un precio inferior que los accionistas con mayores costes privados de venta, por lo que se realizarán algunas ofertas valiosas que de otra manera no seguirían adelante en presencia de negociantes informados. De esta manera, las operaciones realizadas bajo los auspicios de información privilegiada permiten que tengan lugar algunas ofertas que generan beneficios. Adicionalmente, la operativa informada antes del anuncio no permite ofertas no generadoras de valor.

En el mismo ámbito de análisis de las consecuencias de ciertas regulaciones legales, Agrawall y Jaffe (1995) centran su estudio en los efectos de la *short-swing rule* recogida en la sección 16b de la Securities Exchange Act de 1934. Una transacción short-swing es aquella que comprende una compra y su posterior venta (o venta seguida de compra) dentro de un período de seis meses. Esta sección 16b obliga a devolver los beneficios obtenidos a través de estas operaciones a la propia empresa. La ventaja de esta disposición legal es que es muy fácil de llevar a efecto, ya que no hay ningún requerimiento o prueba de que la transacción responde a la tenencia de información privilegiada. Además, la aplicación de esta disposición no consume recursos de la SEC ya que esta acción puede llevarse a cabo por cualquier accionista; sin embargo, este planteamiento conduce a un inevitable problema de *free riding* o polizón: los accionistas no tienen incentivos para realizar tales acciones si los esfuerzos son aportados de de forma íntegra mientras que los beneficios son repartidos entre todos los accionistas. Lo usual es que este tipo de acciones sean llevadas a cabo por juristas pertenecientes al Official Summary. Si efectivamente se incurre en violación de esta ley, el jurista sólo necesita comprar una acción y emprender

el procedimiento. Se plantean asimismo posibles causas por las que esta regla puede que no funcione: en primer lugar, que este tipo de operaciones sólo sean llevadas a cabo cuando las expectativas de compensación a recibir por el abogado sea superior a su inversión en tiempo y dinero; en segundo, no se impiden adquisiciones de acciones anteriores al anuncio de determinados eventos y su posterior venta una vez transcurridos 6 meses y un día. Sin embargo, existen acontecimientos que pueden no escapar a esta violación de la regla: las fusiones. Esto es debido a que una fusión obliga a la venta de todas las acciones en circulación de la empresa objetivo. De esta manera alguien que compró acciones dentro del periodo comprendido entre la fecha de la fusión y los seis meses anteriores, es literalmente cazado por esta regla 16b. Además, esta regulación se aplica tanto a ofertas de acciones por acciones como a ofertas de dinero por acciones. Se destacan, sin embargo, circunstancias excepcionales que evitan esta regla comoque el poseedor de información privilegiada se vea obligado a vender involuntariamente o que vote explícitamente contra el acuerdo de fusión. El objetivo del trabajo es desenmarañar el efecto de la mencionada sección 16b de las demás regulaciones; para ello examina el período en el que ésta era la única regla operativa que es desde enero de 1941 hasta octubre de 1961, momento en que entró en pleno vigor la regla 10b-5. La evidencia encontrada no es del todo contundente: las transacciones se redujeron significativamente en durante los años 1941-1961 en los momentos antes del anuncio (evidencia que refrenda la sección 16b), mientras que la reducción antes de la realización efectiva de la fusión únicamente ocurrió durante los años 1941-1955. Una conclusión obvia es que los directivos con información anticipada del anuncio de fusión (por supuesto, antes del anuncio) debieran tener un incentivo para diferir al máximo la venta de sus acciones, cuestión que la regla 16b no puede impedir; sin embargo, no existe una caída más significativa de las ventas de acciones por parte de los directivos ni en el año ni en el mes anterior al anuncio, y ni siquiera cuando la fusión demostró generar rendimientos positivos. Además, se observa que los directivos tampoco reducen sus ventas en el periodo comprendido entre el anuncio y la fusión efectiva de la empresa objetivo. Estos resultados inducen asímismo a plantear algunos puntos de reflexión comos on los relativos a la existencia de amigos y parientes de los directivos que no están sujetos al cumplimiento de la sección 16a (declaración de sus transacciones a la SEC) y que pueden incrementar sus compras antes de las fusiones, compensando las disminuciones en el volumen de compras detectado por parte de los directivos. Además, se supone éstos comunican sus transacciones a la SEC, lo que no siempre se cumple. La restricción por parte de las compañías a sus empleados de comerciar con las acciones de las empresas o los acuerdos relacionados con los procesos de fusión, son otros aspectos incluidos dentro de esta reflexión final.

En otro orden de investigación Bettis (1995) propone un contraste para validar rumores de tomas de control amistosas. Si las regulaciones sobre el uso de la información privilegiada están diseñadas para prevenir que los poseedores de este tipo de información realicen cualquier tipo de transacción basada en información privilegiada de la que puedan disponer. Dichas normas, como la Disclose Refrain Rule, que requieren que los *insiders* revelen cualquier tipo de información privada antes de que realicen sus operaciones o si no que se abstengan de realizarlas, o la regla 10b-5 de 1934 de la SEC, son efectivas, los poseedores de información privada sobre una posible adquisición de su empresa no comerciarán con las acciones de su propia empresa. De esta manera, la efectividad de estas regulaciones se convierte en una cuestión fundamentalmente empírica, y la respuesta a ella es un tema fundamental para el contraste de validez de rumores que se plantea, que descansa sobre la evidencia de que los *insiders* que conocen que su empresa va a ser objetivo de una toma de control no van a negociar con sus propias acciones. El procedimiento consistirá en analizar la actividad (o la falta de ella) de los tenedores de información privilegiada para contrastar la validez de los rumores sobre toma de control. Si los *insiders* han comprado o vendido acciones durante el periodo del rumor, el rumor probablemente carece de mérito. Si, por el contrario, no se observa un volumen significativo de operaciones por los *insiders* y tales

operaciones son esperadas, probablemente el rumor tenga credibilidad. La utilidad del contraste es demostrada usando sendos ejemplos del mundo real en los cuales funcionó correctamente refutando o confirmando la correspondiente oferta.

El trabajo de Schwert (1996) plantea una situación muy habitual en las ofertas de control. En concreto, cuando se planifica la oferta de una compañía, y con anterioridad a que se pueda anunciar la misma, el precio de la empresa objetivo empieza a subir, coincidiendo además con un volumen de negociación inusualmente elevado. El oferente no ha estado comprando las acciones de la empresa y además no existe evidencia fiable que muestre que ha realizado dichas compras ¿Se deberá seguir con la oferta como inicialmente estaba planificada? ¿Sería preciso ajustar la estrategia de oferta de acuerdo con los últimos acontecimientos? ¿Cómo reaccionarán los accionistas y directivos de la empresa objetivo a la oferta ahora que el precio de las acciones ha subido? Esto constituye un escenario hipotético que sin embargo se ha repetido en numerosas ocasiones en el periodo 1975-91. La teoría de los mercados eficientes o de las expectativas racionales suspone que el mercado agrega la información de muchos inversores y el precio reflejará las buenas noticias acerca de la acción. El otro punto de vista es que el oferente tiene información que no se refleja adecuadamente en el precio de las acciones de forma que se justifica el pago de una prima sustancial para ganar el control de la empresa objetivo, y debe ignorarse la subida si se considera que únicamente refleja parcialmente la información de la que él ya dispone. Es muy habitual, además, encontrar subidas en los precios de las acciones anteriores al anuncio de la oferta (*runup*) que pasan a ser considerados como parte de la prima que los oferentes van a pagar. Por término medios dicho *runup* es aproximadamente la mitad de la prima pagada en las tomas de control con éxito; la otra parte de la prima es el *markup* o incremento en el precio de la acción que comienza el día en que el primer anuncio se realiza (prima = *runup* + *markup*). El objetivo del trabajo es analizar que causa las subidas preoferta (*runups*) y cómo afectan a la prima total. El estudio empírico se aplica a 1814 tomas de control con éxito o no ocurridas durante el periodo 1975-91 con empresas cotizadas en la listadas en la Bolsa de Nueva York y en la Bolsa de América.

El contraste llevado a cabo tras la oferta muestra escasa evidencia sobre la sustitución de los *runups* preoferta y los *markups* tras la oferta de manera que las primas finales pagadas para adquirir la empresa objetivo cuando ha habido *runups* de consideración en el precio de las acciones antes de la oferta es acumulado en la prima final. En la medida en que el *insider trading* causa un *runup* pre-oferta y que el oferente y las empresas objetivo no pueden detectar la causa del *runup*, el oferente pagará más por la empresa objetivo.

Por último, en el trabajo de Chakravarty y McConnell (1997) se analiza el caso de transacciones ocurridas en el mercado alrededor de la adquisición de Carnation Company por Nestlé en 1984. Durante el verano de ese año y antes del primer anuncio público de las discusiones sobre la compra de Carnation Company por Nestlé, que tuvo lugar el 3 de septimbre de 1984, Ivan Boesky adquirió aproximadamente el 5% de las accines de la empresa objetivo (1,7 millones de acciones). Ante la sospecha de que dichas transacciones tuvieron lugar bajo el paraguas de la posesión de información privilegiada, la Securities Exchange Comission procedió contra Boesky. Todos los datos judiciales a que el proceso dio lugar son utilizados en este caso para investigar la forma en que la información privilegiada es incorporada en los precios de las acciones y para analizar su efecto sobre dos aspectos básicos de la liquidez del mercado: el diferencial y la profundidad del mercado. Utilizando como punto de partida información diaria e incluso horaria (intradía) sobre la evolución de los precios de la sociedad objetivo, los resultados mostraron que las transacciones llevadas a cabo por Boesky con información privilegiada indujeron o motivaron un aumento en los precios de Carnation. Una mayor disección del tamaño del conjunto de operaciones realizadas indica que fueron las transacciones de gran tamaño las que efectivamente motivaron tal aumento de precio. Otra de las grandes cuestiones analizadas fue la influencia de las actuaciones llevadas

a cabo bajo información prilegiada sobre la liquidez del mercado. En este sentido, se consideró tanto el diferencial de precios a los que los creadores de mercado están disupuestos a comprar (*bid price*) y a vender (*ask price*), como la profundidad del mercado (*market depth*) o número de acciones disponibles en cada compra o venta (*bid depth* y *ask depth*, respectivamente). El argumento para considerar las dos dimensiones es que es perfectamente concebible que aunque no cambie el diferencial, la profundidad del mercado disminuya. El resultado es que las operaciones de Boesky no tuvieron efectos adversos significativos sobre los diferenciales tanto cotizados como efectivos; las transacciones llevadas a cabo por Boesky, además, tampoco manifestaron efectos negativos sobre las profundidades de mercado (tanto de oferta como de demanda), y dependiendo del nivel de confianza finalmente escogido, se podría incluso encontrar un efecto positivo sobre dichas produndidades. Finalmente, también se encontrraron que las operaciones de Boesky atrajeron operaciones por parte de otros inversores; en los días en los que Boesky operó, el volumen de negociación total fue dos veces superior al normal, correspondiendo de ese incremento un 50% a las operaciones de Boesky y el resto a las operaciones de otros inversores.

5.- Expropiación de la riqueza a otros partícipes de la red contractual.

Para algunos autores las tomas de control persiguen, entre otras finalidades y, fundamentalmente en los casos de operaciones hostiles, la expropiación de riqueza de alguna de los contratantes de la "empresa" (stakeholders) mediante la ruptura de los contratos implícitos que tenían suscritos con los antiguos gestores por parte de la dirección asaltante, mostrándose ante este hecho partidarios de proteger a los demás partícipes de la "red contractual" mediante una mayor permisividad ante el empleo por parte de la dirección de defensas frente a las tomas de control[299] (Schnitzer, 1995, pág. 230). Incluso tienen una visión aún más fatalista para el conjunto de la economía y de la sociedad sobre la base de la responsabilidad social de la empresa, si bien, cargados de juicios de valor y con una evidencia soportada tan sólo por el examen narrativo de algunos casos (Funiciello, 1990). A este respecto, el trabajo de Shleifer y Summers (1988) recoge algunos ejemplos ilustrativos con relación a la ruptura de contratos implícitos, entre ellos el caso de la expropiación a los trabajadores.

a) Expropiación a los trabajadores: Cambios en el salario y en el nivel de empleo.

Dado que el factor trabajo explica en nuestros sectores un gran porcentaje de los costes empresariales; cabe pensar que los cambios en los salarios y en el empleo asociados a los procesos de toma de control podrían explicar una fracción significativa de las ganancias obtenidas y, por tanto, de la prima pagada en estas transacciones. No obstante, son consistentes dos argumentos con el aumento del precio de las acciones de la sociedad objetivo en el mercado: tanto el logro de una mayor eficiencia productiva, como la transferencia de renta de los trabajadores a los accionistas (Rosett, 1990).

Una de las posibles formas de expropiación de riqueza de los trabajadores por parte de la empresa oferente se puede producir por medio de despidos de los mismos. En este sentido, la mayor parte de la evidencia parece mostrar que, al menos en las tomas de control que podemos calificar como amistosas, no se producen disminuciones del nivel de empleo. Así, el estudio realizado por Denis (1994) encuentra que sólo las operaciones de OPA hostiles en el segundo de los períodos analizados en su

---

[295] Este autor mantiene que si la posibilidad de ruptura del acuerdoresulta anticipada por medio de una toma de control, el resto de partícipes estarán menos deseosos de realizar inversiones en dicha empresa y, por tanto, su valor de mercado disminuirá y de esta forma también la riqueza de sus accionistas. El resultado final alcanzado de acuerdo con su razonamiento es que el nivel óptimo privado y la composicfión de las defensas frente a una toma de control no necesariamente es eficiente desde un punto de vista social.

trabajo (1980-1984) produjeron reducciones del empleo de las empresas combinadas; si bien, en todo caso la disminución va acompañada por una reestructuración considerable de las operaciones de las sociedades objetivo y oferente. Por su parte, Brown y Medoff (1987) para el caso de las fusiones, y Kaplan (1989) y Smith (1990) para el de los MBO, no hallaron cambios significativos en los niveles de empleo. Los autores del primer trabajo estiman que los efectos sobre los salarios oscilaron entre el -5% y el 5%, dependiendo del tipo de toma de control, y los efectos sobre el empleo entre el -5% y el 9%. El estudio de Rosett (1990) muestra que sólo una pequeña fracción de las primas de toma de control se pueden explicar por concesiones salariales de los sindicatos, tanto para tomas de control hostiles como amistosas.

Por contra, los trabajos de Bhide (1989) y de Bhagat, *et al.* (1989) encontraron reducciones del empleo en las empresas objetivo de OPA hostil, pero los despidos no llegan a explicar más del 10% y del 20% de la prima de control, y además se concentran en determinados casos, de forma que sus conclusiones es que los despidos no son la historia completa que hay detrás de una toma de control hostil, y resulta difícil creer que los planes de futuros despidos sean una motivación importante en la adquisición. Lichtenberg y Siegel (1990) presentan resultados que avalan una reducción en los puestos de técnico-directivo ("de cuello blanco") dentro de los centros de producción tras sucesos que implicaron el cambio de propiedad en plantas industriales, en tanto que en las oficinas centrales encontraron menor empleo de personal y menor salario.

Otro trabajo interesante es el de Chemla (1994) en donde se examina la compensación entre esfuerzo de los trabajadores, el poder de negociación de la dirección y las consecuencias de una toma de control. En este sentido, la amenaza de una toma de control, afectando a los resultados de negociación futuros reduce la inversión de los trabajadores y disminuye el excedente social y los pagos de la empresa. Bajo tal amenaza el esfuerzo de los trabajadores aumenta con el poder de negociación de la dirección ocupante. Si ellos no pueden prevenir la toma de control mediante su esfuerzo, los trabajadores estarán dispuestos a realizar concesiones en sus salarios para prevenir dichas operaciones. Se produce una compensación entre las ganancias derivadas de la rotura de los contratos implícitos y las pérdidas en el valor de la empresa.

El modelo que presenta Brusco (1996), partiendo de la justificación clásica de que las tomas de control pueden suponer redistribución de la riqueza (en parte expropiada a los trabajadores, entre otros miembros de la red contractual), mantiene que en el caso de contratos implícitos, si dicho comportamiento puede ser anticipado, tendría como consecuencia que este tipo de contratos fuera imposible de firmar, por lo que las relaciones que establecen las partes a largo plazo se verían puestas en peligro. Shleifer y Summers (1988) también mantienen que los contratos implícitos son necesarios para que los contratantes realicen inversiones específicas (como, por ejemplo inversión de capital humano por parte de todos los trabajadores, sean o no directivos) con lo cual se pierde una eficiencia potencial.

Sin embargo, el razonamiento que se realiza a menudo descansa en la hipótesis de que los contratos entre las partes son implícitos, y por ello, pueden ser rotos sin ningún problema por la nueva dirección que ocupe el control de la sociedad objetivo en el caso de una adquisición. Sin embargo, Brusco (1996) examina la posibilidad de que las tomas de control puedan tener repercusiones negativas sobre la eficiencia si la relación que vincula a la empresa y a los trabajadores está gobernada por contratos explícitos y completos. En esta situación, demuestra que el adquirente puede forzar una renegociación voluntaria de los contratos explícitos, por lo que aún en este caso se ponen en peligro las relaciones a largo plazo y puede suponer una pérdida de eficiencia.

El razonamiento que emplea para llegar a esta conclusión se basa en el apalancamiento financiero de la sociedad objetivo, de forma que en la medida que la rentabilidad de la empresa depende de su apalancamiento y éste fuera tan elevado que llegara a ser posible que ocurriera la quiebra, todos los contratantes con la empresa, comenzando por los acreedores, exigirían una mayor remuneración por el aumento de riesgo que soportan, por tanto aumentarían los costes empresariales, y la dirección adquirente emplearía este argumento para forzar una rebaja salarial con los trabajadores de la empresa objetivo, aún en el caso de que los contratos fuesen explícitos. Pero este planteamiento no necesita que la sociedad a adquirir, se encuentre muy apalancada, sino que la adquirente puede seguir la estrategia de comprar a la entidad objetivo apalancando su propia empresa y detrayendo de la sociedad adquirida los ingresos para hacer frente al pago de su endeudamiento, con lo cual se deteriora la situación de la sociedad adquirida. En este caso, la entidad compradora puede forzar a los trabajadores de la adquirida a que renegocien sus contratos salariales, y posiblemente éstos accedan a ello, pues en caso contrario peligraría su puesto de trabajo en la empresa. En cambio, si aceptan una reducción salarial, mejora la posición económica de la sociedad objetivo y con ello la probabilidad de quiebra, lo que eleva la probabilidad de que los trabajadores cobren su salario (aún cuando éste se haya visto reducido) Por tanto, los recortes salariales tienen dos efectos contrapuestos: de una parte, reducen el dinero que perciben los trabajadores; en tanto que por otra, permiten disminuir el endeudamiento de la empresa, con ello sanear su economía, disminuir la probabilidad de obtención de bajos ingresos y, por tanto, aumentar los pagos esperados. Según cuál sea el efecto dominante, los trabajadores aceptarán o no el recorte salarial, pero en todo caso lo que se intentaba demostrar es que se puede forzar una renegociación del contrato aún cuando éste sea explícito.

Por otra parte, Brusco (1996, pág. 532) hace referencia a un trabajo de Neumark y Sharpe (1992) en el que estos autores analizan el efecto de las tomas de control, no en los salarios o en el empleo, sino en los "salarios extramarginales", esto es, el importe del salario que supera al producto marginal del trabajador, y que en principio cabría pensar que tiene su origen en contratos implícitos a largo plazo. Neumark y Sharpe examinan si el hecho de que los empleados perciban salarios extramarginales hace que esas empresas tengan mayor probabilidad de adquisición hostil, encontrando una débil evidencia a favor, pero las variables que toman como aproximativas del importe de los salarios marginales dejan de ser significativas cuando en el modelo se controla el nivel de diversificación u otros factores. Sí que concluyen que la presencia de salarios menores que los salarios medios extramarginales aumenta la probabilidad de que la empresa sea privatizada.

b) Expropiación a los trabajadores: Fondos de pensiones y planes de propiedad de acciones por parte de los empleados (ESOP).

Otro de los instrumentos que se puede emplear para transferir riqueza de los trabajadores a los accionistas es mediante la reversión de los activos de los fondos de pensiones sobrecapitalizados (overfunded), operación que a menudo parece ser consecuencia de las tomas de control. Al igual que en otras transferencias de riqueza, también en este caso cabe adoptar el enfoque de ruptura de contratos implícitos (Pontiff, *et al.* 1990, págs. 601-602; Shleifer y Summers, 1988). Los resultados de Petersen (1988) y de Pontiff *et al.* (1989) es al menos parcialmente consistente con el enfoque de contratos implícitos. Así, este último trabajo recoge evidencia relativa a que la reversión de los planes aumenta de forma significativa y es más frecuente tras la ocurrencia de tomas de control hostil que tras adquisiciones amistosas, generándose reversiones de planes de pensiones, fundamentalmente en aquellos casos en los que por las características del plan es posible obtener una mayor expropiación de riqueza, llegando a explicar entre el 10% y el 13% de la prima de toma de control.

En cambio, la evidencia de Mitchell y Mulherin (1989) es contraria al argumento de expropiación de riqueza y al hecho de que la finalización anticipada del plan venga motivada por la toma de control, al no encontrar relación entre la ocurrencia de la reversión y la prima de control, por lo que no parece que la actividad de toma de control induzca a lo largo del sector la finalización de planes a largo plazo como mecanismo para eludir la amenaza de ser candidatos de adquisición. Además, no existen diferencias entre las terminaciones vinculadas a LBOs y las no vinculadas a tomas de control, en tanto que tan sólo el 12% de las reversiones se vincularon a operaciones hostiles.

Por su parte, el trabajo de Larry, *et al.* (1992) analiza las reestructuraciones empresariales que se han manifestado como consecuencia de mecanismos internos de control o del mercado de productos, encontrando que un 13% de la muestra se obtuvo dinero en efectivo por medio de la finalización de fondos de pensiones sobreinvertidos, empleando la muestra de finalización de pensiones de Mitchell y Mulherin (1989), con lo que el porcentaje es muy similar al encontrado por Pontiff *et al.* (1990) que se vincula a los procesos de toma de control.

Por su parte, Mittelstaedt y Regier (1993) vuelven a suscitar la polémica de que la cantidad de reversión es una medida de la transferencia de riqueza de los partícipes del plan hacia los accionistas, y que el cambio en el precio de la acción en el momento de la terminación del plan no es más que una prueba de ello y está relacionado directamente con la transferencia, como así parecen poner de manifiesto sus resultados. Petersen (1992) también analiza este controvertido tema encontrando evidencia de que las empresas terminan sus planes para aliviar sus compromisos implícitos con los trabajadores acerca de la compensación futura.

Otros aspecto es el de la medida anti toma de control conocida como pension parachute (paracaíadas de pensión), que se asocian con una rendimiento anormal negativo en un período de tres días en torno a su adopción (Mitchell y Mulherin, 1989, pág. 54).

Por otra parte, en general se argumenta que la propiedad de acciones por parte de los trabajadores puede aumentar los incentivos de los empleados y alinearlos con las preferencias de los accionistas y alterar el poder de voto relativo de los accionistas externos, dificultando las actividades de control que estos desarrollan (Gordon y Pound, 1990, pág. 525). Los ESOPs presentan la particularidad de que los trabajadores no logran de forma inmediata la propiedad y los derechos de voto asociados con el plan, al menos cuando se financian de forma apalancada (lo más común en las grandes empresas), si bien se pueden articular de manera que no modifiquen la distribución del voto en la sociedad adoptante, por lo que si se produce tal modificación, debemos entenderla como una decisión deliberada de la dirección para modificar la estructura de propiedad. Los resultados alcanzados por Gordon y Pound (1990) parece que muestran de los ESOPs el efecto nulo sobre el valor de las acciones; pero si se produce el ESOP ante actividad de toma de control, se produce una caída significativa en el precio, llegándose a igual conclusión cuando transfiere el control del voto fuera de los accionistas externos, reforzando el poder de veto de los internos y de los que se alinean con éstos.

Brickley y Hevert (1991) muestran cómo los planes de compra de acciones no parecen que hayan sido un factor relevante en las luchas por el control empresarial. A diferencia de los ESOPs y otros planes orientados al momento de retiro, otorgan a sus empleados todos los derechos de propiedad de forma inmediata. Los planes de inversión afiliados (ESOP y otros), sí que suelen votar a favor de los acuerdos antitoma de control lo que es consistente con la afirmación de Scholes y Wolfson (1990) de que la motivación para el crecimiento de los ESOPs es su utilidad para defenderse de tomas de control hostiles (Bhagat y Jefferis, 1991).

Liaw (1995), por medio de un juego dinámico de pricipal-agente examina las repercusiones de los ESOP en las inversiones empresariales, de forma que la divergencia de intereses entre accionistas y empleados sin la presencia de ESOPs conduce a un camino de inversión subóptima (una rama óptima maximizaría el bienestar de ambos grupos). Se demuestra que la adopción de un ESOP mejorará las inversiones empresariales y por lo tanto reducirá los costes de agencia, obteniendo como resultado que tanto accionistas como trabajadores se encuentren en una mejor posición.

Por otra parte tenemos el planteamiento de que la creación de ESOP supone una concentración del poder de voto en manos de la dirección (Mikkelson y Partch, 1994) en detrimento de los accionistas, con las consecuencias de incentivo negativo hacia el esfuerzo y por lo tanto conducir a una caída en el rendimiento de la empresa. Sin embargo, permiten a los directivos adoptar políticas de maximización del valor que no serían posibles ante la presión de una toma de control, si bien autores como Scholes y Wolfson (1990) y Chaplinsky y Niehaus (1990) mantienen que la finalidad fundamental para la adopción del ESOP es aislar a los directivos frente a operaciones de cambio de control no deseadas.

El trabajo de Dhillon y Ramírez (1994) corrobora que la adopción de un ESOP se asocia en general con efectos riqueza positivos. Sin embargo en el trabajo de Beatty (1995) muestra que los inversores esperan que el ESOP aumenten los flujos de tesorería a través de ahorros fiscales (explicación fiscal del ESOP) y que reduzcan la probabilidad de toma de control cuando resulta anunciado un ESOP para las sociedades sujetas a intentos. Además el trabajo de esta autora fue precedido por otro anterior en 1994 en el que igualmente intentaba examinar empíricamente si los ESOP apalancados vienen motivados por consideraciones de control empresarial (mecanismo de defensa a favor de la dirección ocupante), de carácter fiscal (dado el tratamiento favorable del que gozan en EE.UU.) o de incentivo hacia un mayor esfuerzo por parte del trabajador.

c) Expropiación a los accionistas de la empresa objetivo.

Uno de los argumentos esgrimidos para soportar la hipótesis de expropiación de los accionistas de la sociedad objetivo tiene su raíz en los diversos argumentos a favor y en contra de las medidas de defensa frente a una toma de control (sin entrar en el análisis que algunos autores derivan de aquí hacia la eficiencia de la economía en su conjunto), donde existen dos posturas claramente yuxtapuestas: aquella que defiende que esos acuerdos son adoptados por la dirección en beneficio de los accionistas de la sociedad objetivo ("hipótesis del interés de los accionistas"); frente a la que defiende que los únicos que obtienen algún beneficio derivado de tales medidas es la dirección de la sociedad objetivo, no sus accionistas ("hipótesis del atrincheramiento directivo"). En este segundo caso, las medidas de defensa frente a una toma de control pudieran ser un medio de expropiar riqueza a los accionistas (si la adquisición aumentase el valor de sus acciones), compensada porque la dirección de la sociedad objetivo retiene el poder.

En este sentido, Schnitzer (1995) mantiene la hipótesis de que las defensas frente a las tomas de control son beneficiosas para el accionista, aún cuando gran parte de la evidencia empírica está en contra de este razonamiento (a lo que cabe contraponer que algunas de tales medidas requieren el voto favorable del accionariado). Además, la evidencia de los cambios de regulación mercantil en los estados de EE.UU. para apoyar a la dirección ocupante frente a las tomas de control hostiles, parece que también da la razón al argumento de que resultan beneficiosas. El modelo que propone, frente a la visión de ruptura de contratos de Shleifer y Summers (1988), es que en lugar de suponer el incumplimiento de los pactos previos a la toma de control, los efectos "redistribución" obedecen a que parte de las rentas a las que tenían derechos los contratantes no eran más que una compensación

diferida consecuencia de relaciones a través de inversiones específicas que realizó la empresa en el pasado. Así pues, Schnitzer (1995, pág. 230) mantiene una defensa de las medidas frente a la toma de control, puesto que si la posibilidad de incumplimiento de los pactos implícitos es anticipada por cualquiera de las partes contratantes, el valor de mercado de los títulos de los accionistas de la posible empresa objetivo será menor, con lo que regular dichas medidas incorporándolas al estatuto de la sociedad permite que los stakeholders no anticipen esa pérdida, y por tanto el valor de las acciones en el mercado no experimente una depreciación. El resultado fundamental que alcanza con su modelo es mostrar que los accionistas pueden designar un estatuto social que logre paliar la posible ineficiencia, de forma que en el mismo se incorporen una combinación óptima de píldoras venenosas, defensas estatutarias y paracaídas de oro, consiguiendo con ello resolver el problema de infrainversión (tanto por parte de la dirección como por parte de cualquier otro partícipe). El inconveniente que presenta es que no existe coincidencia entre el óptimo para los accionistas a título privado y el estatuto óptimo de la sociedad, mostrando cómo en numerosas ocasiones los accionistas realizan un uso equivocado de los mecanismos, empleando ineficientemente aquellos que están diseñados para aumentar el precio de venta de los títulos; y en otros casos, dedicando pocos recursos a subvencionar la protección de las inversiones que ha realizado la dirección ocupante, que además no afectan al precio o a la probabilidad de toma de control.

BIBLIOTECA VIRTUAL MiGUEL DE CERVANTES

d) Expropiación a los accionistas de la sociedad oferente.

Para el Reino Unido, el estudio de Franks y Harris (1989, pp 244 y 247) sobre el análisis de una muestra de 1.800 tomas de control en el período 1955-1985 concluyen que "las fusiones son, por término medio creadoras de valor para los accionistas, medido por los precios de las acciones alrededor de la fecha del anuncio de fusión", pero concluyen que "el resultado tras la fusión para los oferentes depende del umbral de rendimiento contra el cual se evalúa la rentabilidad de éstos". "Empleando el modelo de mercado, los rendimientos de la oferentes son negativos y esas pérdidas son más que suficientes para compensar los aumentos de riqueza de los oferentes mostrados con anterioridad a la fusión".

El estudio de Limmack (1991, pág. 251) para las adquisiciones de sociedades cotizadas en el Reino Unido durante el período 1977-1986 ofrece resultados conflictivos dependiendo del modelo de control y del período posadquisición sobre el cual se calculan los rendimientos anormales, pero concluye que "las ganancias de los accionistas de las sociedades objetivos son a expensas de los accionistas de las sociedades oferentes".

e) Transferencias de riqueza entre obligacionistas y accionistas.

Walker (1994) contrasta que así como los resultados sobre la riqueza de los accionistas de las empresas objetivo y oferente han sido estudiados en profundidad, presentando resultados positivos para los primeros y negativos o nulos para los segundos, el método de pago ha sido un factor importante en la determinación de la riqueza del accionista, obteniendo mayor rendimiento cuando se realizaba en efectivo que con acciones (Wansley *et al.* 1983; Huang y Walkling, 1987; Travlos, 1987; Wansley *et al.*, 1987, Franks *et al.*, 1988), exponiéndose como hipótesis explicativas de dichas diferencia el tratamiento fiscal, la asimetría informativa y los cambios inducidos por la adquisición en el apalancamiento[300].

---

[300] Los investigadores exponen la hipótesis de que las empresas adquirentes pagan mayores primas en las

Lam y Boudreaux (1984) aportan una metodología con la que demuestran que la redistribución entre accionistas y acreedores no está completamente especificada en los modelos que se han propuesto hasta ese momento, y recogen ciertos aspectos de las fusiones no desarrollados previamente, entre las que destacan: (a) el conjunto de relaciones entre los flujos de tesorería de las empresas fusionadas que determina el tamaño (y la dirección) de la redistribución de riqueza, (b) las condiciones necesarias y suficientes para una neutralidad en la redistribución de riqueza en las fusiones en conglomerado (que requieren correlación menos que perfecta entre los flujos de caja) y (c) los determinantes de la distribución de riqueza entre deudores en una fusión, además de los relativos a deudores y accionistas.

Por contra, los determinantes de la riqueza de los obligacionistas no han sido estudiados extensamente, sino que en su lugar la mayoría de los investigadores aplican la técnica de eventos que examina tan sólo la reacción del precio de la deuda ante el anuncio de la fusión. Basándonos en el hecho que los obligacionistas no convertibles tienden a obtener un rendimiento normal alrededor del anuncio, los investigadores a menudo han hipotetizado que los directivos aumentan el apalancamiento financiero o el riesgo (efectos incentivos) para compensar las ganancias que de otra forma obtendrían los acreedores como un resultado de la sinergia o del efecto coaseguro. Así, por ejemplo, Rathinasamy, *et al.* (1991) concluyen que los directivos a menudo neutralizan las transferencias de riqueza de los accionistas hacia los obligacionistas empleando mayor apalancamiento. Asquith y Kim (1982) y Dennis y McConnel (1986) alcanzan una conclusión similar, pero también sugieren que cláusulas restrictivas en la deuda protegen efectivamente la riqueza. Dennis y McConnell (1986) proponen la hipótesis que las fusiones no se llevarán finalmente a cabo a menos que obtenga una ganancia en cada tipo de título (o por lo menos que no pierda).

Sin embargo, la mayoría de los estudios-eventos no diferencian entre adquisiciones que aumentan el efecto incentivo de aquellas que disminuyen el riesgo del emisor. Como resultado, los hechos de que las tomas de control no tengan un impacto en la riqueza del accionista no indican necesariamente que los rendimientos de la deuda sean invariables a los efectos incentivos si dos empresas con diferentes varianzas de flujos de tesorería se fusionan: por ejemplo, Shastry (1982) argumenta que los bonos emitidos por la empresa más arriesgada obtendrán mayor rendimiento que los de la de menor riesgo, de forma que si tomamos la media de los rendimientos de las dos clases de deuda, entonces la ganancia de una compensa la pérdida de otra, y la evidencia mostrará que no se produce efecto alguno.

Por ello, el estudio de Walker (1994) intenta contrastar a través de una regresión si los rendimientos en exceso de los bonos están relacionados sistemáticamente con una o más variables subyacentes, donde las variables independientes incluyen la calificación, el cambio en la ratio de apalancamiento del emisor, y variables dicotómicas que indican proximidad del sector y la presencia de cláusulas en los bonos. Los resultados revelan que el rendimiento de los bonos tiene mayor variabilidad después de las tomas de control empresariales, frente a las conclusiones de los estudios previos. Aunque los obligacionistas no ganan ni pierden en términos agregados, los rendimientos de los bonos están inversamente relacionados con el riesgo de impago del emisor: los de baja calificación

---

operaciones en efectivo para compensar a los accionistas de la sociedad objetivo por incurrir de forma inmediata en una deuda impositiva. Por otra parte, si la adquisición es financiada con acciones, por otra parte, los impuestos son diferidos hasta que se venden las mismas. Además, Myers y Majluf (1984) mantienen que los intercambios de acciones tienen un efecto adverso en el precio de la acciones de la empresa adquirente dado que los inversores habitualmente perciben las emisiones de acciones como una señal negativa . El método de pago también puede afectar a la riqueza; pero, mediante un cambio en la estructura de capital de la empresa adquirente. Yook y McCabe (1990) junto con Travlos y Papaioannou (1991) concluyen que la señal comunicada por el método de pago es relativamente más importante que el cambio en el apalancamiento financiero. Trifts (1991) encuentra que los coeficientes de ambas variables son estadísticamente significativos.

tienden a ganar con las tomas de control y a perder los de calificación baja. Los rendimientos de los bonos de la sociedad objetivo también están inversamente relacionados con los cambios en el apalancamiento. Consecuentemente, las ganancias de sinergia y de efecto coaseguro no compensan necesariamente las pérdidas causadas por efectos incentivos para las emisiones individuales de bonos (resultados que no se pueden comparar directamente con los de otros trabajos porque se han realizado durante las adquisiciones de los años ochenta, no de los noventa).

La teoría financiera indica que las fusiones pueden tener un impacto positivo o negativo en la riqueza de los obligacionistas. Lewellen (1971) sostiene que una fusión en conglomerado puede producir mayor capacidad de endeudamiento por el efecto coaseguro, Higgins y Schall (1975) y Galai y Masulis (1976) exponen como las fusiones pueden transferir riqueza de los accionistas a los acreedores, Jensen y Meckling (1976), por otra parte, muestran como los directivos pueden transferir riqueza de los acreedores a los accionistas mediante el aumento del apalancamiento o aceptando proyectos de inversión arriesgados. Si una fusión produce riqueza, accionistas y obligacionistas pueden ganar. La ganancia de cada tipo de propietario depende del efecto coaseguro (para las acciones) y del efecto incentivo (para la deuda).

Los estudios empíricos, como el de Kim y McConnell (1977) y el de Asquith y Kim (1982) para fusiones en conglomerado, así como la aportación de Dennis y McConnel (1986) para todo tipo de fusión y empleando la metodología estudio-evento, encuentran que los obligacionistas ni ganan ni pierden después de una fusión, obtienen rendimientos anormales con independencia de la calificación de las obligaciones o del estatus del emisor (la sociedad adquirente o la adquirida). Los autores concluyen que los directivos a menudo neutralizan las transferencias de riqueza hacia los obligacionistas mediante el aumento del apalancamiento de la empresa, pero no contrastan esta hipótesis directamente. Asquith y Kim (1982) y Dennis y McConnell (1986) contrastan si los rendimientos de las obligaciones se relacionan negativamente con el rendimiento de las acciones del emisor (evidencia del efecto incentivo) o con la correlación entre los rendimientos de las acciones de las dos empresas fusionadas (evidencia del efecto coaseguro), pero ninguna variable es estadísticamente significativa.

Sweeney (1991) examina la secuencia de sucesos que implica la hipótesis de incremento de la capacidad de endeudamiento como motivo para la fusión en conglomerado: disminución de la variabilidad de los beneficios de la adquirente, aumento de la ratio de apalancamiento y no reducción de la riqueza del accionista Cumplen las tres condiciones tan sólo 8 de las 23 fusiones en conglomerado analizadas.

En un estudio sobre fusiones en conglomerado frente a las que no lo son, Settle, *et al.* (1984), encuentran que los obligacionistas ganan cuando la ratio de endeudamiento prefusión combinado de las empresas fusionadas es mayor del 20% y tienen rendimiento normal si es menor del 20%. Eger (1983) encuentra que los propietarios de bonos obtienen rendimientos anormales después de una fusión por intercambio de títulos, por lo que la autora sostiene la hipótesis de que la ganancia de los acreedores a causa del intercambio de títulos se asocia con mejores efectos incentivos que las fusiones que implican efectivo o emisión de nueva deuda. Por contra, Travlos (1987) halla que los obligacionistas no convertibles de las empresas adquirentes obtienen rendimientos normales después de ofertas en efectivo en tanto que negativos después de ofertas por acciones, argumentando que eso es consistente con al hipótesis de señalización de Myers y Majluf (1984). Rathinasamy, *et al.* (1991) emplean las ratios de deuda anteriores a la fusión, las varianzas de los flujos de tesorería y las correlaciones de los flujos de tesorería de las empresas fusionadas para estimar la capacidad potencial de endeudamiento de las parejas fusionadas, hallando que los obligacionistas obtienen rendimientos

normales cuando los niveles de deuda actual son mayores que la capacidad de deuda potencial, y positivos cuando están por debajo de su potencial. En tanto que los resultados indican que los propietarios de deuda no convertible ni ganan ni pierden de manera agregada, los rendimientos de los bonos están relacionados inversamente con el riesgo del emisor. Los bonos de baja calidad tienden a ganar con las tomas de control y los de alta calidad a perder. Se encuentra una cantidad significativa de variación en los rendimientos obtenidos por los obligacionistas de la sociedad objetivo y de la empresa adquirente. El modelo de este trabajo explica el 24% de la variación de los rendimientos de los obligacionistas de la objetivo. Los rendimientos se relacionan inversamente con el riesgo de incumplimiento del emisor y los cambios en el apalancamiento, sin que la relación del sector al que pertenecen sea significativa. Por contra, el modelo de regresión para los obligacionistas de los adquirentes sólo explica el 7% de la variación: se relacionan inversamente con el riesgo de insolvencia del emisor, hay alguna evidencia de que los obligacionistas obtienen mayores rendimientos cuando aumenta la ratio de apalancamiento con la fusión[301]; existe un apoyo algo débil con relación a que los propietarios de bonos de la sociedad oferente obtienen mayores rendimientos cuando las fusiones involucran empresas en sectores no relacionados (presumiblemente porque el efecto coaseguro es mayor); los bonos de mayor antigüedad de alta calidad que están protegidos sólo por una cláusula negativa de prenda son particularmente vulnerables a las tomas de control, siendo emitidos habitualmente por empresas de gran tamaño relativo y con bajo ratio de endeudamiento. Las empresas que emiten bonos senior con menores cláusulas restrictivas tienden a introducirse en fusiones que crean grandes efectos incentivos (medidos por el aumento en el apalancamiento del emisor); y por contra, los bonos de baja calificación (títulos subordinados emitidos a menudo por empresas relativamente pequeñas con altas ratios de endeudamiento) obtienen rendimientos positivos anormales después de las fusiones. Los hechos de esta investigación apoyan la conclusión de que los rendimientos de los obligacionistas están sistemáticamente relacionados con la presencia o la ausencia de efectos incentivos asociados con las tomas de control empresariales. Cuando domina el efecto incentivo, hay una evidencia de que la deuda total, dividendos y cláusulas protectoras reducen las pérdidas de los propietarios por los acreedores.

f) Expropiación a los directivos.

Quizás el tema más controvertivo acerca de las expropiaciones de riqueza a los diversos partícipes en la toma de control, junto con la realizada a los accionistas de la sociedad oferente, no deja de ser la que pueden experimentar los directivos de la empresa objetivo. Existe un amplio debate acerca de si la alta dirección debe ser protegida o no frente a las tomas de control, fundamentalmente mediante instrumentos como los paracaídas de oro (PO) o cualquier otra forma de pago diferida y condicionada a la salida de la dirección ocupante como consecuencia de una toma de control.

La evidencia empírica indica que apoyar la toma de control es en el mejor interés de los accionistas. Sin embargo, desde el punto de vista del directivo, una toma de control puede producir una reducción en su riqueza, por lo que puede adoptar acciones para reducir la probabilidad de una toma de control externa con el fin de mantener su trabajo. En este sentido se han desarrollado dos hipótesis con respecto a la riqueza de accionistas y directivos (Hall y Anderson, 1997, págs. 445-446):

1) Hipótesis de alineamiento de incentivos: Los directivos con PO cuando pierden el control experimentan varios costes, y si el directivo no recibe ningún salario superior en su nuevo trabajo, a un

[301] Esto es más consistente con la hipótesis de señalización de Myers y Majluf (1984) que con la de intensidad del incentivo.

salario menor y una pérdida en poder y/o en prestigio, éste se ve penalizado por toda la inversión específica que había acometido en la empresa. Supuestamente en este caso los PO reducen la pérdida potencial del directivo de una toma de control y animan a que la toma de control ocurra, dado que un directivo con PO está menos dispuesto a oponerse a la misma. Por lo tanto, el potencial de riqueza de los accionistas se espera que aumente a través de un incremento en el precio de la acción.

2) Hipótesis de la transferencia de riqueza: Dado la existencia del mercado de control empresarial, Lambert y Larcker (1985, pág. 185) argumentan que los PO pueden aislar al directivo frente a una toma de control, por tanto incrementando la "... capacidad del directivo para transferir riqueza de los accionistas hacia ellos mismos". Los PO reducen la disciplina de la dirección y suponen pérdidas de riqueza para los accionistas en una de estas formas: (a) el directivo administra la empresa menos eficientemente debido a la reducción en su pérdida potencial como consecuencia de un cambio en el control, o el PO aumenta el coste de llevar a cabo una toma de control dado que hay que efectuar el desembolso correspondiente a su pago, por tanto disminuyendo la prima que la entidad adquirente está dispuesta a desembolsar. Sin embargo, estos autores afirman que el pago del PO es mucho menor que el 30% de la prima ofrecida habitualmente, sugiriendo que los PO, por sí mismos, generalmente no son suficientes para disminuir la probabilidad de toma de control. El estudio de Lambert y Larcker (1985) encontró que los pagos por PO representan por término medio el 12'1% de las ganancias y el 1'7% del valor de mercado de los fondos propios de la empresa que los adoptan, uniendo además que habitualmente no sea aprueban por votación de los accionistas.

Hall y Anderson (1997) abordan en profundidad el problema puesto que pretenden determinar el impacto de los PO en los accionistas que puede provenir de varias fuentes: (a) que afecte a los rendimientos de las acciones; (b) que afecte a la probabilidad de recibir una oferta de toma de control, en cuyo caso si la probabilidad de recibir una oferta de toma de control aumenta, los accionistas de la sociedad objetivo se beneficiarían, siendo esta posición del beneficio en relación a la probabilidad de recibir una toma de control basada en el trabajo empírico con relación a los beneficios relativos a la sociedad objetivo; y (c) por último, la adopción de PO después de que se ha recibido una oferta, examinado como algo que aumenta la probabilidad de éxito de la toma de control al reducir la resistencia directiva. Para averiguar si el PO aumenta la probabilidad de ofertas de toma de control, confían en su estudio de empresas que no han recibido una oferta de toma de control, realizando un análisis-evento para ver si los accionistas experimentan un cambio anormal en el rendimiento de sus acciones en el momento del anuncio del PO.

Knoeber (1986) también examinó las consecuencias, a favor o en contra del accionariado de la sociedad objetivo, derivadas como consecuencia de adoptar un PO. En su análisis expone que desde la perspectiva de la Teoría Normativa de la Agencia, frente a un estimador del rendimiento directivo basado sólo en el rendimiento actual de la empresa, sería preferible otro que empleara tanto información actual como futura, y este segundo se estructuraría en forma de un contrato con pago pequeño basado en el primer estimador, más un pago futuro no negativo cuando está disponible una información mejor. Con ello se elimina el incentivo para una actuación oportunista del directivo, dado que la compensación diferida actúa de garantía unida a su empleo continuado en la sociedad. Dentro de este marco conceptual, las OPAs permiten un camino para un comportamiento oportunista del accionista ya que evitan al Consejo de Administración al apelar directamente al accionariado y la compra de tales títulos no obliga a respetar los acuerdos previos que dicho Consejo hubiese realizado, que en definitiva eran acuerdos entre los accionistas de la sociedad objetivo y su dirección los que aquí nos interesan, por lo que se produciría una expropiación de riqueza a los gestores de la empresa objetivo. Este oportunismo no es posible en las fusiones, pues han de ser negociadas y acordadas con

el Consejo que tiene un incentivo a asegurar que cualquier propuesta enviada a los accionistas preserve los derechos de compensación diferida de la dirección.

g) Expropiación al Estado.

Cuando hemos argumentado anteriormente los beneficios fiscales de las fusiones y adquisiciones, si solamente éstos constituyen el incentivo, podríamos decir que se está produciendo una transferencia de riqueza, vía menor pagos de impuestos totales, fundamentalmente desde el Estado a los accionistas que participan en la operación.

Sin embargo no es ese el único caso, pues como señala Lowenstein (1985) dicho argumento lo extiende a operaciones que van más allá de la simple adquisición, en concreto a los LBO, justificando que financian una parte del precio de la prima de recompra con los flujos de tesorería generados por los impuestos. Lehn y Poulsen (1994) encuentran evidencia que apoya tanto la creación de riqueza como la transferencia de riqueza vía fiscal para este tipo de operaciones.

6.- Otros argumentos explicativos acerca de las operaciones de toma de control.

a) Teoría del *disturbance*.

Gort (1969), sorprendido por cómo las explicaciones clásicas de las operaciones de fusión, como el afán de los directivos por aumentar su poder o los cambios en la fiscalidad, no podían explicar las elevadas diferencias en las tasas de fusión entre los diferentes sectores de la economía de EE.UU., propone una nueva teoría explicativa del fenómeno de las fusiones. En primer lugar, justifica que todas las transacciones son consecuencia de discrepancias de valoración entre los compradores y los vendedores, pero necesita matizar el por qué de esas discrepancias sistemáticas. El argumento que expone este autor es que los grandes cambios económicos (disturbances) generan discrepancias en la valoración que se necesitan para desencadenar una fusión. Entre los shocks que comenta se refiere fundamentalmente a aquellos que suponen grandes cambios en la tecnología y movimientos en los precios de los títulos.

b) Costes de transacción.

Desde una perspectiva de una modelización preferencia-estado en la presentación de una OPA, Smiley (1976) demuestra que los costes de transacción ajustados al riesgo derivados de la oferta resultan ser un mecanismo de restricción importante. Bajo ciertas condiciones, la observación de las tasas de rendimiento y las medidas del riesgo pueden conducir a la estimación de los mismos, que para una muestra de 95 OPAs ocurridas en EE.UU. en el período 1956-1970 son cifrados en un 23% tras la oferta para la muestra de valores positivos, lo que supone una salvaguardia para los directivos ocupantes de la sociedad objetivo, por lo que deberían de ponerse en marcha políticas encaminadas a la disminución de los mismos, tales como el aumento en la información disponible por parte de los externos a la empresa y la revocación de la modificación que introdujo la Ley Williams en cuanto a revelación de información en el caso de OPAs en efectivo, pues en un trabajo previo (Smiley, 1975) estimó mediante una regresión multivariante que los costes de transacción aumentaron, de forma significativa e importante,con dicha modificación.

c) Perspectiva de proceso.

Tannto los académicos como los prácticos han dibujado a los directivos implicados en procesos de adquisición como decisores racionales enfrentados a una simple elección: *the choice perspective*, aunque los motivos que guían esta elección puedan ser de lo más variopinto. Se propone en el trabajo complementar esta perspectiva con la llamada *process perspective*: reconocer que las adquisiciones son procesos dentro de los cuales existen importantes determinantes de las propias actividades y resultados de las adquisiciones (Jemison y Sitkin, 1986).

Dentro de este proceso caracterizado por ser discontinuo y fraccionado (por tanto no una simple decisión), existen algunos impedimentos que condicionan enormemente el resultado: la segmentación de la actividad de fusión, los fenómenos de escalada (parece que cuando se está en el proceso se tiene cierta tendencia a acelerarlo), así como la ambigüedad de las expectativas y el mal uso de los sistemas directivos (más enfocados al cuidado de la filial o de la subunidad, que al conjunto que se pretente integrar).

d) Compras para evitar ser objetivo de adquisición.

Greer (1986) intenta contrastar la hipótesis de que algunas adquisiciones tienen como finalidad el hecho de que la empresa oferente no sea adquirida, es decir "comprar para evitar ser comprada", de forma que serían más usuales en las adquisiciones que en las fusiones, y se emplearía como una táctica defensiva frente al hecho de ser objetivo de una toma de control no amistosa. Pero aún cuando sean para evitar ser adquiridas, no dejan de ser unas adquisiciones. Saber si esta es la verdadera causa que motiva a la dirección a realizar una adquisición es imposible de conocer o de diferenciar estadísticamente. Un análisis cuidadoso de los informes de las noticias de la empresa proporciona evidencia que los motivos defensivos no son todos tan inusuales. Esos informes también revelan numerosas razones por las cuales las adquisiciones pueden aislar a los directivos de la amenaza de una toma de control, razones que denominamos: (a) puro tamaño, (b) deuda desalentadora, (c) dilución de los fondos propios, (d) compra regulada y (e) reacción recíproca (Greer, 1986, págs. 159-170).

Dentro de una clasificación de las adquisiciones (teoría de la inversión, teoría de la mejora de la dirección y teorías de maximización del crecimiento), esgrimiendo el argumento de que este tipo de compras pertenecerían a la tercera clase, no cae de forma tan natural en la categoría de maximización del tamaño, perdiendo su identidad. Este motivo de adquisición presenta características especiales: que su principal objetivo, la continuación en el control de la dirección ocupante de la sociedad existente o mayor, es más limitada que la sugerida por otros miembros del grupo. La maximización del tamaño o del crecimiento de una forma o de la otra no es una implicación necesaria. Aún así, dado que esta pareja la calificamos de "directivista", el motivo defensivo comparte muchas similaridades con otras razones dentro de esta misma clase.

Las consecuencias de esta teoría de fusiones defensivas socava la teoría de mejora de la dirección de una forma que cuestiona seriamente si las fusiones son siempre beneficiosas. Las adquisiciones diseñadas para proteger los trabajos de los directivos no necesitan producir ningún otro beneficio que los beneficios privados de la protección del puesto de trabajo. Lo que es más, esas adquisiciones aumentarían o crearían ineficiencias en lugar de eficiencias por la razón obvia de que protegen con un escudo a los directivos ineptos o mal dirigidos. Este autor llega a argumentar que todas las fusiones tienen efectos defensivos, incluso cuando no son por razones puramente defensivas (págs. 178-185).

e) Rentas directivas (*managerial rents*).

Una explicación adicional de las operaciones de tomas de control, siguiendo a Castanias y Helfalt (1989), se basa en la hipótesis de rentas directivas (*managerial rents*): rentas producidas a consecuencia de habilidades de búsqueda de rentas de la dirección o habilidades para realizar decisiones estratégicas que producen rentas en el futuro. Son, por tanto, rentas que se generan a consecuencia de las habilidades especiales de gestión del equipo directivo. La hipótesis sugiere que la dirección tiene incentivos para actuar eficientemente en orden a preservar su capacidad de generación de rentas superiores y, por tanto, a atenuar el conflicto entre los pequeños accionistas y los gestores. A diferencia, las *windfall rents* son rentas derivadas de la evolución antojadiza del entorno, exponiéndose como ejemplos la subida de los precios del petróleo en las décadas de los setenta y ochenta, o la desregulación en las empresas de aerolíneas.

La hipótesis de rentas directivas compite, aunque más bien subsume, la tradicional hipótesis del control empresarial. Se propone que cuando falla la competencia en el mercado de productos se incrementa el papel del mercado de control y, por tanto, la probabilidad de que se produzca una toma de control. La hipótesis del control societario sugiere que esta toma de control surge con equipos directivos que se comportan ineficientemente y no distinguen entre casos donde se producen rentas directivas de aquellos donde no se producen. Desde la perspectiva de la hipótesis tradicional, las adquisiciones son más probables allí donde se producen rentas directivas (rentas que usurpar por externos), que en el caso contrario. En cambio, la hipótesis de rentas directivas postula que sucede lo contrario: cuando hay rentas de este tipo se genera un autoincentivo conduce a los directivos a no comportarse ineficientemente, en cambio en las rentas no directivas la probabilidad de ineficiencia es notablemente mayor. Otro caso es cuando se producen las *windfalls rents*, pues entonces la hipótesis de rentas directivas también sugiere que la probabilidad de toma de control se puede producir si la dirección trata de apropiarse tanto de su parte correspondiente como de la de los accionistas.

Esta explicación también incorpora la teoría del flujo excedentario de tesorería. Los golpes de suerte no siempre conducen a situaciones de *free cash flow* (puede que se generen proyectos en los que invertir a consecuencia de la situación generada por aquellos) y los flujos excedentarios no son siempre consecuencia de la suerte: pueden ser consecuencia de dinero en efectivo generado por rentas directivas ganadas legítimamente por la dirección en el pasado. Lo correcto es distribuirlo adecuadamente a los accionistas: el comportamiento incorrecto de la dirección liberando los recursos puede, por supuesto, motivar la actuación y/o amenaza del mercado de control empresarial.

Si los externos pretenden capturar las rentas generadas por la destreza superior de la dirección, ésta legítimamente puede utilizar instrumentos de defensa como pueden ser los paracaídas de oro. Además, se observa que existen más oleadas de tomas de control en los sectores de petróleo y aerolíneas, dónde se han dado las rentas de suerte (las tomas de control han servido para redistribuir esas rentas extra percibidas por la favorable evolución del entorno y no por la superior destreza del equipo directivo). Una revisión del conjunto de los tomas de control es al menos tan consistente con la hipótesis de rentas directivas como con la de control empresarial (la teoría tradicional que afirma que se tratan de corregir ineficiencias en la dirección).

f) Evolución de las estructuras organizativas y competencia económica.

En este trabajo se intenta enfocar el mercado de control empresarial como mecanismo que contribuye a la evolución efectiva de las estructuras organizativas al seleccionar por competencia económica y mejorar de este modo la eficiencia social dinámica (Pelikan, 1989).

Por competencia económica se entiende aquella para recibir y usar información, para resolver los problemas económicos y tomar decisiones económicas. Sus principales atributos se derivan de ser una clase inusual de información económica, un determinante del comportamiento económico y un recurso escaso cuya asignación es crucial para la eficiencia de las organizaciones económicas. Sin embargo, existen dificultades para medir la competencia económica de forma directa y fidedigna. Como antecedentes se esta explicación se señala a Marris, Manne y Jensen, en el sentido de que el mercado de control disciplina y motiva a los directivos a actuar en favor de los accionistas bajo la amenaza de toma de control, o a abandonar la empresa. Además, de esta forma, los directivos más preparados sustituyen a los peores.

La crítica a este proceso es doble: (a) desde el plano empírico, las empresas implicadas en las tomas de control obtienen un resultado pobre en relación con la media del sector; en tanto que desde el plano teórico, si los mercados son eficientes, no hacen falta las tomas de control, y si no lo son, los precios de los títulos no son representativos del valor. La contracrítica desde el lado empírico se basa en que los pocos casos de toma de control con éxito son más significativos que el resto de la mayoría de los casos que se sitúan por debajo de la media. Además, la medida depende en sí misma de la presencia o ausencia del mercado. En el plano teórico, la ineficiencia del mercado refuerza el papel del mercado de control empresarial, pues la eficiencia social se logra mejor con este último que sin él. El mercado de directivos unido al mercado de valores, son importantes como mecanismos de señalización, pero insuficientes para tratar con un problema de asignación social, especialmente cuando su propia eficiencia es incierta.

En cuanto a las razones evolucionistas para las tomas de control, reconoce Pelikan (1988) que los ensayos y errores organizativos así como los mercados competitivos son necesarios para la evolución de la eficiencia, resultando ser la pregunta crucial si el mercado de control empresarial constituye o no un requisito en este contexto de competencias. Aunque la competencia económica suele ser incluida en las estructuras de producción, a veces puede ser mejorada con fusiones o con divisiones de empresas. La eficiencia social demanda métodos que permitan realizar estos cambios. Si ninguna competencia económica está bajo sospecha, ni los planificadores, ni los directivos ocupantes, ni los accionistas estarán al tanto, por lo que, y por simple eliminación, un mercado competitivo por el control último sobre las empresas es la única alternativa.

A pesar de sus escasos éxitos o de la baja media de resultados positivos en el proceso de las tomas de control, lo básico del mercado de control empresarial es que estamos ante una perspectiva evolucionista, y así entendidos el ruido y el gasto de este proceso biológico (esos pobres resultados) pueden ser un precio necesario a pagar por la evolución biológica y la formación de estructuras de competencia económica más eficientes. A largo plazo, la gran mayoría de pruebas erróneas pueden ser perfectamente compensadas por las ganancias del lento proceso de acumulación de éxitos. Además, es delicado juzgar cuán rápida ha de ser la eliminación de los errores. La media en sí misma depende de la presencia o ausencia del mercado. Sería útil comparar los efectos de las posibilidades de las tomas de control en todas las empresas (estén o no implicadas en los procesos de tomas de control) con una economía en la que las posibilidades de tomas de control estuvieran totalmente prohibidas.

Algunas objeciones al mercado de control empresarial son que las empresas pueden ser mejoradas con contratos de incentivos más adecuados, las ineficiencias pueden ser corregidas simplemente con el mercado de directivos y el mercado de valores, pero éste puede fallar al indicar el verdadero precio de los títulos. Pelikan (1989) contrarresta todas las objeciones y defiende la necesidad y utilidad del mercado de control empresarial: la esencia es que el mercado no es sólo un mecanismo de asignación de recursos escasos por medio de una competencia económica dada. Si la competencia económica es

inadecuada, el mercado sería ineficiente y su valor social sería dudoso. Lo que se defiende es que, ante todo, el mercado es un mecanismo evolutivo cuyo fin es mejorar la competencia económica para la asignación de otros recursos económicos.

g) Supervivencia a largo plazo.

Chamberlain y Gordon (1991) critican el objetivo de maximización del valor de la empresa y del valor de sus acciones. Distinguen tres casos fundamentales en relación con la estructura de propiedad: empresario propietario, la separación total entre propiedad y control, y una situación intermedia con propietarios internos y externos. Plantean que el objetivo es maximizar la probabilidad de supervivencia de la empresa a largo plazo y que esto depende de un bajo endeudamiento y de la persecución de tasas elevadas de crecimiento.

Revisan cada una de las distintas situaciones de partida en cuanto a la estructura de propiedad, comentando que cuando hay separación total propiedad-control hay objetivos distintos, puesto que los directivos querrán inversión y financiación que favorezca la persecución de su objetivo que no es otro que la maximización de la probabilidad de supervivencia a largo plazo: el resultado es un menor endeudamiento, menores dividendos y mayor crecimiento que en una situación de maximización de la riqueza de los accionistas. La toma de control amenaza esta situación y provoca que el directivo escoja las decisiones financieras como un *tradeoff* entre sus objetivos y los de los accionistas. A pesar de éstos, tanto la deuda como los dividendos serán menores que si la situación de maximización de la riqueza de los accionistas fuera la que imperara. En el caso intermedio de directivos propietarios, el mecanismo funciona igual, lo único que el directivo tiene menos incentivo a comportarse ineficientemente y la probabilidad de toma de control debiera ser notablemente menor.

Los autores se plantean dudas acerca de cuál es el nivel de endeudamiento óptimo o el de dividendos óptimo desde el punto de vista del bien común para los inversores y menciona las operaciones de LBOs como solución dramática para resolver discrepancias importantes entre dirección y propiedad.

h) Obtención de rentas (*rent seeking*).

Baumol (1991) estudia si las tomas de control están motivadas por la actividad de rent seeking, entendida como la búsqueda de rentas, lo que se equipara a la renta económica, definiéndose por un incremento del pago que no supone un incremento en el producto: el producto marginal para la economía es cero. Baumol matiza matiza el concepto puntualizando que esta búsqueda de rentas ha de ser por métodos que no contravengan las reglas aceptadas por la sociedad. Encuadra muchas tomas de control en este grupo y a continuación echa un vistazo a las consecuencias positivas o negativas de las tomas de control. Enumera las novedades de la oleada de fusiones y adquisiciones que las décadas de los años ochenta y noventa con OPAs coercitivas y no coercitivas, métodos defensivos, píldoras venenosas, bonos basura, joyas de la corona, etcétera y comenta que las tomas de control pueden producir beneficios importantes: aumento de la productividad de una empresa cuyo equipo directivo es ineficiente, mejora de la Q de Tobin, u otras.

En su trabajo realiza una revisión de estudios en los que se recogen los resultados positivos o negativos de las tomas de control y a continuación pone ejemplos de algunos buscadores de rentas en los tomas de control: los asaltantes (raiders) y el negociador con información privilegiada (insider trading). La conclusión es que en muchos casos los empresarios han procurado buscar rentas (en el

sentido peyorativo indicado al principio) produciéndose una desviación del talento directivo de las tareas que pudieran ser consideradas como más productivas.

h) Diferencias de valoración, incertidumbre y hetereogeneidad.

Una de las explicaciones por las que una sociedad adquirente puede valorar más los activos de la empresa objetivo, y por ello perseguir su adquisición, se deriva del hecho de que los mismos beneficios que produce la empresa a adquirirla pueden ser valorados de forma diferente por la empresa oferente que por la sociedad objetivo. Así, pueden modificar la tasa de descuento a aplicar a la corriente de renta que genera, pues a menudo los propietarios-administradores se muestran más dispuestos a vender sus acciones a medida que se acerca su jubilación porque su plazo de valoración ha cambiado (ahora es limitado y corto), también pueden querer vender si buscan lograr dinero en efectivo de forma inmediata, o se sienten cada vez más renuentes a enfrentarse a los riesgos financieros de poseer una empresa pequeña y prefieren la mayor liquidez al canjear sus títulos por los de otra sociedad de mayor tamaño; o diferencias valorativas derivadas de que si a la oferente le interesa maximizar el crecimiento más que la rentabilidad, y por ello aplica una tasa de descuento menor (Sutton, 1983, págs. 156-157).

También afecta la incertidumbre a las tomas de control. Si la empresa adquirente y la sociedad objetivo disponen de una información imperfecta, pueden realizar estimaciones diferentes del flujo futuro de ingresos y de los riesgos asociados al mismo, lo que se puede deber a un acceso desigual a la información, y así el equipo directivo ocupante de la empresa objetivo tendrá acceso a una información más precisa y, suponiendo que convenza a sus accionistas de que está en lo cierto, sus estimaciones deben reflejarse en el valor de mercado actual. En este caso, si la sociedad oferente quiere comprar y no hay ningún tipo de sinergias, estaremos simplemente en presencia de un caso de error valorativo. Pero no siempre la dirección de la empresa objetivo tendrá la mejor información, pues la adquirente puede valorar nuevas oportunidades antes de que lleguen a conocimiento de la objetivo, y que la información esté disponible en el mercado y por tanto se refleje en los precios. También puede ocurrir que la compradora conozca la existencia de sinergias que no han sido divulgadas al mercado, consiguiendo de esta forma un resultado positivo.

Además del acceso desigual, también afectan a las adquisiciones los cambios generales de la incertidumbre, ya que así se reduce el valor de la experiencia anterior como guía para actuaciones futuras, formándose expectativas diferentes (y por tanto valoraciones diferentes) ante las nuevas posibilidades, aunque ello también puede retraer el comportamiento inversor; pero a menos que existan diferencias en el acceso a la información, no se puede decir que un aumento general de la incertidumbre genere un aumentao en la valoración de la sociedad objetivo realizada por la entidad oferente. Sin embargo, parece que los cambios en la incertidumbre influyen en el momento elegido para la fusión (Sutton, 1983, págs. 159-160).

Bagwell (1991a y 1991b) se plantea las repercusiones de una nueva imperfección del mercado de capitales: la heterogeneidad de los accionistas, y pone de manifiesto como, frente a los mercados de capitales perfectos en los que el número de acciones negociadas no afecta al precio del título, ante mercados imperfectos una operación de gran volumen puede modificar por liquidez al alza o a la baja el precio del título, o puede suministrar información al mercado que provocará una revalorización permanente del título debido a una curva de oferta de pendiente creciente; es decir, que la elasticidad que se supone a la curva de oferta de títulos puede afectar al mercado de control empresarial. El autor reconoce que si existe unanimidad en el accionariado tendrían poca importancia la composición del

mismo y la elaboración de las normas que regulen las votaciones. Manteniendo esta hipótesis es difícil explicar por qué esas normas varían tanto de empresa a empresa y por qué las modificaciones de dichas normas provocan importantes consecuencias en los precios de los títulos.

Así, en el segundo de los trabajos argumenta que la distribución de efectivo a través de una recompra de acciones frente al reparto de dividendos no se interpreta en términos de señal sino que sirve como un impedimento o desaliento efectivo frente a la toma de control ante la presencia de curvas de oferta de pendiente creciente para las acciones, de forma que los accionistas que desean proceder a vender en la operación de recompra coinciden de forma sistemática con aquellos que valoran menos los títulos, con lo que la recompra sesga la distribución del resto de accionistas hacia el conjunto más caro, elevando el coste de una toma de control para el adquirente. Además, el trabajo de Bagwell y Judd (1989) muestra quelos dividendos pueden ser seleccionados como medio de repartir efectivo incluso con su desventaja fiscal frente a la recompra de acciones[302] porque no cambian la población de accionistas, lo cual puede ser deseable para la dirección, dado que mantiene la mayoría actual. Por lo tanto, mientras que la recompra desalienta la toma de control por alterar la población de accionistas, los dividendos pueden ser favorables precisamente por el hecho de no modificar la población de accionistas en ausencia de tomas de control. Las decisiones de control empresarial pasan a ocupar un lugar central por la significatividad de la no unanimidad de los accionistas, y la que lleva a que las decisiones de la empresa sean tomadas en medio de un conflicto permanente, dado que cuando los accionistas muestran preferencias diferentes y las transacciones son costosas, a veces los accionistas oponentes pueden elegir permanecer junto con la empresa, luchando en cada una de las decisiones empresariales, en lugar de incurrir en los costes de una reestructuración de su cartera de títulos.

Por otra parte, el trabajo de Dreyfus (1988) estudia el problema de diseño óptimo de una oferta de toma de control que presenta un adquirente competitivo cuando los accionistas de la sociedad objetivo pueden valorar las distintas ofertas de formas diferentes dependiendo de aspectos fiscales, de costes de transacción y de otras imperfecciones del mercado. La extensión varía a lo largo de los accionistas, por lo que estos pueden reaccionar de forma heterogénea a una oferta dada, los oferentes pueden afectar a la respuesta de los propietarios por medio de su elección de la estructura de la oferta en términos de medio de pago, unido a que los accionistas pueden negociar con "arbitrajistas", quienes poseen la característica de ser negociantes marginales con respecto a las imperfecciones relevantes del mercado y valorar todas las ofertas al valor de mercado.

i) Perspectiva de movimiento social.

En un trabajo muy crítico con las teorías individualistas (como por ejemplo la teoría de la agencia), Davis y Thompson (1994) se muestran defensores de las teorías de los movimientos sociales como explicativas de fenómenos empresariales entre los que están las políticas de control empresarial o el activismo de los accionistas, e incluso las tomas de control.

A su parecer, las teorías orientadas por objetivos de eficiencia son limitadas para explicar las políticas de control empresarial y el activismo accionarial. En el trabajo se repasa el gran cambio

---

[302] Una revisión de la literatura de los motivos de la recompra de acciones realizada por Bagwell (1991, págs. 73-74) los agrupa en tres explicaciones. En primer lugar, las basadas fundamentalmente en la señalización, los impuestos, el apalancamiento y el empleo eficiente de los recursos. Una segunda que se centra en la recompra como medio de desanimar las tomas de control. Y, por último, la propuesta del autor, basándose en la heterogeneidad del accionariado.

producidoen las estructuras empresariales, partiendo del empresario único como propietario, pasando por la separación total entre la propiedad y el control, llegando a la concentración de los accionistas y el importante papel desempeñado por inversores institucionales, cual es el caso de los fondos de pensiones, los fondos de inversión o las empresas de seguros.

¿De qué depende entonces todo el entramado del control empresarial?: de reglas determinadas externamente por los gobiernos estatales y federales y de las luchas políticas entre la dirección, el capital y los cuerpos gubernamentales. El control empresarial es el resultado de procesos políticos y en el pasado las reglas del juego han sido orientadas a favor de los directivos casi siempre. Los directivos se han beneficiado de un régimen de accionistas dispersos y sin poder, surgiendo regulaciones que han obstaculizado deliberadamente la actividad de los inversores institucionales o de los propietarios de grandes participaciones.

Todo esto se aleja de los postulados de las teorías clásicas fundamentadas en el comportamiento de la organización basado en la eficiencia (entre ellas, y como más discutida, la teoría de la agencia) y reivindica que la empresa es básicamente una adaptación política tanto como una necesidad tecnológica o económica.

La política y los movimientos sociales subyacen e impregnan las estructuras sociales que relacionan a los distintos actores, e influyen en cuándo o cómo la acción colectiva se lleva a cabo. La aproximación política de la organización requiere examinar el proceso mediante el cual los que manejan la organización, sociedades e inversores institucionales especialmente, construyen intereses comunes forman coaliciones, y presionan con sus puntos de vista al Estado, al gobierno federal o al resto de los componentes. De todo esto se deduce que la regulación anti-toma de control o la regulación contraria, favorable a los intereses de los inversores institucionales y del activismo accionarial imperante en las últimas décadas, son resultados básicamente políticos, cuya consecuencia es una mayor o menor influencia en el gobierno y las leyes y, por tanto, un mejor o peor entorno para el control empresarial.

CAPÍTULO IV

EL MERCADO DE CONTROL EMPRESARIAL

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

En el capítulo cuarto abordamos la Teoría del Mercado de Control Empresarial, que siendo el marco de análisis de esta investigación, constituye junco con las explicaciones revisadas en los dos capítulos anteriores, aproximadamente el conjunto de motivos que se han argumentado para los procesos de toma de control; si bien, será ahora cuando los costes de agencia alcancen su máximo protagonismo.

Ya hicimos referencia al mercado de control empresarial al examinar los mecanismos de control externos que colaboran en la alineación de intereses de propietarios y gestores.

Este capítulo se estructura en cuatro apartados, examinando en el primero una clasificación de las operaciones de toma de control bajo la hipótesis de que los agentes actúan en mercados imperfectos, de lo surgen las tomas de control asignativas (motivadas por problemas de agencia en la empresa objetivo), las tomas de control directivas (consecuencia de problemas de agencia en la sociedad oferente) y un último grupo constituido por las motivadas por razones de adquisición (fundamentadas en imperfecciones de los mercados de valores).

Después examinamos en profundidad el mercado de control societario, como mecanismo que limita o elimina los problemas de ineficiencia e ineptitud directiva, para lo cual realizamos un breve análisis de la génesis del conflicto de intereses propiedad-dirección y las teorías que de ello se han ocupado, remontándonos a las teorías gerencialistas, para llegar al enfoque de agencia.

Continuamos con un epígrafe dedicado por completo al examen del mercado de control empresarial (definición, configuración, actuación, relación con los problemas de agencia), analizando la necesidad de dicho mercado para conseguir una disminución efectiva en el nivel de costes de agencia. Por último, y para dar entrada a la voz de los detractores del mismo, analizamos los supuestos efectos perniciosos de los que se acusa a este mercado.

Para finalizar el capítulo realizamos un balance de cómo se concibió en su origen el mercado de control empresarial y la forma en la que puede actuar tras las presiones regulatorias y políticas surgidas en EE.UU. desde mediados de esta década. Fundamentalmente se examinan las salidas ante esta situación que parecen que se configuran en nuevas formas empresariales (LBO) y cambios en el control de la propiedad con una mayor participación activa de los inversores institucionales.

1.- Cuando las actuaciones de los agentes y de los mercados no son perfectas.

El argumento que subyace en el fenómeno de las adquisiciones cuando consideramos un marco de análisis definido por las hipótesis de que las empresas actúan de forma eficiente, la inexistencia de problemas de agencia y los mercados de capitales perfectos, responde a las explicaciones tradicionales que se agrupan bajo el nombre genérico de "sinergias", en sus diversas formas: de poder de mercado, operativas, economías de escala o alcance, en actividades de I+D, obtención de recursos, o costes de transacción, entre otras; configurando lo que Hay y Morris (1991) han dado en llamar "la teoría pura de las fusiones" (*the pure theory of mergers*).

Sin embargo, cuando relajamos alguna de las hipótesis expuestas anteriormente, surgen nuevos argumentos que permiten justificar la aparición de las tomas de control. Así, siguiendo la clasificación de estos autores cabe hablar, en primer lugar, de tomas de control asignativas (*allocational takeovers*), que surgen cuando la entidad objetivo no es eficiente. En segundo lugar, si existen problemas de agencia en la entidad adquirente, nos referiremos a las tomas de control directivas (*managerial takeovers*). Por último, cuando los mercados financieros no son perfectos provocan las tomas de

control por motivos de adquisición (*acquisitional takeovers*). Pasamos a continuación a examinar cada una de ellas en detalle.

Podemos afirmar que las motivaciones acerca de los procesos de control descritas en el presente capítulo forman parte de lo que Hay y Morris denominan "la teoría pura de las fusiones". Los argumentos que examinaremos en el Capítulo tercero pertenecen en su mayoría a las tomas de control por adquisición, y en algún caso minoritario (si así cabe entender el sobrepago y el *hubris*) a las directivas. Por contra, este cuarto capítulo se va a centrar en las tomas de control asignativas y directivas, que básicamente se refieren a la existencia de problemas de agencia en la sociedad objetivo o en la entidad oferente, respectivamente.

1.1.- Tomas de control asignativas.

Entendemos por toma de control asignativa aquella con la cual la empresa adquirente consigue realmente una mejora en el resultado (*performance)* de la sociedad objetivo, en el sentido de un aumento en el valor de mercado de la empresa tras el suceso de cambio en el control.

Cuando el equipo directivo que gestiona la entidad objetivo no utiliza los activos de la mejor forma posible para maximizar su valor, podemos decir que existe un empleo inadecuado de recursos (tanto por lo que respecta a esa empresa, como a la sociedad en su conjunto). No cabe duda que la toma de control es una alternativa importante, si bien no la única, de entre los mecanismos diferentes que pueden emplearse para que los activos sean reasignados a un uso productivo mejor en manos de nuevos gestores.

La ineficiencia del antiguo equipo directivo que pierde su puesto puede venir dada por el hecho de la "ineptitud" (incapacidad) para aprovechar todo el potencial de los activos de la empresa con el fin de conseguir maximizar su valor en el mercado, lo que se puede deber a una variedad de razones como, por ejemplo, una política deliberada de preferencia por el gasto (*perquisites*), deseo por no trabajar durante la jornada laboral (*shirking*), o simplemente, incompetencia o ignorancia por parte de la dirección acerca del verdadero valor de los activos empresariales.

Otro tipo de ineficiencia, identificada en el enfoque gerencialista de Marris (1966), es el caso de una empresa persiguiendo el objetivo directivo de maximizar el crecimiento, en cuyo caso puede que esté logrando la máxima valoración del mercado para su tasa de crecimiento, pero que ésta última sea mayor que la tasa que maximiza el valor de la empresa. En este caso, la ganancia no proviene de recortar los gastos o de introducir una dirección más eficiente, sino de reducir la tasa de crecimiento de la empresa. La posibilidad de toma de control es lo que incentiva a la dirección ocupante a no apartarse del objetivo financiero, pues se espera que si el valor de la empresa (V), menor que el valor óptimo (V*), cae por debajo de un valor mínimo (V'), la sociedad es objeto de toma de control con total certeza (en el caso de interpretar la restricción de seguridad del modelo de Marris de una forma rígida); o bien, es más probable la toma de control cuanto menor es V con relación al valor óptimo (V*).

Examinemos con cierto detalle como se supone que será el comportamiento de la dirección de la empresa "atacante" y de los accionistas de la sociedad objetivo ante una toma de control asignativa.

Si el precio de mercado máximo de la acción bajo el supuesto que la dirección ocupante gestiona la empresa persiguiendo el cumplimiento del objetivo financiero es de V*, la caída del precio del título de la empresa en un mercado financiero perfecto como consecuencia de que la dirección persigue estrategias de maximización del crecimiento lleva a un descenso del valor de la empresa hasta V (no

coincidente con el de maximización del valor, donde V<V*). El oferente estará dispuesto a pagar un precio por acción igual a *p* que verificará que V<*p*<V*, para así conseguir obtener alguna ganancia (en otro caso no presentaría su oferta, más aún si tenemos en cuenta los costes en los que incurre, que no han sido considerados), con lo que los accionistas de la empresa objetivo disponen de un incentivo para ofrecer sus títulos, pues ganarían una "prima" por acción igual al importe *p*-V. Si el asaltante está dispuesto a pagar la prima *p* es porque confía (y de hecho logrará, pues si no nos encontraríamos en un caso de sobrepago en la toma de control) elevar el precio de los títulos de la objetivo hasta el valor V* cuando logre el control, con lo que su ganancia se reducirá a *n*(V*-*p*)-*C*, siendo *n* el número total de acciones y *C* el coste total en el que incurre la sociedad oferente como consecuencia de la toma de control.

La dirección ineficiente tiene un incentivo para modificar su actuación ante la amenaza de toma de control para que, aún cuando no logre que el valor de la acción se eleve de V a V*, éste no baje de un valor mínimo V' a partir del cual consideramos que se "dispara" automáticamente el mecanismo de la toma de control. El valor de V' viene determinado por la desigualdad *n*(V*-V')<*C*, es decir, que la ganancia neta (de prima y costes de transacción) para el oferente sea negativa, o dicho de otra forma, V'>V*-(*C*/*n*).

Sin embargo, los accionistas de la sociedad objetivo pueden presentar un comportamiento oportunista (de *free-rider*) e intentar obtener el importe total del aumento del valor de la acción (V*-V)>X *p*-V. Ese problema se puede superar, al menos parcialmente, por medio de distintos mecanismos:

1) La amenaza de *opresión* de la mayoría sobre la minoría. Como señalan Grossman y Hart (1980), tras una toma de control con éxito el asaltante poseerá la mayoría de las acciones. Puede adoptar una serie de acciones y políticas encaminadas a perjudicar a los accionistas minoritarios que supongan una transferencia de riqueza de éstos a los propietarios mayoritarios (establecer precios de transferencia entre la empresa objetivo y la adquirente u otra filial de ésta, ventas de activos a precios artificialmente bajos, entre otras formas).

Si valoramos la dilución provocada en el precio de la acción de la empresa objetivo en *d* y consideramos que existen *m* accionistas minoritarios, el asaltante puede recuperar *md* con relación al coste de la toma de control (*C*), con lo que la sociedad adquirente cubre sus costes si se verifica que: (*n*-*m*) (V*-*p*)+*md*>*C*. Además, en esta situación los accionistas de la empresa objetivo aceptarán la oferta suministrada por *p*>max(V*-*d*, V), dado que siempre ganan con independencia de si la oferta resulta o no con éxito. De esta forma, si el oferente fija el precio en el nivel inferior de la desigualdad anterior (precio mínimo, *p*=max(V*-*d*, V), todos los accionistas de la objetivo aceptarán la oferta, ofrecerán sus títulos y el adquirente obtendrá una ganancia a condición de que *n*[V*-max (V*-*d*, V)]>*C*, o de forma equivalente, min (*d*, V*-V)>(*C*/*n*). De esta forma, la oferta se produce tanto si *d* como V*-V son mayores que el coste unitario asociado a la toma de control.

Así, ante el riesgo de dilución por transferencias posteriores a la adquisición, esa amenaza puede limitar el comportamiento de *free-rider* y asegurar que se producirá la toma de control con tal que se verifique: *d*>*C*/*n*. No funcionará la amenaza de dilución cuando se cumpla que V*-V<(*C*/*n*), pero en tal situación el oferente no presentaría su propuesta de adquisición, dado que la condición para presentarla es obtener una ganancia, mientras que en ese caso el incremento de valor logrado por el asaltante no llega a compensar los costes de la operación.

Además, se puede añadir que los accionistas de la sociedad objetivo ganan realmente con la amenaza de dilución dado que da credibilidad a la amenaza de toma de control y fuerza a los

directivos ocupantes a mejorar su rendimiento (*performance*) hasta que V*-V<(*C*/*n*). El inconveniente fundamental que presenta la amenaza de dilución sobre los accionistas minoritarios es que si no son protegidos por la regulación (estatutos de la empresa o legislación), podrían sufrir la opresión de la mayoría todo el tiempo y sin límites[303].

Sin embargo, no es práctico limitar tales efectos al valor del coste unitario de toma de control (*C*/*n*) dado que este último variará mucho de unas ofertas a otras. También, un accionista puede haber invertido en una sociedad dado que él precisamente cree que hay una posibilidad de mejora en la gestión, de forma que no sería actuar 'limpio' con él si va a ser excluido sistemáticamente de las ganancias que ha estado anticipando. Es por ello que las autoridades encargadas de la regulación se oponen a la opresión de los accionistas minoritarios.

2) Siguiendo a Yarrow (1985), otro medio para la resolución de este problema lo constituye una legislación que establezca un porcentaje de acciones obligatorio a comprar. Supongamos que *s* representa el porcentaje actual de aceptaciones de una oferta que se condiciona a un porcentaje de aceptación de *h* (*h*>50)[304]. Sea *q* la probabilidad de que la oferta de adquisición tenga éxito incluso si un accionista muy minoritario rechaza la oferta (pero no la rechaza ninguno de los accionistas que poseen poco porcentaje de acciones, por lo que ya no se puede considerar que la propiedad esté distribuida atomísticamente). Supongamos que la legislación obliga a que si *s*>*h* se deben adquirir el resto de acciones (1-*s*), pero si se verifica que *s*<*h* tiene éxito la oferta (incluso si *s*>50)[305]. Así, la ganancia esperada por el pequeño inversor a consecuencia de rechazar la oferta sería $qp+(1-q)V$; en tanto que la ganancia por aceptar la oferta es de $(q+dq)p+(1-q-dq)V$, donde *dq* es el cambio infinitesimal en la probabilidad de que ocurra una oferta con éxito cuando el pequeño accionista cambia su postura de rechazar la oferta a aceptarla, de forma que es mejor que la acepte a que la rechace si se verifica que $(q+dq)p+(1-q-dq)>qp+(1-q)V$. Por tanto se debe cumplir la condición de que $dq(p-V)\varnothing 0$, lo cual se satisface si *dq* es positiva, dado que $p>V$.

Si la oferta de compra está condicionada a alcanzar un nivel de aceptación que provoca que se apliquen cláusulas de adquisición obligatorias establecidas en la regulación, no puede haber posibilidad de comportamientos de *free-rider* con éxito. El problema de este mecanismo de solución es que requiere que el porcentaje de aceptación sobre el cual la oferta se plantea como condicional sea el mismo que el porcentaje de acciones que hace que se aplique la cláusula de adquisición obligatoria[306].

3) En tercer lugar, se podría evitar en parte el comportamiento de *free-rider* si el oferente adquiere una proporción de títulos en la sociedad objetivo con anterioridad a la oferta. De esta forma, si le fuera posible comprar un porcentaje de títulos *t* al precio V antes de la oferta de toma de control, el asaltante

---

[303] Si bien consideramos que esto no constituye un grave problema en la medida que se puede atenuar por diferentes vías como que los accionistas minoritarios de la empresa objetivo se salgan de su empresa vendiendo sus títulos en el mercado que puedan aparecer otros asaltantes que desplacen a la nueva dirección.

[304] ¿Por qué?, ¿no puede el adquirente haber acumulado una posición significativa con anterioridad al intento de toma de control?

[305] ¿Podría ser un planteamiento válido el hecho de que consigo la participación que realmente quería alcanzar, que cabe suponer que como mínimo sería la mayoría del capital, pero que incluso podría ser superior al 50% o no aumentar en nada su posición inicial o incluso no realizar la oferta?

[306] Por ejemplo, para la legislación del Reino Unido, el *Principle 8* del *City Code of the Takeover Panel* establece que la presión sobre la minoría la califica como "*wholly unacceptable*", y la *Act Companies (1985)* en su Sección 482.2 concede a los accionistas minoriarios el derecho a vender al precio de oferta si un asaltante logra el 90% de aceptación, disparando la cláusula el porcentaje del 90%. Por lo tanto, cualquier oferta condicional a la aceptación de un porcentaje entre el 50% y el 90% permite aún el comportamiento de *free-rider*.

siempre ganaría dinero con la compra total, (incluyendo la adquisición del resto de acciones (1-*t*), dado que aunque por el resto del capital (1-*t*) deba pagar a los accionistas de la sociedad objetivo el precio posterior a la toma de control (V*), aún así conseguiría una ganancia para su inversión siempre que se cumpla que $t(V^*-V)>C$.

La debilidad de este mecanismo se debe a que en la realidad hay una gran dificultad para adquirir acciones de la sociedad objetivo, con anterioridad a la oferta, a un precio de mercado de V, pues un requisito imprescindible sería la realización en secreto de la primera compra -y en su caso sucesivas- para que no fuera revelada al mercado la información de la existencia de un futuro asaltante por el control de la sociedad objetivo. Sin embargo, la mayor parte de las legislaciones establecen que superado un determinado porcentaje de participación en el capital de una empresa se debe comunicar al mercado el mismo. Esta norma de revelación de participaciones significativas se complementa con el hecho de que el porcentaje que recoge la norma es tanto para la adquisición realizada de una sola vez como si es por operaciones sucesivas dentro de un plazo determinado. Además, que para alcanzar o sobrepasar un determinado porcentaje de propiedad sobre la empresa objetivo es necesario realizar una OPA de forma obligatoria (*mandatory offer*), no pudiéndose producir los incrementos en el porcentaje de participación a través de actuaciones de compra normales en los mercados de valores.

El origen del problema de *free-rider* mostrado por Grossman y Hart (1980),descansa en dos supuestos importantes de los cuales depende de forma crucial su validez: (a) la oferta de toma de control es condicional y (b) la propiedad de acciones está tan ampliamente dispersa que la reacción de un accionista cualquiera ante la oferta (vender o no vender sus títulos) no afecta al resultado de la misma (éxito o fracaso).

En primer lugar, si partimos de ofertas incondicionales en la que el oferente va a proceder a adquirir las acciones con independencia del porcentaje que consiga, al accionista se le ofrece un (*fair gamble)* juego justo, frente a la oferta condicional en la cual no es bueno para él aceptar un precio *p*, siendo $V<p<V^*$, aunque pueda parecer un juego justo dada la probabilidad de que la oferta tenga éxito. Ello se debe a que el oferente no pagará *p* cuando las acciones valen sólo V, en tanto que los pequeños accionistas están obligados a vender al precio *p* ($p<V^*$) cuando vale V*.

Sin embargo, esto no elimina necesariamente todos los obstáculos para que trabaje el mecanismo de toma de control: supongamos que los inversores estiman que cuanto mayor es una oferta incondicional, mayor es la posibilidad de que la oferta tenga éxito, lo cual supone aumentar la probabilidad de que el inversor de la empresa objetivo logre el precio V* si no acepta la oferta, y por tanto *aumenta* al posibilidad de que la oferta *no* tenga éxito. La curva de oferta para las acciones en cuestión cabe que tenga pendiente decreciente, al menos para un rango, y pudiera haber un conjunto de precios importantes entre los valores V y V* para los cuales la toma de control no tendría éxito.

En segundo lugar, si eliminamos la hipótesis de inversores atomísticos, podemos considerar el papel que desempeñan un número de inversores que habitualmente se conocen con el nombre de arbitrajistas (*arbitrageurs* o '*arbs*') que proceden a comprar acciones a los pequeños accionistas de la empresa objetivo a precios que son muy próximos a los 'precios justos' del juego que ellos están comprando[307].

---

[307] Los arbitrajistas consiguen ganar dinero de dos formas fundamentalmente: (a) conseguir una prima por asumir el riesgo de que finalmente la oferta no tenga éxito y (b) si se produce una acumulación de acciones en manos de un número relativamente pequeño de arbitrajistas, dejan de ser inversores atomísticos, por lo que su decisión de acudir o no a la oferta afecta al resultado de la misma (éxito fracaso).

1.2.- Tomas de control directivas.

Las tomas de control directivas hacen referencia a la presencia de problemas de agencia en la entidad adquirente. Podemos diferenciar a su vez tres casos dentro de este tipo de tomas de control:

a) Las emprendidas por aquellos oferentes cuya dirección persigue fines diferentes de la maximización del valor, dada las restricciones débiles que tienen frente a desviaciones con relación a dicho comportamiento. Constituye, por tanto, un tipo de toma de control que se examina desde la perspectiva de la adquirente, siendo en ella en la que se producen problemas de agencia por persecución de estrategias de incremento del crecimiento y/o seguridad, no del aumento del valor para laos accionistas, de las empresas oferentes controladas por su dirección.

Cuando los directivos persiguen maximizar el crecimiento también disponen de la vía interna para conseguir ese objetivo, si bien desde una perspectiva directiva el límite podría venir impuesto por la compensación entre rentabilidad y crecimiento, implicando de un lado la posición de mercado de la empresa junto con sus capacidades directivas para generar crecimiento, frente a la posible restricción de fondos de otro. Esa compensación (*trade-off*) crecimiento-rentabilidad es diferente para las empresas que persiguen el crecimiento por medio de tomas de control (fusión), pues este no se ve constreñido por la limitación de recursos directivos, por la cuota de mercado, ni otras causas similares. Pero con relación a la rentabilidad, ésta va a depender del precio pagado por la entidad adquirente por los títulos de la sociedad objetivo. Podemos considerar tres posibilidades:

1º) La adquisición de una sociedad objetivo bien gestionada, es decir que se encuentra en el máximo de la función de valoración del crecimiento. En este caso, Heal y Silberston (1972) apuntan que la sociedad que realiza el crecimiento por fusión deseará pagar por la entidad objetivo más de lo que ésta vale realmente, dado que al ser la adquirente una empresa orientada al crecimiento, no sólo valorará la futura corriente de ganancias de la objetivo sino también la contribución de los activos o ventas de esa empresa, *per se*, al tamaño de la entidad combinada; o de forma alternativa, puede que el oferente aplique una tasa de actualización menor de la que debiera (reflejando un horizonte temporal mayor) que los accionistas actuales, y por tanto estime un valor mayor.

2º) La compra de una sociedad objetivo orientada a maximizar el crecimiento, es decir, que incurre en el mismo problema que la empresa oferente, y aquella puede ser atractiva dada su menor valoración en la bolsa (si el mercado es eficiente). Lo óptimo y adecuado sería que la empresa adquirente realizara su oferta para modificar la política de la empresa objetivo en aras a maximizar los beneficios, pero dado que la sociedad oferente también es maximizadora del crecimiento, no adoptará dichas medidas, además de que ello supondría dedicación de tiempo por parte de la dirección, y ésta no deseará dedicar dicho tiempo a adquirir nuevas empresas.

3º) Se adquiere una empresa que es ineficiente, es decir, que no opera en la frontera de valor-crecimiento, sino por debajo de ella. En este caso, la adquisición podría ser seguida de intentos de mejorar la eficiencia, pero de nuevo ello supondría dedicar tiempo de la dirección[308].

Hay y Morris (1991, pág. 578) mantienen que las empresas que realizan fusiones como medio de crecimiento estarán interesadas principalmente en las empresas objetivo de las dos primeras categorías, no en el logro de economías de escala o en la consecución de poder de mercado tras la adquisición, ni desearán dedicar mucho tiempo en rectificar ineficiencias. Además, reconocen que las tomas de control no se tienen que realizar sólo porque la dirección persiga el objetivo de maximizar el

[308] Además, entiendo que dicho tiempo se dedicaría a políticas para conseguir que la entidad objetivo fuera maximiza el crecimiento, no el valor.

crecimiento, sino que igualmente se podrían producir por pretender maximizar la seguridad, y en este sentido acometer fusiones que disminuyan el riesgo (medido por la variabilidad de la corriente de ganancias) por ejemplo a través de fusiones en conglomerado, reducción del riesgo que como es bien sabido es irrelevante para el inversor individual (en presencia de mercados perfectos), no así para la dirección de la empresa compradora.

El desarrollo analítico realizado para el caso de *allocational takeovers* se va a ver modificado, dado que el asaltante puede pagar un precio por encima de V*, y ello lo hará porque su preocupación no es maximizar su valor sino su crecimiento, por lo que no le importa seguir una estrategia que disminuye el valor de la empresa adquirente. Con ello el problema de *free-rider* se mitiga o incluso desaparece totalmente, dado que si los accionistas de la empresa objetivo no venden, la sociedad adquirente se puede encontrar que al final sus acciones valen menos que el precio de oferta (es decir, se cumplirá que $V<V^*<p$, y $V_f<V$ o $V<V_f<V^*$, donde V_f es el valor de la empresa objetivo tras la toma de control). El problema es que aún cuando el accionista de la sociedad objetivo pudiera ganar si ofrece sus títulos, se produce una pérdida social neta, dado que se asignan recursos a usos menos productivos si el valor de la entidad en manos de los nuevos gobernantes es menor que el valor inicial de la misma, con lo cual la toma de control deja de ser un mecanismo de asignación eficiente para pasar a ser justamente lo contrario. Cuando el oferente está dispuesto a soportar una pérdida a costa de lograr mayor crecimiento, aunque la dirección de la sociedad objetivo persiga la maximización del valor, como ocurre en el primer caso expuesto, puede llegar a ser empresa objetivo de toma de control con el único fin de asignar sus recursos a un empleo peor[309] [310].

b) Una segunda influencia de estas tomas de control es el hecho de que si los objetivos directivos, tales como el crecimiento y la seguridad, son motivos importantes para una fusión, también lo son para *defenderse* contra el hecho de ser objetivo de toma de control a través de los variados mecanismos que se pueden englobar bajo el nombre genérico de "mecanismos anti-toma de control". El debate de si estas medidas promueven o inhiben la eficiencia, de acuerdo con la evidencia empírica, parece que depende de la medida concreta que se esté empleando para desalentar. Así, se supone habitualmente que se utilizan por la dirección para protegerse de las tomas de control emprendidas por parte de empresas adquirentes más eficientes, no en interés de los accionistas de la sociedad objetivo, con lo que supondrían obstáculos al funcionamiento adecuado de la bolsa de valores; pero también cabría pensar en un empleo para neutralizar tomas de control directivas que asignarían erróneamente recursos para maximizar el crecimiento de sociedades oferentes menos eficientes.

c) La tercera forma en la que el mecanismo de control se puede emplear de una forma socialmente no deseada, es el caso en el cual las tomas de control se utilizan para explotar a uno o más de los grupos contratantes de la empresa (*stakeholders*), grupos que han celebrado con la empresa contratos (unas veces explícitos y otras implícitos), es decir, van encaminados a explotar a los proveedores, clientes, la Hacienda, los trabajadores, u otro participe, de forma que se favoreciera con dicha explotación a 'la empresa', visto como una actuación decida por la dirección *per se* o por una

---

[309] De hecho, un razonamiento similar se puede plantear cuando por motivos de *hubris*, o alguna otra causa, la sociedad oferente procede a realizar un sobrepago por la empresa objetivo, si bien en este último caso no tiene por qué deberse al hecho de que sea una empresa mal gestionada maximizadora del crecimiento, sino simplemente al exceso de confianza (no a una valoración errónea del mercado o de su estimación de flujo de renta) en su capacidad de gestionar la empresa objetivo o a otras causas.

[310] Posteriormente, Hay y Morris (1991, págs. 518-519) plantean un análisis de las consecuencias que se derivan de la forma de financiación de la toma de control (pago en efectivo o en títulos) y su relación con la posibilidad de ineficiencia, miopía o excesiva reacción en el mercado de valores a la revelación de información (en este caso, derivado de la forma de financiarse).

dirección actuando en beneficio de los accionistas. Por tanto, las tomas de control han de ser examinadas no sólo como transferencias de propiedad sino también como oportunidades para un replanteamiento fundamental de las relaciones contractuales en el interés de la dirección. Si se beneficia a otros partícipes y si la eficiencia general mejora es algo que variará de un caso a otro, pero muy frecuentemente estará relacionado con el equipo director que determina los cambios.

1.3.- Tomas de control por motivo de adquisición.

Esta tercera clase de tomas de control, que debe su nombre a Grossman y Hart (1981), aparece cuando relajamos la hipótesis de que el mercado de valores funciona correctamente, hipótesis que hemos mantenido en las dos anteriores. Ahora suponemos que los valores asignados en el mercado a los títulos de las empresas pueden diverger de manera importante de los valores fundamentales, de donde surge un nuevo motivo para la toma de control: un asaltante identifica una sociedad que está infravalorada en el mercado de capitales y puede adquirirla, mantener sus acciones hasta que el valor fundamental se refleje en el precio, y recoger las ganancias en el valor sin haber realizado ningún cambio en el conjunto de las operaciones de la empresa.

A diferencia de las tomas del control del primer grupo (asignativas), no parecen ser socialmente eficientes dado que tan sólo implican redistribución más que creación de riqueza, donde los costes de toma de control siguen siendo una pérdida social.

Si existe un número de asaltantes competidores, cada uno de los cuales tiene un conocimiento del valor fundamental del precio de la empresa objetivo, entonces el precio de toma de control será impulsado hasta la diferencia entre el valor fundamental y los costes de toma de control, supuesto que el valor fundamental puede ser identificado antes de incurrir en cualquier clase de costes de toma de control, pues si estos últimos se producen primero (por lo que se les consideraría como costes hundidos o *sunk costs*), entonces los asaltantes competidores ofertarán hasta el valor fundamental.

Sin embargo, frecuentemente hay sólo una sola entidad oferente, lo que a primera vista podría suponer que un único asaltante que identifica una empresa infravalorada en el mercado podría comprarla relativamente barata, pero como muestran Grossman y Hart (1981), esto no tiene necesariamente por qué suceder así. Analicemos su razonamiento, para lo cual supongamos que las únicas tomas de control que ocurren son las del tipo aquí expuesto. El asaltante, al pagar $p>V$, realiza una ganancia V^*-p, siendo V^* el verdadero valor (el valor fundamental cuando se produce una correcta valoración en el mercado). Sin embargo, ¿los accionistas con expectativas racionales ofrecerán sus títulos al precio p? Sin considerar el problema derivado del comportamiento de *free-rider* que pudiera surgir, los accionistas racionales no venderían dado que la única razón por la que sucede la toma de control es una infravaloración en el mercado de capitales, por lo que una oferta a un precio p supone en sí misma que el asaltante tiene una información especial (confidencial) de que la acción de la empresa objetivo tiene un valor superior a p, y dado que esto se mantendría *para todo* $p>V$, las tomas de control basadas exclusivamente en la infravaloración del mercado de valores no pueden ocurrir en un equilibrio de expectativas racionales. Ningún accionista venderá a ningún asaltante dispuesto a pagar más que la valoración actual. De forma más general, hay un problema que se denomina la 'maldición del ganador' (*winner curse*): una oferta con éxito, y por tanto la compra de un activo por un negociador más enterado, tenderá a significar que el comprador ha "sobreofertado". Si, en particular, más de la mitad de todas las acciones son poseídas por instituciones con mayor conocimiento de la realidad de la empresa, entonces cualquier compra o venta por un individuo menos

informado es aparentemente irracional, dado que es más del 50% probable que el comprador disponga de menos información relevante que los actuales propietarios.

En la práctica, la información está diseminada de formas más diversa y las consideraciones de flujos de tesorería señalan algunas transacciones, pero la tendencia a la ausencia de negociación bajo asimetrías de información puede ser un factor que ayude a inhibir este tipo de tomas de control. Este resultado de 'no-intercambio' depende de forma crucial de las hipótesis de que la *única* fuente de ganancia para la sociedad adquirente proviene de explotar la infravaloración de los paquetes accionariales de los inversores de la empresa objetivo, quienes reconociendo este hecho su actuación les conduce a adoptar un comportamiento de rechazo hacia la venta de sus títulos.

Sin embargo, hay otros motivos para la fusión, algunos de los cuales generan una mayor valoración sólo si sucede la fusión (por ejemplo, economías de escala o incremento del poder de mercado), al igual que ocurre para las tomas de control asignativas. Dejando a un lado el problema del *free-rider*, sería racional aceptar una oferta si la fusión fuera pensada que era de este tipo.

Alternativamente, podría creerse que la oferta de toma de control es directiva, lo que en último lugar conduciría a un precio de la acción menor. De nuevo, podría ser racional para los accionistas aceptar que de hecho es una sobreoferta -ya se materializara en la forma de efectivo o de intercambio de acciones- si entonces pueden venderlas rápidamente. Es la posibilidad de que una oferta de toma de control sea por una u otra de esas razones lo que hace que las tomas de control *acquisitional* pueden ocurrir. Si se produce una oferta a un precio p>V, los accionistas racionales aún revisarán sus estimaciones del valor de la sociedad al alza, dado que la oferta *podría* ser *acquisitional*. Sin embargo, cuanto más probable es que se piense que sean otras las causas de la fusión, y por tanto que la toma de control se encuadre en uno de los otros dos tipos mencionados con anterioridad, menos probable es que se produzca esta revisión alcista en el precio.

Por tanto, dada la incertidumbre acerca de la naturaleza de una toma de control, las infravaloraciones pueden ser explotadas en cierta media por los asaltantes. Esto no significa necesariamente que las valoraciones incorrectas no puedan persistir durante una largo período de tiempo, dado que la toma de control puede ser costosa y arriesgada e incluso puede ser rechazada (de forma correcta o incorrecta), como que no se presenta (favorece) a los intereses de los accionistas de la empresa objetivo. Sin embargo, implica que las operaciones de oferta de toma de control por parte de los asaltantes pueden servir para reducir la extensión de valoraciones incorrectas, y en este aspecto mejorar por tanto la eficiencia de la bolsa de valores.

2.- Examen del conflicto de intereses entre la dirección y los propietarios de la renta residual.

Con los nuevos aires que corren a finales de la década de los cincuenta y comienzo de los sesenta, la Teoría de la Empresa va a ver temblar sus principios, dejando paso el análisis marginalista a lo que se constituiría en la nueva teoría dominante, la Teoría Gerencialista o Teoría de la Dirección, que realiza una fuerte crítica de la maximización del beneficio como objetivo empresarial, así como de otra serie de supuestos que sustentaban la Teoría Neoclásica. Enumeran Hay y Morris (1991, pág. 292) cinco hipótesis o supuestos de partida en la visión de la empresa que es maximizadora del beneficio: (1) podemos afirmar que existe algo inambiguo y potencialmente medible que denominamos beneficio y que asumimos que es maximizado; (2) la empresa actúa a modo de una *caja negra* (simple función de producción); (3) la función de utilidad de la empresa recoge sólo el beneficio como variable explicativa; (4) se supone racionalidad por parte del decisor; y (5) la información es completa y en ambiente de certeza. Tras esta enumeración sobra decir que los economistas de la época quieran ir un

poco más allá en el análisis teórico de la empresa, a la vez que responder mejor a la realidad a la que denominamos empresa, que dista en mucho de los supuestos anteriormente enunciados.

Hasta aquí una introducción desde la perspectiva de la Teoría de la Empresa, pero es que como tantas veces ocurre en el campo económico, nos encontramos con la necesidad de dar explicación a una realidad cambiante, a la aparición de nuevas fuerzas, nuevas organizaciones que antes ni se tenían en mente y que el devenir de los sujetos económicos ha ideado. Ello complementa la evolución de la teoría en este caso por una clara vocación positiva sirviendole de acicate para explicar la realidad.

Así, tenemos que la función del empresario en la teoría microeconómica era doble, de una parte organizar la producción (lo que suponía adquirir las cantidades de factores más adecuadas de acuerdo con la tecnología imperante y a sus precios de mercado, de la forma más eficiente) para generar el producto que permitiera obtener el máximo beneficio; y de otra asumir los riesgos derivados de un conocimiento imperfecto del entorno, por lo cual se le remuneraba con la percepción de la renta excedentaria después de haber retribuido todos los demás factores (renta residual). Cuando ambas funciones van unidas "existe una correspondencia exacta entre estímulos y decisiones ya que la magnitud de la renta residual dependerá del acierto en éstas" y así el sujeto decisor está motivado a poner su máximo empeño (Serra Ramoneda, 1986, pág. 90).

Sin embargo, el desarrollo que estaba alcanzando la forma de organización conocida como sociedad anónima desde comienzos de nuestro siglo competía y desplazaba progresivamente a la del empresario-propietario, más aún si nos adentramos ya en sus tres primeras décadas. Podemos decir que la evolución económica trajo la aparición de la sociedad anónima (que surgió, por una necesidad imperante de recaudar grandes sumas de recursos que el empresario era incapaz de aportar, entre otras cuestiones) lo que supuso la escisión de las dos funciones mencionadas anteriormente. Al frente de la sociedad anónima figura un equipo directivo (con escasa o nula participación en la propiedad de la empresa) que se va a encargar de encauzar la primera de las misiones del empresario tradicional; estando la segunda reservada a los propietarios de la empresa (accionistas) a los que se les reconocen, en el plano teórico (a través de la legislación y del estatuto social) determinados derechos, que en la vertiente práctica, quedan prácticamente reducidos a la percepción de la renta residual.

Como rasgos principales de la sociedad anónima encontramos (Serra Ramoneda, 1986, pág. 91): "a) La limitación de la responsabilidad, y en consecuencia del riesgo, al capital aportado a la propia empresa y b) la posible separación entre propiedad del capital y dirección, aunque la raíz última de la autoridad permanezca, por lo menos teóricamente en aquella".

El cambio fundamental se debe a pasar de una empresa en las que las figuras de propietario y empresario-director de la actividad no estaban separadas, frente a la situación de la sociedad anónima moderna, en la que además de la separación se origina una inactividad por parte de la propiedad de la empresa, mayoritariamente atomizada. En el primer caso la persecución de objetivos diferentes del objetivo financiero repercuten al cien por cien en la riqueza del empresario-propietario. La consecución del beneficio máximo ya no puede ser justificado ni por imperativo de la competencia en los mercados (tantas veces imperfecta) ni por el simple interés personal de un propietario que no dirige la empresa (Williamson, 1965, pág. 275). Ese gran poder fraccionado elevado en muchas manos conlleva la separación entre propiedad y gestión, y dado que la participación de la dirección en la propiedad es minoritaria, implica la aparición de una nueva clase empresarial, los directivos profesionales, con un elevado grado de independencia frente a los propietarios de las empresas (y por

lo tanto de discrecionalidad, sólo mediatizada por unos instrumentos de control con relativamente escasa aplicabilidad[311]) (Serra Ramoneda, 1986, págs. 89-90).

La situación de hecho en la mayoría de las grandes sociedades anónimas es que la Junta General de Accionistas, máximo órgano decisorio de la sociedad anónima y exponente de la opinión de los propietarios de la misma, tiene un carácter ratificador de los acuerdos propuestos por la alta dirección de la empresa. Por ello, Cea García llega a afirmar que "en la gran empresa moderna, la desaparición del poder decisorio de las Juntas de Accionistas es un hecho consumado e irreversible" (Cea García, 1979, pág. 26). Eso es debido en gran medida a las necesidades particulares de información, formación y dedicación que requiere la toma de decisiones en la empresa actual, lo que lleva a una aléste en el Presidente del Consejo, Consejeros Delegados o Alta Dirección, de tal forma que la capacidad de maniobra de estos últimos prácticamente es ilimitada, pues está refrendada de antemano por los órganos que le han delegado la autoridad y responsabilidad. Casi lo único que les queda a los accionistas es nombrar a los miembros del Consejo, lo cual a veces es particularmente difícil por los intereses creados a este respecto, así como destituirlos[312] cuando se muestren ineficaces para alcanzar los fines más adecuados para los accionistas, pero la particular distribución del voto en la gran sociedad anónima hace muchas veces este extremo harto difícil[313].

La actitud de los accionistas de las grandes sociedades anónimas la recoge Moore (1975, págs. 78-79) en el siguiente sentido: "Los accionistas de las sociedades anónimas poseen sólo una información muy limitada *ex post* acerca de la situación de la empresa. Dado que los derechos de propiedad pueden transferirse fácilmente y sin mayores costes, se crea una relación más bien impersonal entre la sociedad moderna y sus propietarios. La mayoría de los accionistas son apáticos en lo que se refiere a ejercer su derecho a voto. La gran mayoría preferiría cambiar antes que luchar. En tales circunstancias, los propietarios pueden verse forzados a transformarse en perseguidores de satisfacción en lugar de maximizadores. Es posible que los tenedores de acciones aprueben la administración de una empresa siempre que se cumplan ciertos criterios mínimos de desempeño, basados en comparaciones con la competencia". Los accionistas tienden a representar cada vez más un papel que Cea García (1979, págs. 162-163) denomina como de "prestamista especial", dada su escasa capacidad de dirección de la firma (por otra parte, consecuencia natural de la envergadura y complicación de los negocios en la actualidad); e incluso de nombramiento, sustitución y destitución[314] del ente directivo, lo que

---

[311] Aparte del control ejercido por los accionistas existentes, está el peligro potencial de una oferta de toma de control, esto es, un intento de adquisición de un número suficiente de acciones con voto por un individuo o grupo con el fin de controlar la empresa. La mejor de las repercusiones sobre la dirección existente es que estarán forzados a cambiar sus políticas y lo peor es que resultarán reemplazados (Wildsmith, 1973, págs. 8-9).

[312] "Dado que es difícil en la práctica para los accionistas existentes levantar a los administradores en la reunión anual, la pregunta que surge es si la posibilidad de que tomen acciones legales representa una amenaza potencial para el consejo" (Wildsmith, 1973, pág. 8).

[313] Berle y Means (1967, pág. 65) se refieren a todo ello: "Finalmente, en el sistema de las sociedades anónimas, la propiedad de la riqueza industrial ha quedado como mero símbolo de la propiedad, mientras que el poder, la responsabilidad y la hacienda que en el pasado fueron parte integral de la propiedad han sido transferidas a un grupo separado en cuyas manos yace el control".

También recogemos la opinión de Mason (1966, pág. 4): "Casi todo el mundo se muestra hoy de acuerdo para decir que, en la gran empresa, el propietario es en general un beneficiario pasivo; que, de una forma típica, el control se encuentra entre las manos de la dirección; y que esta dirección, normalmente, selecciona sus propios sustitutos".

[314] A este respecto Williamson (1964, pág. 23) argumenta que la amenaza del asaltante al poder (*raider*) es pequeña debido a tres causas: (1) la maquinaria por la lucha interna del control favorece a los directivos actuales, (2) el rendimiento de los directivos actuales estimado por el asaltante puede ser erróneo y (3) los motivos que éste argumenta a menudo son considerados como sospechosos por el mercado.

constituye el verdadero problema de la separación entre la propiedad y la gestión (Ruffolo, 1976, pág. 59).

2.1.- Las aportaciones de las teorías gerencialistas.

A comienzos de la década de los años treinta aparece una nueva escuela de pensamiento o concepción acerca de la empresa, lo que se da en denominar la "escuela de la dirección" o "escuela gerencialista" (*managerialism*) que argumenta cómo la propiedad de las sociedades anónimas ha llegado a tal nivel de dispersión, particularizado en las más grandes sociedades por acciones, que los directivos asalariados que detentan su poder sólo se encuentran de una forma muy débil motivados o restringidos por la propiedad a perseguir la maximización del beneficio como objetivo principal (Hay y Morris, 1991, pág. 276). Es evidente que ante este contexto no es válido el paradigma de la economía neoclásica.

Fueron Berle y Means (1932) quienes por primera vez hicieron un intento de medir la dependencia cuantitativa del fenómeno de la separación entre la propiedad y el control[315], emergiendo de su análisis cuatro proposiciones fundamentales (Wildsmith, 1973, pág. 2):

1) "El poder económico, en términos de control sobre activos físicos, está tendiendo a concentrarse más y más en unas pocas grandes empresas manufactureras.

2) Los activos de las grandes sociedades se encuentran crecientemente bajo el control centralizado de pequeños grupos de profesionales directivos que se autoperpetúan con la escasa propiedad de los activos que controlan.

3) Las restricciones de los mercados de capitales sobre el comportamiento directivo son crecientemente inefectivas a causa de los cambios de las políticas financieras de las sociedades.

4) Hay una tendencia deseada por los directivos a desarrollar una conciencia de empresa que les conduce a perseguir políticas bastante ajenas a la profunda ética del capitalismo empresarial".

La magnitud en cuanto a la concentración de activos y fondos en la gran sociedad anónima, a la vez que la discrecionalidad con que cuenta la dirección de la empresa al gestionarlos frente a los propietarios, son recogidos por Berle y Means (1932, pág. 134) en los términos siguientes: "La concentración del poder económico en manos distintas a la propiedad ha creado de hecho imperios económicos y ha entregado estos imperios al albedrío de una nueva forma de absolutismo al relegar a los propietarios al papel de suministradores de los medios con que los nuevos príncipes pueden ejercer su poder".

Para la perspectiva neoclásica todas las dificultades podrían solucionarse definiendo una nueva función objetivo a maximizar impuesta como consecuencia de la reconocida separación entre propiedad y gestión, optando por la simple sustitución de los beneficios por la utilidad de los directivos, siempre restringida a una proporción de beneficios mínimos sobre el capital para que los accionistas no tomaran acciones represoras.

El planteamiento es válido, y así lo toma la escuela gerencialista; sin embargo, la dificultad radica en encontrar un único modelo que satisfaga a todos los autores ("teorías") basando todos su acuerdo en

---

[315] Hay y Morris (1991, págs. 276-277) y Jacquemin (1982, págs. 159-161) recogen estudios empíricos de esta escuela sobre los temas de la separación entre la propiedad y la dirección, la dispersión de la propiedad, y el control de la dirección de forma ampliamente independiente de los propietarios.

una función objetivo representativa de las preferencias de la dirección que será objeto de maximización y sometida a un conjunto de restricciones comunes.

El mayor conflicto lo supone el choque entre lo que perseguiría el accionariado y las actitudes que mueven a la dirección. Cuando la dirección recae en profesionales que detentan un amplio margen de independencia (en gran medida motivado por la complejidad de las organizaciones y del entorno económico, que demanda la presencia de profesionales en las actividades de la gestión diaria de la firma[316]) frente a los propietarios de los medios de producción, el comportamiento empresarial varía porque la motivación del grupo directivo no coincide necesariamente con la de los propietarios.

Resulta por tanto necesario examinar, aunque sea con brevedad, cuáles pueden ser las motivaciones de la cúpula dirigente dada su importancia en el planteamiento de los modelos gerencialistas. Así tenemos, que junto con las propiamente pecuniarias[317], aspectos como "la expansión, como símbolo del éxito profesional de sus dirigentes; la seguridad, en cuanto a la supervivencia de la organización (necesaria para la supervivencia de los directivos en sus puestos); la satisfacción de sus apetencias de poder y mando, la popularidad, la idea de autosuperación, etc." (Cea García, 1979, pág. 100) aparecen comunmente. De igual forma Lesourne (1973, pág. 65) reconoce que "Las motivaciones esenciales difieren, naturalmente, según los directivos y según los equipos de dirección pero al parecer se refiéren esencialmente a la remuneración, el prestigio, el poder, la independencia, la comodidad, la seguridad y la perennidad".

No obstante, encontramos investigadores que mantienen la necesidad de velar por el valor de la empresa en el mercado, bien por encontrar una satisfacción en complacer a los propietarios (quizás porque la dirección también tenga participación en la propiedad o se liguen sus compensaciones a los resultados de la empresa) o porque temen sufrir personalmente ciertas consecuencias derivadas de una caída en la «tasa de valoración»[318] "pues aunque la dispersión de las acciones les protege de represalias por parte de sus accionistas, esta protección no es total y además corren el riesgo de que surjan fuerzas extrañas que, aprovechándose de la debilidad de las cotizaciones, lancen una oferta de compra con el fin de efectuar el asalto al control de la empresa" (Marris, 1971, pág. 69), lo cual no supone más que la actuación del mercado de control societario.

Sin embargo, en opinión de muchos autores lo que verdaderamente caracteriza la actuación de la dirección de la empresa es su propensión a la búsqueda de la seguridad[319] y la expansión continuada, pues éste además es un objetivo que suele ser bien valorado por una propiedad dispersa y absentista, que ve en ello un buen modelo de gestión empresarial.

Parece que la actitud de los directivos frente al crecimiento empresarial es francamente positiva. Estos reciben poco beneficio financiero directo por aumentar la rentabilidad de sus empresas pero

---

[316] Serra Ramoneda (1986, págs. 97-100) recoge una disquisición sobre si el papel que representan los directivos es el de simples agentes de la propiedad que han de velar por los intereses de la misma, o el de árbitros que han de mediar entre los distintos partícipes en la empresa, encargándose de distribuir entre ellos el ingreso neto.

[317] Elemento que no parece ser el preponderante dado el nivel de ingresos de que gozan los altos directivos de la gran sociedad anónima.

[318] Marris (1971, pág. 68) define esta tasa como la relación entre el valor global en bolsa de las acciones de la sociedad y el valor global contable de los activos (capital nominal más reservas o también activos totales menos deudas a largo plazo).

[319] La actitud de la dirección suele ser conservadora, busca evitar riesgos, dado el sesgo que suele presentarse, en términos de compensación, entre la consecución de un éxito frente a la cosecha de un fracaso (Weston, 1972, pág. 7), buscando asegurar sus cargos privilegiados.

parece que les motivan más los beneficios pecuniarios amplios que obtienen como consecuencia del crecimiento económico de la empresa (ver, por ejemplo, Mekks y Whittiington, 1975).

Ahora bien, como examinamos a continuación, si la dirección no se ve compelida a maximizar el valor de mercado, pueden darse dos hechos importantes: que se produzcan consumos estériles o escasamente productivos por parte de la misma vinculados a conseguir mayor prestigio, estatus, seguridad, o reconocimiento social[320]; y que las preferencias del estamento directivo por el crecimiento[321] sean tasas que no producen el valor de mercado de la empresa máximo, sino otro diferente.

La maximización de la utilidad directiva en la literatura gerencialista se ha realizado desde dos grandes grupos de modelos diferenciándose en función de si consideraban o no el aspecto temporal, distinguiendo así los modelos estáticos (utilidad directiva en el momento de valoración) y dinámicos (utilidad directiva en el horizonte temporal considerado). Entre los primeros encontramos los modelos básicos propuestos por Baumol (1958, 1959, 1962) y Williamson (1963, 1964, 1965, 1970), y con relación a los de crecimiento tenemos los de Marris (1963) y Mueller (1969).

En conjunto todos ellos se caracterizan por sustituir en la función objetivo a optimizar, la utilidad del capitalista-propietario por la del directivo profesional, estando sometida a restricciones. La formulación concreta de la función objetivo, así como de las restricciones, cambian para cada modelo, habiéndose propuesto varios a lo largo de la literatura gerencialista[322].

Tan sólo nos vamos a detener a examinar de forma breve el Modelo de Marris[323] y el de Mueller, por sus especiales similitudes a lo que luego examinaremos como el planteamiento de la teoría de la agencia.

Dentro de su análisis, Marris expone cómo en un contexto de crecimiento es fundamental la comparación entre el crecimiento de la oferta de recursos y la demanda de los mismos, entendidos ambos a largo plazo, pues su igualdad es necesaria para una condición de equilibrio. Además, objeto de facilitar el análisis, se configura un modelo de crecimiento sostenido (todas las características de la empresa se supone que crecen a la misma tasa exponencial constante a lo largo del tiempo).

Marris argumenta que aunque la dirección persiga maximizar el crecimiento, el valor fijado para la cantidad de nueva inversión financiada por unidad de beneficio ganada (ζ) no será máxima, pues ello implica desventajas para los accionistas en términos de: unos menores dividendos (y por tanto menor valoración de sus títulos), una mayor tasa de las nuevas inversiones (siendo difícil poder colocar siempre los fondos en proyectos rentables) y un mayor endeudamiento (que además del problema anterior incrementa las cargas fijas de la empresa). Por ello, a partir de cierto nivel, los incrementos en ζ producen que los títulos acciones sean menos atractivas, con lo que la dirección estaría expuesta a

---

[320] Se dedicarían excedentes, sobre el objetivo de la maximización del beneficio, a gastos tales como: oficinas más confortables, instalaciones más modernas, plantillas de personal holgadas, gastos de relaciones públicas, o donativos. (Cea García, 1979, pág. 536).

[321] Que el crecimiento sea un objetivo de la gerencia no tiene por qué llevar a que aumente necesariamente la riqueza de los accionistas-propietarios y por ello puede provocar un exceso de comportamientos de crecimiento por fusión o acuerdo, frente a crecimiento interno (de menor tamaño y más lento), sin que la base objetiva sea el mayor VAN del proyecto de inversión de crecimiento externo.

[322] Un análisis general y extensivo de la literatura gerencialista, en el que se recogen los modelos aquí comentados y algunos otros se encuentra en las obras de Cea García (1979) y Wildsmith (1973), donde además se contempla un juicio crítico de los mismos.

[323] Para examinar el modelo con más detenimiento puede consultarse Hay y Morris (1987, págs. 278-312).

las tomas de control[324], (con la posible pérdida de salario, estatus o poder.), llegando a ser inaceptablemente alta tal posibilidad para valores de ζ superiores a ζ^*. Por tanto, podríamos poner que la tasa de crecimiento de la oferta de fondos $\Omega\zeta^*$, viniendo determinado el límite por la aversión al riesgo de la dirección, la visión de los accionistas de la estructura financiera de la empresa y el cálculo que realiza la dirección acerca de la probabilidad de una toma de control[325].

Expuesto de una forma sencilla el modelo de Marris viene a proponer en su forma más tradicional que si la ratio de valoración de una empresa (dadas las combinaciones que fuesen dentro de los parámetros del modelo) cae por debajo de la unidad, dicha empresa será objeto de toma de control, en tanto que mantenerlo por encima de la unidad asegura a los directivos que no serán desplazados de sus puestos de trabajo. De una forma menos restrictiva algunos autores interpretan simplemente la relación inversa entre la ratio de valoración y la probabilidad de toma de control.

Por su parte el modelo de Mueller viene a poner de manifiesto cómo puede ocurrir que la empresa no logre protegerse del riesgo de adquisición tan sólo por el hecho de perseguir los objetivos de los accionistas, como consecuencia de que pudiera ser objetivo de compra debido a que la empresa oferente aplique una tasa menor de actualización.

Ante la hipótesis de que los directivos persiguen el objetivo de los accionistas, a la hora de acometer una operación de fusión sólo se podría fundamentar a causa de las sinergias que origina; si bien, en este marco también pudieran producirse fusiones porque los directivos divergen de los accionistas en la estimación de las ganancias esperadas. Así, si los directivos de la empresa compradora ven oportunidades en la sociedad a adquirir que sus directivos o sus propietarios, o incluso quizás los propietarios de la adquirente, no ven en la entidad objetivo, pueden verse motivados a una fusión.

Alternativamente, podríamos pensar que la dirección persigue la maximización del crecimiento, no de la riqueza del accionista, aplicando los compradores una tasa de actualización menor que los vendedores (por ejemplo, si el horizonte temporal considerado es diferente por causas como la proximidad de la edad de jubilación, o si los directivos de la sociedad objetivo prevén que van a ser expulsados por una toma de control y pueden lograr conseguir una mejor posición por medio de un acuerdo de fusión con un tercero), pero estando restringidos por la posibilidad de toma de control. En este nuevo contexto tienen sentido dos explicaciones que desde la maximización de la riqueza del accionista antes carecían de él: los accionistas compradores pueden tener una tasa de actualización menor que los vendedores, pues las fusiones son un medio de ofrecer a las empresas pequeñas adquisición por empresas de mayor tamaño, que se verán tentadas a ello para maximizar el crecimiento; junto con que la diversificación empresarial lograda por unir dos empresas puede ser un

---

[324] Según Marris en condiciones *ceteris paribus* el peligro de toma de control con éxito se incrementa con: un tipo de rendimiento sobre los activos productivos sustancialmente menor que el que podría haberse obtenido con un cambio completo de la dirección, una excesiva ratio de retención y una liquidez excesiva.

[325] Para el desarrollo de una teoría de las tomas de control se deberían de hacer explícitos los siguientes supuestos (Wildsmith, 1973, págs. 104-105): (1) Los inversores están enterados de las políticas que todas la empresas cotizadas van a perseguir y conocen las tasas de rendimiento que producirán, (2) no se cambiarán las políticas una vez que se decidan, (3) en ausencia de impuestos discriminatorios y de costes de transacción, los accionistas son indiferentes entre rentas y ganancias de capital, porque la única fuente de ganancia de capital es elevar los dividendos que son perfectamente previsibles en la visión de que se persiguen políticas financieras constantes, y (4) la política financiera consiste en la elección de una ratio apropiada de retención. El crecimiento mediante los beneficios retenidos es siempre posible y es "un proceso con el cual el mercado es menos poderoso para interferir, excepto por obligar a un cambio en la dirección o por avergonzar a la dirección a través de precios bajos" (Marris, 1964, pág. 27).

fuerte atractivo para la reducción del riesgo de los directivos dado que sus fortunas están ligadas directamente a la empresa.

2.2.- El problema de agencia entre la propiedad y la dirección.

Si bien el problema de la separación entre la propiedad y la gestión unido a la respuesta insuficiente que a este hecho brinda la teoría neoclásica parece en parte superado por la corriente gerencialista, como hemos expuesto ésta no es la panacea puesto que se produce un proceso de sustitución de unas ventajas (adecuación mayor a la realidad) por los inconvenientes derivados de las distintas formulaciones antes apuntadas.

Asumiendo ahora el enfoque de agencia[326] que vamos a ir desgranando, para ella el crecimiento de las sociedades y el consiguiente reparto de su capital entre múltiples inversores, así como la separación entre propiedad y gestión supone un foco de conflictos potenciales, algunos de ellos ya apuntados en las teorías gerencialistas.

Así, conforme el empresario va cediendo participaciones en el capital de la sociedad el objetivo de maximizar la riqueza puede perder interés. La existencia de información imperfecta y asimétricamente distribuida ocasiona la práctica incapacidad de los accionistas para controlar *ex post* las acciones de los directivos, conduciendo a un problema de riesgo moral en el que los directivos se sienten incentivados a perseguir objetivos no siempre coincidentes con los de los accionistas (Rodríguez Sanz, 1997, pág. 16).

La incertidumbre que rodea el contexto en el que la dirección adopta sus decisiones, la asimetría informativa que marca las relaciones entre la dirección y los accionistas externos en cuanto a la verdadera marcha de la empresa, la imposibilidad y el coste de establecer contratos completos y la incertidumbre ligada a la actividad empresarial, todos ellos constituyen factores de importancia a la hora de evaluar las relaciones de agencia y el consiguiente problema que emana de la "ficción legal" llamada empresa y sus consecuencias en términos de costes de agencia[327].

Sin duda, creemos que no es necesario profundizar más en los contenidos de la teoría positiva de la agencia, dado que están suficientemente divulgados en la literatura y en la comunidad científica, considerando más provechoso y útil para nuestra investigación examinar el conflicto de agencia derivado de la separación entre propiedad y gestión, también a veces referido como problema entre los accionistas internos[328] (directivos o administradores) y externos (ajenos a la gestión). Por las características de la investigación, y aún cuando hayamos hecho referencia a ello al hablar del problema de expropiación de riqueza, vamos a obviar otros problemas clásicos de agencia dentro de la sociedad, como son los de accionistas con los acreedores y los de estos últimos con la dirección, entre otros.

---

[326] Al igual que la teoría de los derechos de propiedad y la economía de los costes de transacción, la teoría de la agencia centra su interés en el análisis de las relaciones contractuales entre agentes económicos individuales, destacando como carácter distintivo de esta última la finalidad de procurar minimizar ciertos costes denominados "de agencia" que se derivan de los acuerdos contractuales o esfuerzos cooperativos entre varias personas tras la celebración o realización del mismo.

[327] Para una explicación más extensa de la teoría de la agencia puede consultarse Azofra y de Miguel (1990, 1991), Ross (1973), Charreaux (1987), Jensen (1983), Barnea, *et al.* (1985) y Rodríguez Sanz (1997, págs. 16-31), entre otros.

[328] Denominados *insiders* en la terminología anglosajona, frente a los *outsiders*.

En primer lugar, debemos hacer la precisión de que en la gran sociedad anónima podemos decir que se establece una doble relación de agencia como consecuencia de la cesión de poderes del accionariado al Consejo de Administración y de éste a la Alta Dirección. Sin embargo, el planteamiento general es el conflicto dirección-accionistas, bajo la hipótesis de que el Consejo actúa correctamente en la defensa de los intereses de éstos últimos, pero igualmente podríamos entrar en discusiones entre los accionistas y el Consejo. Digamos que partimos de la separación entre la dirección y los accionistas, pero al existir otro órgano em medio (el Consejo), el conflicto de agencia se ve agravado ante un proceso de delegación de la delegación, en tanto que la protesta del accionariado suele ir directamente contra quien gestiona la empresa (la dirección), con lo que los consejeros o proceden a reestructurar el equipo directivo o saben que a continuación pueden peligrar sus puestos en una reunión de junta general.

El resumen que podemos obtener, ya avanzado por las teorías gerencialistas, es que la no coincidencia de intereses entre internos y externos, la dificultad de vigilancia, el gran tamaño de la sociedad anónima y todas aquellas características que antes hemos expuesto que incrementan el problema de agencia, derivan en que la dirección va a tener un incentivo hacia un comportamiento oportunista, persiguiendo la satisfacción de sus propios objetivos, que supondrá una desviación del objetivo financiero de la empresa, en perjuicio de la gran mayoría del accionariado (los externos). Este incentivo parece que va a ser mayor cuanto menor es la participación de la dirección en la propiedad de la empresa[329].

Consideramos adecuado hacer una breve descripción de los costes de agencia entre accionistas internos y externos, en términos generales y aplicados a nuestro campo de investigación: las tomas de control empresarial. En este sentido, vamos a centrarnos en aquellos costes de agencia que consideramos que se ponen de manifiesto o tienen especial relevancia en estas operaciones [330].

<u>El consumo excesivo de gastos discrecionales (*perquisites o perqs*)</u> [331].

Este problema hace referencia a que el equipo directivo de la sociedad realiza un consumo de beneficios extras que está por encima de lo que se entiende como normal[332] (dado que a menudo no estan recogidos en contrato). Los beneficios extras que percibe el directivo suelen tener como característica distintiva que no son pecuniarios y pueden hacer referencia a conceptos tan variopintos como: aumentar la dimensión de la empresa por encima del tamaño óptimo con objeto de adquirir un mayor prestigio y reconocimiento social, con lo que evidentemente supone un incentivo a las tomas de control; mejoras o dotaciones de amplias de plantillas de directivos o de equipos *staff* sobredimensionados; empleo de los recursos de la empresa para disponer de lujosos coches, aviones privados, despachos decorados con obras de arte contribuciones a instituciones caritativas. Todos estos consumos el accionarado admite que sucedan en la gran sociedad anónima a un determinado nivel,

---

[329] Sin embargo, como hemos expuesto en el capitulo primero, la evidencia no es suficientemente contundente en cuanto a la relación entre el porcentaje de la participación de los internos en la propiedad (alfa) y el valor de la empresa (que reflejaría el nivel de costes de agencia). Ya comentamos que algunos autores exponen que la relación ni tan siquiera, o no sólo, es lineal.

[330] Por su especial vinculación con el mercado de control empresarial, los costes de agencia derivados del flujo de tesorería excedentario (*free cash flow*) serán examinados en un apartado posterior.

[331] Para un análisis más completo puede consultarse Rodríguez Sanz (1997, págs. 38-41).

[332] Brown, *et al.* (1991) demuestran, mediante un modelo principal-agente, que los gastos discrecionales personales por parte de los ejecutivos pueden ser óptimos para el consejo de administración, exponiendo el caso en el que el principal puede reducir los costes totales de compensación al agente por medio de la oferta de un bono esperado menor y una mayor asignación de presupuesto, de la que el agente desvía algunos fondos para consumos extras.

pero cuando superan dicho nivel lo que se produce es una expropiación de riqueza, con lo cual quizás habría que pensar en la posibilidad de un cambio en la dirección mediante un proceso de toma de control.

El incumplimiento o dejación en sus funciones (*shirking*).

En algunas ocasiones el conflicto consiste en algo tan simple como que la dirección de la empresa emplea su tiempo de dedicación a la gestión empresarial a realizar otras funciones[333] (negocios propios, por ejemplo), o simplemente que se produce una falta de incentivo para emplear todo su esfuerzo y capacidad personal en las actividades de la compañía como la incorporación de nuevas tecnologías, la búsqueda de proyectos atractivos, dado que ello puede que no se vea recompensado, dada su inobservabilidad o por otras causas. También se incluye aquí el problema que podríamos denominar del "escaqueo" cuando una actividad no tiene un responsable bien definido que será evaluado por sus resultados y no existe incentivo "a arrimar el hombro". Evidentemente en todos estos casos no se consigue alcanzar el valor óptimo de la empresa y quizás la solución fuese una toma de control que, por amenaza, o por acción desplazase a la dirección ocupante.

Los problemas de infrainversión.

Es posible que el equipo directivo sea poco receptivo a la realización de nuevas inversiones por múltiples causas: desconocimiento del sector, no querer arriesgar los resultados y por lo tanto su posición en la empresa[334] (su puesto de trabajo, prestigio), aún cuando las inversiones resulten rentables para los accionistas. Por lo tanto, la voluntad de la dirección está impidiendo la maximización del valor de la empresa y de ello cabe esperar que si existen equipos alternativos eficientes pueda plantearse una lucha por el control.

Los problemas de sobreinversión.

Como ya comentamos al examinar las teorías gerencialistas, la expansión por sí misma (sin considerar si aumenta o no el valor) constituía uno de los componentes de la función de utilidad de la dirección: expandirse, controlar mayores recursos. Es más, cuando hemos hablado de los gastos discrecionales, hemos llegado a nombrar que su importe podría dar lugar a adquisiciones.

En este caso la vinculación con nuestro tema central de investigación resulta es evidente: un afán de sobreinversión puede suponer realizar adquisiciones que no sean rentables y que por tanto perjudiquen al accionariado de la empresa. De hecho, el problema de sobreinversión vía adquisiciones diversificadoras durante la década de los años sesenta y setenta parece ser que es una de las explicaciones del posterior proceso de tomas de control de empresas en EE.UU. durante la década de los ochenta.

Sin embargo, el enfoque que hasta ahora hemos seguido con relación a la adquisición de una sociedad objetivo por otra oferente suponía una compra eficiente, en el sentido de que lograba disminuir los costes de agencia de la objetivo (algunos de los aquí mencionados), por lo tanto, para que se dé el problema de sobreinversión tenemos que estar suponiendo que se tratan de adquisiciones

---

[333] Quizás compatibilizar con otros trabajos, y en este sentido se ha examinado por algunas investigaciones el problema concreto de la pertenencia a varios consejos de administración, pues evidentemente ello puede tener ventajas (en cuanto al reconocimiento social de la valía de la persona, y mayor información y formación), pero también graves inconvenientes, pues al tener quecentrarse en el control del equipo directivo de más de una sociedad, dada la limitación de recursos y capacidades, difícilmente puede realizar su actuación de igual forma que lo haría si formase parte de un único consejo.

[334] Recordar que según las teorías gerencialistas, uno de los objetivos fundamentales en la función de utilidad del directivo era la seguridad.

ineficientes, en el sentido de que aumentan el problema de agencia en la sociedad adquirente, que será resuelto por otra empresa oferente.

Las inversiones en actividades específicas.

En algunas ocasiones cabe la posibilidad de que la dirección de la empresa realice inversiones que podemos denominar como "específicas" por estar muy unidas a sus conocimientos y destrezas acerca de la empresa y a su capital humano específico invertido en la misma. Dichas inversiones consiguen atrincherar a la dirección frente a su posible despido. Ciertamente, no son del todo criticables, pues un despido de la dirección supone una expropiación de los accionistas frente a los directivos del capital humano específico invertido en la empresa, por lo que es posible que se den este tipo de inversiones.

Es más, a veces las inversiones en actividades específicas lleva a la directiva a la adquisición de otras empresas, con lo cual el valor de su capital humano ante un posible despido aumenta para los accionistas, pues su grado de especialización en la actividad y el sector empresarial sirven de desincentivos frente al despido (Sheleifer y Vishny, 1989).

El problema del *hubris*.

El término *hubris*, acuñado por Roll (1986, 1987) en el sentido de que el decisor *individual*[335] está "infectado de orgullo y arrogancia" en su creencia de que su valoración es correcta en tanto que es errónea la estimación del valor realizada por los demás individuos (el mercado) hace referencia a un problema de agencia que se puede presentar en la sociedad adquirente, cuya dirección, excesivamente confiada en sus capacidades (quizás debido a los buenos resultados obtenidos en negocios anteriores) considera que la empresa objetivo está infravalorada en el mercado y por lo tanto tiene una posibilidad de obtener una ganancia. Sin embargo Roll justifica que en un marco de eficiencia informativa fuerte del mercado de valores dicha ganancia sería imposible, pues ya se descontaría en el precio de la acción de la empresa objetivo[336].

La diversificación del capital humano.

Uno de los motivos que puede llevar a la dirección ocupante a realizar adquisiciones es con la finalidad de poder diversificar su capital humano invertido en la entidad, que al ser un activo no negociable es imposible de diversificar (salvo mediante el trabajo en varias empresas, lo cual habitualmente no es posible para la alta dirección). Por ello, la dirección puede mostrar una propensión a realizar compras de sociedades que supongan una diversificación de las actividades de la empresa, pues así puede lograr compensar los resultados de unas con otras (diversificación de cartera que en nada favorece al inversor individual) y por lo tanto ellos conseguir eliminar las posibilidades de pérdidas y del consiguiente despido, con la pérdida del capital humano específico invertido en la empresa[337] que ello supone.

2.3.- La teoría del flujo de tesorería excedentario *(free cash flow)* y los costes de agencia derivados del mismo.

Para Jensen (1988b, pág. 28), cabe señalar,en palabras de Roll, que la actividad de las tomas de control viene motivada por más de doce fuerzas separadas tales como: desregulación, sinergias,

---

[335] Las tomas de control representan decisiones individuales de empresas oferentes en contraposición al comportamiento del mercado en su conjunto (Roll, 1986, pág. 199).

[336] Para un mayor desarrollo de esta hipótesis consúltese el apartado correspondiente del capítulo anterior.

[337] Ver nota anterior.

economías de escala y alcance, impuestos, nivel de capacidad directiva y aumento de la globalización de los mercados de EE.UU. Pero Jensen mantiene como una causa fundamental los costes de agencia asociados con los conflictos entre los directivos y los accionistas sobre la distribución del *free cash flow*, que ha desempeñado un papel importante en las adquisiciones de la década de los ochenta en EE.UU.

Se define el *free cash flow* (recursos libres o excedentarios de tesorería) como el dinero en efectivo por encima del que necesita una empresa para acometer todos los proyectos de inversión con valor actual neto positivo cuando se descuentan al coste del capital adecuado[338]. Esos recursos de tesorería en exceso deben ser distribuidos a los accionistas si la empresa es eficiente y maximiza el valor para éstos. La distribución de dinero en efectivo a los accionistas reduce los recursos controlados por los directivos, por tanto, disminuye el poder de los directivos y los sujeta potencialmente a la supervisión por parte de los mercados de capitales, supervisión que se produce cuando la empresa necesita nuevos recursos (Jensen, 1986, 1988a). Además, los directivos tienen incentivos a expandir sus empresas más allá del tamaño que maximiza la riqueza del accionista, pues el crecimiento aumenta el poder de los directivos al incrementar los recursos bajo su control, y los cambios en la compensación directiva están positivamente relacionados con el crecimiento empresarial[339]. Además, la tendencia de las empresas a recompensar a sus mandos intermedios a través de la promoción, más que por bonificaciones año a año, crea una predisposición hacia el crecimiento que demanda la aparición de nuevas posiciones jerárquicas que requieren tales sistemas de promoción basados en recompensas (Backer, 1986).

Los conflictos de intereses entre los accionistas y los directivos sobre las políticas de distribución son especialmente graves cuando la sociedad genera importantes recursos libres de tesorería. El problema es cómo motivar a los directivos para restituir el dinero en efectivo a los accionistas en lugar de invertirlo por debajo del coste del capital o malgastarlo a través de ineficiencias organizativas. El aumento en la flexibilidad financiera que proporciona a los directivos el control sobre el *free cash flow* que podría ser argumentado como algo positivo[340], puede causar realmente la caída del valor de la empresa porque es difícil asegurar que los directivos empleen su discreción sobre los recursos para promover los intereses de los accionistas.

A decir de Jensen (1988a, pág. 29), la teoría del *free cash flow* explica que: a) los cambios de deuda por acciones reducen las ineficiencias organizativas fomentadas por un elevado *free cash flow*; b) la deuda se puede sustituir por el reparto de dividendos; c) los programas de "diversificación" se

---

[338] Evidentemente es muy difícil poder conocer cuáles son los proyectos rentables que en un momento dado tiene a su disposición la empresa, por lo que es habitual que el flujo de tesorería excedentario se aproxime en los trabajos empíricos a través de determinadas variables como los beneficios después de intereses, impuestos, dividendos y sumadas las amortizaciones y provisiones. No obstante, la variedad de medidas empleadas en la investigación es muy amplia. Jensen (1986) se refiere a una serie de circunstancias reveladoras del problema de flujo de tesorería excedentario como son oportunidades de inversión rentables limitadas, flujos de cajas estables y de magnitud importante, bajo apalancamiento financiero y altos niveles de diversificación. Para un examen más en profundidad de cada una de estas aproximaciones véase Gibbs (1993, págs. 52-53).

Blair y Schary (1993) proponen una serie de indicadores del nivel de flujo de tesorería excedentario a nivel sectorial, que incluyen dos componentes: la calidad de las oportunidades de inversión y la tasa de generación de efectivo.

[339] Medido por el incremento de ventas, en el trabajo de Murphy (1985), relación que no necesita implicación, aunque es consistente con la causalidad.

[340] Myers y Majluf (1984) mantienen que la flexibilidad financiera es deseable cuando los directivos de la empresa tienen mejor información que los inversores externos, pero ellos parten de que los directivos actúan en el mejor interés de los accionistas, cuando la hipótesis de Jensen no es esa (Jensen, 1988, *controversy,* pág. 322).

asocian con mayor probabilidad a la obtención de pérdidas que los programas de expansión en la misma línea de negocios; d) las fusiones dentro de un sector y las tomas de control motivadas por liquidaciones generarán generalmente mayores ganancias que las fusiones producidas entre empresas de distintos sectores; e) los factores que estimulan las tomas de control en sectores de actividad muy diversos en EE.UU. (publicidad, tabaco, petróleo,[341]..) son esencialmente idénticos; y f) las empresas oferentes y algunas objetivos tienden a mostrar un resultado anormalmente bueno antes de la toma de control.

Pocos autores, como Grossman y Hart (1980), han analizado los beneficios de la deuda como elemento de motivación a los directivos y sus organizaciones hacia la eficiencia. La emisión de deuda, sin detenernos en el procedimiento concreto empleado, capacita a los directivos para garantizar su promesa de distribución de los flujos de tesorería futuros. Así pues, la deuda puede ser un eficaz sustituto para los dividendos, lo cual no se reconocía en la literatura financiera[342]. La deuda reduce los costes de agencia del *free cash flow* al reducir los recursos de dinero en efectivo disponibles para gastar a discreción de la dirección. Mediante la emisión de deuda por intercambio de acciones, los directivos garantizan su promesa de distribuir el efectivo futuro en una forma que el simple aumento de dividendos no lo conseguiría[343], otorgando de esta forma a los accionistas receptores de deuda el derecho a llevar a la empresa a la situación de bancarrota si no mantiene su promesa de atender al pago de principal e intereses.

Los directivos también pueden prometer distribuir el efectivo futuro anunciando un aumento "permanente" en los dividendos[344], pero dado que no hay obligación contractual de realizar los pagos de los dividendos prometidos, tales promesas son débiles[345]. El hecho de que los mercados de capitales castigan los recortes en las cifras de dividendos con grandes reducciones en el precio de las acciones se puede interpretar como una reacción del mercado en equilibrio a los costes de agencia del *free cash flow*.

Por tanto, la emisión de grandes cantidades de deuda para proceder a la recompra de acciones establece incentivos organizativos para motivar a los directivos a distribuir los recursos en exceso sobre las inversiones rentables, además de que ayuda a los directivos a vencer la resistencia organizativa habitual a la reducción de gastos y de la estructura (*retrenchment*) que habitualmente

---

[341] Jensen (1988a) reconoce cómo la teoría del *free cash flow* es clave en el sector del petróleo, en el que los mercados de capitales han suministrado incentivos a las empresas para acometer ajustes que no fueron motivados de forma efectiva por la competencia en los mercados de productos. Jensen amplía su lista y añade al sector petrolífero durante la década de los setenta y los ochenta, los gigantes de la informática como IBM y el sector del automóvil en EE.UU. en la década de los ochenta, junto con el sector de alimentación, tabaco y fabricantes de neumáticos, todos ellos como claros exponentes del problema del *free cash flow* (Jensen,1992, pág. 663).

[342] Verdaderamente, tanto los pagos de principal como de intereses son sustitutos de los dividendos. No obstante, dividendos y deuda no son perfectamente sustituibles, al menos por la deducibilidad fiscal de los intereses, de la que carecen los dividendos.

[343] Si bien no hay que olvidar el trabajo de Easterbrook (1984) en el que la distribución de dividendos puede obligar a que los equipos directivos de las empresas sean supervisados a bajo coste y puede ser útil para ajustar el nivel de riesgo que asumen los directivos y las diferentes clases de inversores, todo ello gracias al mercado de capitales. Véase también con relación a los costes de agencia y los dividendos Rozeff (1982).

[344] Rozeff (1982) y Easterbrook (1984a) argumentan que los pagos regulares de dividendos pueden ser efectivos en aras a reducir los costes de agencia con los directivos, por asegurar que se verán forzados con más frecuencia a sujetarse, ellos mismos y sus políticas, a la disciplina de los mercados de capitales cuando de nuevo pretendan adquirir capital por medio de emisión de acciones.

[345] Jensen señala en la nota a pie de página 10, página 30, que Graham y Dodd (1951) dan una gran importancia a la distribución de dividendos y resalta que su discusión sobre la tenue naturaleza de los beneficios conseguidos por la

demanda la distribución de dichos recursos. La amenaza provocada por el incumplimiento de los pagos asociados al servicio de la deuda fuerza a hacer a dichas organizaciones más eficientes, sin olvidar las ventajas fiscales que conlleva la recompra de acciones por medio de deuda o efectivo (Jensen, 1986).

Sin embargo, el aumento del apalancamiento financiero tiene unos costes de agencia asociados, pues con él aumentan los costes derivados del endeudamiento, y de manera fundamental, los costes de insolvencia financiera. Además, pueden deberse a consecuencia del mayor incentivo de los accionistas hacia la ejecución de proyectos de elevado riesgo que elevan el valor de mercado de las acciones mediante una transferencia de riqueza proveniente de los obligacionistas, provocando una disminución del valor de mercado de la empresa, de forma que el valor de la ratio de endeudamiento deberá compensar las ventajas e inconvenientes de la deuda, para que se maximice el valor de la empresa.

A pesar de los argumentos en contra del empleo de la deuda hemos de tener en cuenta, cuando la analizamos dentro del marco general de las tomas de control, que su utilización no tiene por qué ser de forma permanente. Así, la deuda creada en una toma de control hostil (o en una defensa frente a una toma de control) en una empresa que tiene elevados costes de agencia del *free cash flow* puede suponer que se necesite apalancar en exceso de forma que no pueda continuar existiendo en su forma anterior, lo que genera una crisis que motiva costes en programas de expansión y la venta de aquellas divisiones que presentan más valor fuera que dentro de la empresa. El dinero que se obtenga en este proceso se dedicará a reducir la deuda a un nivel más normal o permanente. Es decir, se ha procedido a apalancar en exceso la empresa con la finalidad última de que el endeudamiento provoque una situación de crisis interna que desemboque en cambios sustanciales en la actividad y en la estructura de la empresa. Una vez que la deuda ha cumplido su finalidad, ya no tiene sentido seguir manteniendo una ratio de apalancamiento tan elevado. El proceso ha producido un reexamen de la estrategia y de la estructura organizativa, de forma que cuando tiene éxito, el resultado es una empresa de menor tamaño, y dotada de una organización más eficiente y competitiva.

La hipótesis del empleo de la deuda como mecanismo de control no implica que la emisión de deuda tenga siempre efectos de control positivos. Por ejemplo, no serán los efectos de control tan importantes para las organizaciones en crecimiento con interesantes proyectos de inversión rentables pero que no dispongan de *free cash flow*, pues dichas empresas tendrán que acudir regularmente a los mercados de capitales para obtener nuevos fondos que dedicar a sus nuevas inversiones rentables. En esta situación, el hecho de acudir regularmente a los mercados de capitales hace que sean éstos los que ejerzan el papel de vigilancia de la actuación empresarial, pues tienen la oportunidad de evaluar la empresa, así como su dirección, y los proyectos de inversión propuestos para los cuales se reclama financiación. En esta función de supervisión de los mercados, tanto la banca de inversión como los analistas financieros desempeñan un papel de supervisión importante, y la valoración del mercado se hace evidente por el precio que los inversores pagan por los derechos de percepción de la renta empresarial.

Por tanto, la función de control de la deuda es tanto más importante en aquellas empresas que generan grandes cantidades de efectivo y tienen pocas perspectivas de crecimiento (rentable, evidentemente), y más importante aún en las sociedades que deberían verse abocadas a un proceso de encogimiento (desinversión), pues en estas últimas existe un mayor incentivo a despilfarrar el efectivo para invertirlo en proyectos no rentables.

---

retención de dividendos es una aproximación a la Teoría del *free cash flow.*

Sin embargo, la teoría de *free cash flow* también podría suponer que las tomas de control son un medio a disposición de la dirección para malgastar los recursos empresariales en exceso sobre las oportunidades de inversión rentables. Así, la teoría del *free cash flow* implica que los directivos empresariales con poder de endeudamiento no utilizado y abundante *free cash flow* es más probable que realicen fusiones que produzcan bajos beneficios o incluso que destruyan valor. En este sentido, los programas de diversificación encajan generalmente en esta categoría de inversiones y la teoría predice que generarán menos ganancias totales. Por tanto, se puede considerar que algunas adquisiciones son una solución a los problemas de agencia del *free cash flow*, en tanto que otras compras, tales como los programas de diversificación, son el síntoma de los problemas del *free cash flow*. Quizás la única ventaja de los programas de diversificación empresarial es que suponga un despilfarro menor de los recursos que si los fondos hubieran sido invertidos internamente en proyectos no rentables.

Si las adquisiciones se financian con dinero en efectivo o títulos diferentes de las acciones, imponen unos pagos de recursos a los accionistas de la empresa objetivo, y esto puede crear un beneficio neto incluso si las fusiones generan ineficiencias operativas. La explicación proviene de que las empresas oferentes están empleando fondos que en otro caso se habrían gastado en proyectos de rentabilidad baja o negativa, con lo cual el coste de oportunidad de los fondos es menor que su coste del capital, lo que provoca que tenderán a pagar en exceso por la adquisición (pagar un precio mayor del debido o problema del "sobrepago") y con ello transferirán toda o parte de la ganancia asociada vinculada con la adquisición de los accionistas de la empresa compradora a los de la sociedad objetivo. En casos extremos, cabe la posibilidad de pagar un precio tan elevado que provoque una caída en el precio de las acciones de la oferente, en cuyo caso habrán transferido a los accionistas de la objetivo más del 100% de las ganancias. Esta línea de razonamiento es acorde con la evidencia, que muestra cómo los accionistas de las empresas objetivo recogen la mayoría de las ganancias de una toma de control.

Otra predicción de la teoría es que en sectores con grandes flujos de efectivo y cuya marcha obligue a un encogimiento del nivel de actividad, es más probable que se produzcan fusiones con bajo rendimiento. Las fusiones horizontales,con efectivo o deuda como forma de pago y que tengan lugar dentro de sectores en declive tenderán a crear valor, dado que facilitan la salida de recursos del sector por medio de los pagos de efectivo o deuda a los accionistas de la empresa objetivo. Cuando las fusiones horizontales se producen en sectores que no están en declive es más probable que logren rentabilidad baja o negativa, dado que los directivos es más probable que conozcan menos acerca de cómo dirigir tales empresas.

La teoría también implica que las adquisiciones en sectores no relacionados es más verosímil que reduzcan la productividad, aunque las ganancias totales positivas para las sociedades oferente y objetivo indican que esos efectos negativos en la productividad están más que compensados por la reducción en el despilfarro por expansión interna.

La teoría del flujo de tesorería excedentario, avalada por la evidencia empírica, sostiene que muchos oferentes tenderán a tener un rendimiento excepcionalmente bueno con anterioridad a la toma de control, lo que a menudo está asociado con un aumento del *free cash flow*, el cual entonces se emplea para los programas de adquisición, como se observó en el sector del petróleo[346], de forma que las empresas objetivo serían de dos clases: a) empresas con una dirección ineficiente que ha obtenido

---

[346] Para un análisis más detallado de la evidencia de la explicación de la teoría del flujo de tesorería excedentario en el sector del petróleo y en otros sectores véase Jensen (1988a, págs. 329-334).

pobres resultados antes de la fusión; b) empresas que han obtenido resultados muy buenos antes de la fusión, pero que se niegan a distribuir el dinero en efectivo a los accionistas.

La teoría predice que las tomas de control financiadas con efectivo y con deuda crearán mayores beneficios que las realizadas por intercambio de títulos, y la evidencia reciente en relación con las primas de toma de control parece ser consistente con esta predicción.

Jensen (1986, págs. 324-325) mantiene que la teoría del flujo de efectivo excedentario de la estructura de capital ayuda a explicar resultados de estudios previos que analizaron los efectos de las reestructuraciones sobre el valor de los títulos[347]. Así, parece que las transacciones que aumentan el apalancamiento en su mayoría produjeron aumentos positivos significativos en los precios de las acciones comunes y viceversa, con algunas excepciones, sin que la explicación basada en la fiscalidad pueda dar respuesta adecuada a todas las situaciones.

La evidencia del trabajo de Palepu (1986) con respecto a la relación entre crecimiento y recursos parece una evidencia fuerte a favor de esta teoría, dado que las empresas objetivo presentan un alto crecimiento unido a una baja liquidez y un elevado apalancamiento; o bien son empresas con bajo crecimiento unido a una alta liquidez y un bajo apalancamiento. En su trabajo también encuentra que el pobre resultado anterior a la adquisición está significativamente relacionado con la probabilidad de toma de control, y que las medidas contables del resultado pasado, como la rentabilidad sobre los fondos propios, están incorrelacionadas con la probabilidad de toma de control.

A decir de Jensen (1986, pág. 329) "El coste de agencia del *free cash flow* es consistente con un amplio espectro de datos para los cuales no ha habido una explicación consistente. No encuentro datos que sean inconsistentes con la teoría, pero es rica en predicciones que aún no han sido contrastadas".

De todas formas, el modelo de Jensen no está exento de críticas. Así, por ejemplo, Black (1989, pág. 613) realiza una interpretación del modelo del *free cash flow* en el sentido de que "buenos" oferentes hostiles compran "malas" empresas objetivo despilfarradoras de dinero en efectivo, con lo que se solapa dicho modelo con el modelo de Competencia Directiva. Sin embargo, el modelo de *free cash flow* añade una explicación de las ganancias de toma de control, en el sentido de prevenir el gasto que en el futuro realizaría la sociedad objetivo con el dinero en efectivo del que dispone, que no requiere mejorar la rentabilidad contable *ex-post*, además de poner su énfasis en el valor de la deuda como mecanismo de supervisión, al obligar a los directivos a devolver el efectivo a los suministradores del capital. Además, el modelo de *free cash flow* admite que este problema puede ser la causa de algunas adquisiciones.

Puesta en conexión con la hipótesis de sobrepago (*overpayment*), muchas de las predicciones de ambos modelos coinciden, y de hecho la hipótesis de sobrepago se puede ver como una extensión de la explicación del *free cash flow* para el caso particular de la empresa oferente, añadiendo las expectativas racionales de los inversores, y explorando la dinámica de las sociedades compradoras en un mundo donde muchas oferentes es probable que sobrepaguen en las ofertas que realicen. Sin embargo, se deben señalar algunas diferencias: a) Jensen fracasa en reconocer la tensión entre la explicación por "sobrepago en la oferente" y el modelo de Competencia Directiva; b) el modelo del *free cash flow* no recoge la capacidad del comprador de realizar adquisiciones por intercambio de acciones y endeudarse contra el efectivo futuro (en exceso o cualquier otro) como medio de

[347] La teoría del flujo de tesorería excedentario explica resultados previos confusos sobre los efectos de variadas transacciones financieras. Los resultados que recoge Jensen refundiendo 32 trabajos del cambio del rendimimiento anormal estimado del precio de la acción, muestran que la teoría del flujo de tesorería excedentario es consistente con todos los estudios menos 3 (Jensen, 1988a, págs. 323-328).

financiación de las ofertas de toma de control; y c) enfatiza que las operaciones de toma de control hostil son el remedio para las empresas objetivo mal gestionadas, aún cuando las operaciones hostiles pueden implicar el sobrepago por parte de la empresa oferente, y las compras amistosas también pueden prevenir el derroche de recursos de la sociedad objetivo.

3.- El mercado de control societario como mecanismo que limita la ineficiencia directiva: Causas y consecuencias.

3.1.- La formulación del problema en términos de sinergias directivas y el mercado de control empresarial.

El planteamiento dentro de la teoría del mercado de control de la sinergia de tipo directivo se puede analizar como un caso particular de las economías de alcance en la que la sociedad objetivo puede tener una gestión deficiente con su equipo directivo actual y la entidad compradora un recurso excedentario, en este caso capacidad de dirección, con lo que estamos ante un ejemplo en el que una dirección ineficiente no obtiene todo el potencial posible de los recursos que gestiona (Sutton, 1983, pág. 153). Pero cabe plantearse el caso contrario, en el que la empresa compradora demanda una capacidad de gestión que no posee porque la sociedad objetivo dispone de ella en exceso (Weston *et al.*, 1990, pág. 252). Desde un punto de vista teórico también podría analizarse como sinergia por economías de escala a nivel de empresa, por ser la capacidad directiva un recurso sobrante e indivisible.

Sutton (1983, pág. 153) reconoce como ante un desarrollo deficiente de la empresa objetivo, la sociedad oferente podrá estar en condiciones de realizar una mejora importante en su rendimiento por medio de la aportación de nuevo equipo directivo (considerado como un recurso más). El coste de aumentar la eficiencia directiva puede ser muy elevado si la incompetencia de la dirección anterior está profundamente enraizada en la estructura de la empresa, como resultado de las decisiones de inversión equivocadas o de la organización administrativa defectuosa. Además, pueden aparecer nuevos problemas administrativos, sobre todo si no hay familiaridad con el negocio o si la estructura administrativa se tiene que modificar para ser racionalizada (Sutton, 1983, págs. 153-154).

A veces la gestión se podría mejorar por vías alternativas a la adquisición, pero quizás ello no sea posible por culpa de los directivos, o de éstos y del Consejo, o por las características particulares de la gran sociedad anónima: atomización de la propiedad, separación de las funciones de propiedad y control, etc. (Brealey y Myers, 1991, pág. 823).

En general estos acoplamientos empresariales son tanto más fáciles cuanto mayor relación existe entre las actividades de las empresas fusionadas, con lo que se verían favorecidas las fusiones de tipo horizontal, si bien la capacidad directiva general en áreas de planificación y control es susceptible de trasladarse incluso a actividades inconexas.

La ratio de valoración[348] (valor de mercado de los fondos propios/valor contable de los fondos propios) se propone por Sutton (1983, pág. 155) como medida de la eficiencia directiva, aunque mantiene mejor utilizar en lugar del valor contable el valor máximo posible a obtener de los activos. Según la evidencia empírica, las empresas adquiridas suelen tener una ratio de valoración inferior al

[348] A veces los directivos afirman poder adquirir empresas por un precio inferior a su valor intrínseco, pero "en un mercado de capitales eficiente no hay gangas, y por lo tanto, no hay adquisiciones baratas" (Mascareñas, 1992, pág. 8).

promedio (Singh, 1971; Buckley, 1972 y Kuehn, 1975), si bien sabemos que esto es una evidencia muy discutible.

Dentro de la sinergia directiva podemos diferenciar dos teorías siguiendo a Weston *et al.* (1990, págs. 191-192) y Copeland y Weston (1988, pág. 683):

a) *Teoría de la eficiencia directiva diferencial*, pues en la medida que la dirección de una empresa es más eficiente que la de otra, se supone que en caso de fusionarse ambas, aumenta la eficiencia de la ineficiente al nivel de la más eficiente, produciéndose una ganancia tanto en el ámbito privado como en el social. Sin embargo, este razonamiento llevado al último extremo nos conduciría a que sólo habría una gran empresa en la economía (la más eficiente); pero para compensarlo están el problema creciente de coordinación de las actividades o el límite a la capacidad directiva. Esta teoría se reformula como la "hipótesis de sinergia directiva": si una empresa tiene un equipo directivo eficiente cuya capacidad es en exceso sobre su demanda actual del recurso directivo, la empresa puede usar dicho recurso excedentario para adquirir una empresa que están dirigidas ineficientemente debido a la escasez del mismo. Por lo tanto responde al concepto de sinergia directiva que hasta ahora hemos estado empleando.

No obstante, desde el punto de vista de la sociedad adquirente, no está obligada a fusionarse sino a liberar el recurso directivo sobrante, pero si una dirección es eficiente como equipo y está sujeta a indivisibilidades o economías de escala, no será posible desemplear los recursos sobrantes. Si además es difícil la expansión en su mismo sector, la adquisición lleva aparejada entrar en otro sector desconocido donde puede no ser competitiva si no posee capital organizativo no directivo. Desde el punto de vista de la empresa adquirida, ésta podría mejorar su rendimiento directivo empleando gestores adicionales o contratando directivos externos, pero ninguna de las dos soluciones es adecuada (por los problemas de trabajo en equipo e incentivo). Las empresas que operan en clases de actividad empresarial similares serían candidatas con mayor probabilidad para ser adquiridas, si bien siempre cabe la posibilidad de que la empresa compradora sea excesivamente optimista en cuanto a su capacidad de dirección y su impacto en la forma de gestionar la empresa objetivo[349].

b) *Teoría de la dirección ineficiente*, que puede ser difícil de diferenciar de la anterior, en la que los gestores no alcanzan su potencial máximo y puede que muestre ineptitud en sentido absoluto. A diferencia de la teoría de la eficiencia directiva diferencial, las sociedades objetivo pueden ser empresas no relacionadas. En esta teoría entraríamos en problemas de los mecanismos para disciplinar al equipo directivo. De acuerdo con Weston *et al.* (1990) debemos realizar las siguientes "puntualizaciones" a esta teoría:

a) Asume que los propietarios de la empresa objetivo no pueden reemplazar a sus directivos, necesitando acudir al costoso proceso que supone una fusión. No parece convincente que la actividad de fusión, en general, sea un resultado de invocar el método disciplinario de último recurso. Además, se podría argumentar la falta de directivos sustitutos en el mercado.

b) Si reemplazar a los incompetentes es la única finalidad, podría la sociedad objetivo ser una filial mejor que una empresa fusionada.

c) Una predicción de la teoría sería que los directivos de la compañía objetivo son despedidos y, a su parecer, existe evidencia en contra.

---

[349] Es lo que se denomina la hipótesis *hubris* de Roll y que implica un pago por parte de la empresa adquirente superior al valor de la sociedad objetivo.

Esta teoría supone analizar el mercado de fusiones y adquisiciones como un mercado que fuerza a los directivos a operar eficientemente (ante el peligro de despido en caso de no hacerlo así) y que las tomas de control se producen en el mejor interés de los accionistas de la empresa. Implica entrar de lleno en el análisis del mercado de control empresarial, en el que la idea subyacente es que una dirección ineficiente no puede permanecer en el poder donde existen arbitrajistas que demandarán las acciones de las empresas gestionadas deficientemente, para reemplazar a la dirección, y recoger parte de los beneficios producidos por el aumento en la eficiencia empresarial.

En la actuación directiva de la sociedad objetivo cabe diferenciar dos casos: una dirección con buena voluntad pero poco efectiva, fenómeno frecuente en las empresas pequeñas y medianas (en cuyo caso trasladaríamos el problema al mercado de trabajo directivo); frente a una dirección que persigue sus propios objetivos o *managerialism* (Martin *et al.*, 1988, pág. 563). En definitiva, ambas actuaciones vienen motivadas por los problemas de agencia, de dificultad de observar el comportamiento de cada directivo, de asimetría informativa y de contratación costosa e incompleta, explicaciones todas ellas que dan cuerpo a la teoría del mercado de control empresarial.

En esta segunda interpretación de la sinergia directiva es en la que nosotros encaminamos nuestro trabajo y algunas de las hipótesis formuladas en la presente investigación. En concreto hablaríamos como la hipótesis de "dirección ineficiente en la empresa objetivo", que podríamos redefinir como "disminución de los costes de agencia en la entidad objetivo". El elemento diferencial fundamental frente a muchas de las otras formas de sinergia expuestas anteriormente proviene del hecho de que no es necesaria la combinación de las empresas objetivo y oferente para que esta se produzca.

En términos habituales en esta investigación no vamos a manejar el concepto de sinergia directiva según la teoría de la dirección ineficiente. Es más, algunos autores consideran que a estas actuaciones del mercado de control empresarial no cabe calificarlas como "sinergias", quizás porque se presta a mucha confusión con otros tipos bien diferenciados.

Así, Jensen y Ruback (1983, pág. 23 y 25) reconocen que algunas de las ganancias derivadas de los procesos de toma de control es probable que surjan de la combinación de organizaciones independientes, concibiendo la sinergia como las "reducciones potenciales en costes de producción y distribución" a través de varios mecanismos disponibles para la sociedad resultante, pero no para éstas operando de forma independiente, por lo que excluye la hipótesis de dirección ineficiente del concepto de sinergia. Por contra, Asquith (1983, pág. 83) incluye en la explicación de las sinergias el argumento de dirección ineficiente, mostrándose a favor de esta hipótesis. Igualmente, Bradley, *et al.*(1983) son favorables a la hipótesis de sinergia, abarcando el argumento de la dirección ineficiente de la sociedad objeto de adquisición.

Por tanto, cuando del concepto de sinergia excluimos la hipótesis de dirección ineficiente, ésta se restringe al incremento en el valor generado por tomas de control con éxito que supongan una combinación de las entidades (Roll, 1987). Sin embargo, cabe plantearse entonces algunas cuestiones relativas a las tomas de control como ¿por qué la mayoría de las ganancias las obtiene la empresa objetivo? Una posible explicación vendría dada por la competencia entre distintas empresas oferentes por la misma entidad a adquirir (o incluso entre varias sociedades objetivo por la misma oferente). Sin embargo, es de esperar que si las ganancias son específicas a una combinación objetivo-oferente determinada, cuando se logren se repartan por negociación y no por competencia. De hecho el estudio de Dennis y McConnell (1985) encontró una división aproximadamente igual de la ganancia entre la empresa objetivo y la sociedad adquirente, cuando la ganancia se mide en valor monetario absoluto.

También Black (1989) recoge la mejora en la dirección de la empresa objetivo como una causa más de sinergia, dentro de lo que él denomina la "hipótesis del modelo de competencia directiva". En este sentido, se está refiriendo precisamente a la actuación del mercado de control empresarial en el que los directivos ineficientes son desplazados de las entidades objetivo por los equipos más competentes que provienen de las sociedades oferentes.

A pesar de que este planteamiento forma parte fundamental en nuestra investigación, la evidencia al respecto es algo confusa (Black, 1989, págs. 609-610). Así, debiera ocurrir que las entidades oferentes obtuvieran mejores resultados que el mercado con anterioridad a la toma de control, como parece que lo refrendan los trabajos de Asquith (1983, págs. 58-60), Asquith *et al.* (1983) y Schipper y Thompson (1983) Sin embargo, Malatesta (1983) encuentra una pérdida monetaria significativa durante el período de cinco años anterior a la adquisición. Estos resultados se pueden relativizar por el hecho de que la probabilidad de ocurrencia de una toma de control pueda ser mayor en los sectores industriales que atraviesan dificultades, en los que incluso empresas que están siendo gestionadas de forma adecuada (en comparación con su sector) pueden obtener resultados por debajo de los del mercado, como así lo prueba la evidencia de Morck**,** *et al.* (1988).

Otro elemento de duda surge como consecuencia del hecho que los adquirentes con éxito parecen obtener resultados por debajo del mercado tras una toma de control, si bien las pérdidas a menudo no son significativas, como se recoge en los resultados de los trabajos de Magenheim y Muller (1988, pág. 171), Bradley y Jarrell (1988, pág. 253) y Franks *et al.* (1988, págs. 251-253); mas la evidencia no es concluyente, pues por ejemplo Varaiya (1988) encuentra un rendimiento anormal cero para la empresa compradora.

La desviación por parte de los directivos con relación al objetivo financiero parece ser que aumenta la posibilidad de que la empresa sea objeto de una toma de control por parte de otra sociedad. Sin embargo, a decir de Wildsmith (1973, págs. 104-105), el equipo directivo actual de una sociedad está muy seguro por darse una serie de circunstancias:

a) Poca motivo existe que sugiera que la tasa de rendimiento que podrían lograr los asaltantes al poder de la empresa (raiders350) será mayor que la lograda por la dirección actual, pues aunque esta última intente perseguir un crecimiento no rentable para el accionariado, y haya hecho descender la tasa de rendimiento por debajo de la tasa de actualización, es probable que la mejor política que la dirección alternativa podría ofrecer sería igualmente no rentable; lo cual no ocurrirá si la dirección existente se caracteriza por una ineficiencia así como por una conciencia que está insuficientemente orientada al accionista.

b) Los adquirentes tienden a ser escasos en número en relación a su eficiencia porque los que alcanzarían la tasa mayor de beneficio potencial para la "víctima" tenderán a ser los que presenten las mayores tasas de actualización, reflejando una tasa de rentabilidad alternativa elevada en los activos que ya se encuentran bajo su control.

c) La tasa de actualización que emplea el comprador para adquirir los activos crece con la cantidad de fondos necesarios, con lo que las empresas mayores tienen menor peligro de ser objeto de toma de control.

"Una persona o empresa aspirando por una propiedad virtual. El o ellos intentan adquirir suficientes acciones para poder hacer dimitir y nombrar los directivos que desean, para distribuir el capital, para reunirse con otras empresas controladas quizás por ellos mismos,... Pueden planificar la reorganización de la empresa, vender los activos, distribuir el capital y realizar rápidas plusvalías. Alternativamente pueden pretender continuar el negocio en las líneas existentes, pero gestionarlo con mayor eficiencia o con una política diferente de distribución de

El mercado de control societario también predice que las sociedades oferentes tenderían a ser más rentables y las empresas objetivos menos rentables que la empresa media, pero la evidencia muestra que, al menos para el caso de tomas de control amistosas, oferentes y objetivos no se diferencian en términos de rentabilidad de la muestra de no objetivos (Ravenscraft y Scherer, 1987, capág. 3; Morck *et al.*, 1988 y Walkling y Long, 1984). En cambio, la motivación de las tomas de control hostiles parece residir en perseguir un desplazamiento de la dirección ineficiente (Morck *et al.*, 1988; Herman y Lowenstein, 1988).

Roll (1987, págs. 82-83) se cuestiona que si la motivación de la toma de control es por razones de ineficiencia de la dirección de la empresa objetivo, ¿por qué no se empleó otro mecanismo de reemplazamiento? La causa pudiera residir en su menor coste relativo frente a otros mecanismos, optando los accionistas de la sociedad objetivo por la alternativa de coste menor. Sin embargo, si la decisión la han tomado los accionistas no habría necesidad de incurrir en los gastos de una toma de control dado que ellos pueden destituir a la dirección. Por tanto, hemos de pensar que se pueden plantear problemas de coordinación y de *free-rider* entre los propietarios o que no existe acuerdo entre la empresa compradora y los accionistas de la sociedad objetivo que ostentan la mayoría de la propiedad.

BIBLIOTECA VIRTUAL

3.2.- Descripción del mercado de control empresarial. La visión de M.C. Jensen.

El mercado de control empresarial (*market for corporate control*) se puede concebir como un mercado en el cual equipos directivos -alternativos y potenciales- compiten por los derechos de gestión sobre los recursos de las empresas (Jensen y Ruback, 1983). En este concepto quedan englobados tanto los sujetos participantes en las transacciones de dicho mercado (los equipos directivos de las sociedades), como el objeto de intercambio, que son las empresas, o más concretamente, el derecho a gestionar los recursos de las mismas.

Como en todo mercado se forma un "precio" de intercambio, precio al cual la dirección de la entidad oferente y el equipo directivo actual de la sociedad objetivo acuerdan realizar la transacción. Ese precio se ofrece como contraprestación a los activos empresariales de la entidad adquirida (tanto en su aspecto de bienes físicos como en su calidad de capacidad de gestión). En realidad, la sociedad compradora ofrece un precio por los títulos de la empresa objetivo (acciones normalmente), con la particularidad de que el precio ofrecido habitualmente es superior al precio que prevalecía en el mercado con anterioridad a la adquisición, denominándose "prima de control" a la diferencia[351].

El papel de los accionistas de la sociedad objetivo en este proceso es el de meros "árbitros" en la competencia entre equipos de dirección alternativos (el presente y el asaltante), recompensando, al ofrecer sus títulos, a aquel cuya oferta monetaria de compra por el precio de sus títulos sea la más elevada, con lo cual en caso de resultar una operación con éxito, la dirección de la sociedad adquirente habrá conseguido tanto los activos de la empresa objetivo como el derecho de gestión de todos los recursos de la misma.

Para Jensen (1992, pág. 657), uno de los máximos defensores de la libre actuación del mercado de control societario, cabe concebir este mercado como un componente importante del mercado de trabajo directivo; si bien, en cierta medida tiene una estrecha vinculación con el mercado de valores,

---

dividendos" (Marris, 1964, pág. 29).

[351] La justificación económica que subyace y a menudo soporta el hecho de ofrecer una prima de control puede responder a razones que van desde las hipótesis más tradicionales en términos de sinergias empresariales, a la ineficiencia de los mercados de valores, la toma de control como mecanismo alternativo de reestructuración frente a la situación de insolvencia, el sobrepago o los problemas de agencia, tanto en la entidad objetivo como en la empresa

pues la competencia de los directivos por los recursos empresariales se realiza a través de ofertas, negociadas o no, de adquisición de títulos en las bolsas de valores, que se materializan en un precio que la entidad oferente está dispuesta a pagar por los títulos de la sociedad objetivo, precio que habitualmente incluye una prima de control.

La prima a menudo se justifica por el hecho de que un equipo directivo externo puede crear valor mediante la combinación de los activos empresariales que gestionaba hasta ese momento con aquellos otros por los que realiza una oferta, reflejando el importe del sobreprecio pagado la "sinergia"[352] que espera lograr la entidad oferente al dirigir bajo su control el conjunto de las dos sociedades. Sin embargo, es muy común que, con independencia de la motivación en términos de sinergia que prevalezca, una vez logrado el control de la empresa objetivo la dirección de la sociedad oferente desarrolle estrategias competidoras y diferenciadas de las que hasta ese momento guiaban su gestión, con finalidades tales como emplear los recursos de la misma en otros negocios, el cambio de asignación de los activos, mejoras en la estructura organizativa y de incentivos o cambios en el nivel y la composición de los activos (Jensen, 1992, pág. 657).

Estas consecuencias que parecen ponerse de manifiesto tras la compra hacen pensar que la motivación que puede mover a la dirección de la empresa oferente, en función de las nuevas estrategias que adopta con los activos de la sociedad objetivo, es donde radica la importancia de las tomas de control como un componente del mercado de control societario, actuando como mecanismo de disciplina frente al comportamiento seguido por la anterior dirección, pues la prima se justifica como consecuencia de que hay que desplazar a la dirección ocupante no maximizadora del valor, de forma que la prima puede constituir un incentivo necesario (al igual que una señal enviada al mercado) para que los accionistas de la empresa objetivo procedan a vender sus títulos, en la confianza que la dirección asaltante logrará aumentar el valor de los mismos.

En este sentido, la finalidad de las tomas de control, como se recoge en el trabajo seminal de Manne (1965), es contribuir al proceso de eficiencia asignativa de los mercados, de tal forma que los derechos de gestión (en definitiva, las sociedades) estén en manos de aquellas personas que más los valoran por tener mayor capacidad para contribuir al incremento de la riqueza de los propietarios de los activos empresariales. En este razonamiento subyace la idea de que en los procesos de toma de control la entidad oferente está siendo gestionada por un equipo directivo eficiente, presentando una oferta de toma el control sobre una sociedad (la objetivo) dirigida de forma negligente por sus directivos.

Bradley (1980) mantiene que la OPA es un intento por parte de la sociedad oferente de lograr el control y desarrollar una estrategia operativa que incrementará el valor de ambas empresas, suponiendo que las ganancias surgirán de una *sinergia* creada por la consolidación de ambas sociedades. El autor reconoce que cuando se anuncia una OPA existen empresas rivales que compiten por el derecho de control de los recursos de la sociedad objetivo y supone que la información producida como resultado de una OPA entre empresas permite a otras empresas, incluida la dirección de la sociedad objetivo, realizar cambios que aumenten su valor. Por tanto, se supone que al menos una porción del rendimiento de preparar y efectuar una OPA es apropiado por terceros con el anuncio formal de la misma, que se presume que alerta a otras empresas para iniciar un proceso competitivo por la sociedad objetivo. Si los accionistas de la empresa objetivo asumimos que son un grupo difuso,

---

adquirente.

[352] En su concepción más clásica, que hace referencia a las economías de escala, alcance y de integración vertical; economías de poder de mercado, sinergias directivas, financieras, fiscales, derivadas de la reducción del riesgo, o por otros motivos.

homogéneo, aceptantes de precio y maximizadores de la riqueza, se deriva que las acciones de la misma fluirán hacia el equipo directivo que realice la mejor oferta en términos de precio ofrecido por las acciones que demanda y el valor también *ex post* de las acciones de la sociedad no demandadas. De este razonamiento se derivan las siguientes implicaciones:

a) Las empresas con éxito se ven obligadas a pagar una prima por las acciones que compren de la entidad objetivo (tanto con relación a su cotización antes del anuncio como a su precio de mercado tras la ejecución). Por tanto, las empresas oferentes no pueden obtener consistentemente rendimientos anormales a través de la apreciación en el mercado de las acciones que poseen de la sociedad objetivo.

b) Las empresas oferentes no pueden ganar al comprar una mayoría simple de las acciones de la sociedad objetivo con el fin de saquear activos, pues tales ofertas serían anticipadas por sus accionistas y por las empresas oferentes competidoras, que excluirían la posibilidad de que la operación se realizase con éxito.

c) La OPA sin éxito se explica como una respuesta racional a las alternativas que surgen en un mercado de control empresarial competitivo. Evidentemente, la sociedad oferente no realizará una propuesta de compra si no espera que tenga éxito; sin embargo, una vez que la oferta se anuncia y se revela nueva información con relación al valor de los recursos de la empresa objetivo, la asignación última de dichos recursos es incierta. Las entidades oferentes competidoras o los directivos de la sociedad objetivo por sí mismos pueden ser capaces de explotar esta nueva información y afectar a la asignación óptima de los recursos de la empresa objetivo. Los accionistas de la sociedad objetivo rechazarán aquellas ofertas que lleguen a estar dominadas por otra mayor o por un plan de inversión/producción propuesto por la dirección ocupante que sea capaz de generar mayor valor.

Las formas fundamentales de actuación de las tomas de control societarias son las luchas por la delegación de voto en Junta General de accionistas (*proxy fight*), las operaciones de fusión y las ofertas públicas de adquisición sobre acciones y otros títulos (OPAs), resultando evidente que la motivación de una asignación más eficiente de los recursos, para la sociedad considerada en su conjunto, puede subyacer en los tres tipos de operación. Una diferencia esencial entre ellas radica en que la fusión requiere la aquiescencia de los propietarios de las dos sociedades, en tanto que en la OPA la dirección de la entidad oferente no tiene que consultar obligatoriamente a su accionariado para plantear la operación de adquisición. Además, fusión y OPA también presentan diferencias en cuanto al grado de integración posterior de las actividades económicas de las entidades objetivo y oferente. Por último, señalar que si la operación intentara disciplinar (actuar como mecanismo de control) sobre los gestores de la empresa objetivo, parece menos probable una adquisición amistosa, cual es el caso de todo proceso de fusión, que una OPA (que puede ser de carácter hostil).

Dentro de las OPAs es posible establecer la diferenciación entre operaciones amistosas y hostiles, por ejemplo definidas en función de la conformidad o no de la dirección de la empresa objetivo, siendo *a priori* tanto más probable la hostilidad cuanto mayor peso tenga el argumento de la dirección ineficiente como desencadenante de la operación.

Por tanto, la toma de control como medio de disciplina parece más reservado a que su instrumento de actuación sea la OPA, y más aún, la OPA hostil. No obstante, debemos señalar que las repercusiones que se derivan en todo momento de este mercado presentan una doble vertiente: de una parte, su actuación se produce por la amenaza que pesa sobre todos los equipos directivos ineficientes ante la posibilidad de que su empresa entre a ser candidata (in play) de toma de control; y esta amenaza se ve complementada por la realización efectiva de operaciones de adquisición, fundamentalmente a través de una OPA hostil.

Dentro del marco de análisis de Grossman y Hart (1980), cuando el entorno cambia, los contratos que gobiernan inicialmente las relaciones entre los accionistas y la dirección dan a esta última la oportunidad de acometer acciones ineficientes y desviar parte del valor de la empresa hacia el segundo grupo. La amenaza de toma de control, que no es más que una forma de competición en los mercados de capitales, hace posible que un tercero, el oferente o asaltante, tome el control de la sociedad e inicie un contrato más eficiente, adecuado al nuevo entorno empresarial.

Por tanto, la amenaza de la toma de control es un medio indirecto para que los accionistas renegocien sus contratos con la dirección, ocasionando un efecto disciplinario sobre el comportamiento directivo: los directivos se mostrarán recelosos a practicar comportamientos o acciones ineficientes. Los mercados disciplinan siempre que los accionistsa antiguos no tengan posibilidad de comportarse como gorrones o que los directivos no dispongan de posibles defensas frente a la toma de control. No obstante, en el modelo de Grossman y Hart (1980) no se necesita confiar en el adquirente, en tanto que un contrato de incentivos bien planteado actuaría igual que la amenaza de toma de control.

El modelo teórico planteado por Scharfstein (1988) explora las fuentes de ineficiencia contractual y las condiciones bajo las cuales una amenaza de toma de control ejercería su papel disciplinario sobre la dirección, constituyendo el centro la asimetría informativa como fuente de ineficiencia contractual.

Los accionistas no pueden determinar si la mala marcha de la empresa es consecuencia del comportamiento ineficiente de la dirección o de la mala evolución del entorno. Por ello, no es conveniente castigar fuerte al directivo cuando la empresa va mal: a veces los motivos pueden deberse al entorno. En cambio, el asaltante al poder se supone que está mejor informado y sabe las verdaderas causas de la disminución del valor de la empresa. La probabilidad de toma de control lógicamente es mayor cuando el comportamiento directivo es la causa del deprimido valor de la empresa. Una limitación inmediata de este mecanismo lo constituye el hecho de que los accionistas existentes pretendan capturar parte de la subida de precio que le correspondería al asaltante y pidan un precio excesivo en la oferta de control. A partir de aquí, el autor comienza con los modelos teóricos y llega a las siguientes conclusiones acerca del carácter disciplinario de las tomas de control:

a) Siempre que el oferente esté suficientemente preparado, la mejora de la información disponible por parte de los accionistas antiguos redunda en el fracaso de la amenaza, no cederán sus acciones a un precio bajo. En este sentido se sitúa la Ley Williams de EE.UU. que prolonga el tiempo de espera desde que se lanza la oferta hasta que finalmente se lleva a cabo. Las mismas implicaciones surgen cuando se permiten reacciones defensivas de los directivos o la posibilidad de dar entrada a más de un oferente en los procesos de toma de control: si el propio directivo puede subir la oferta hecha por un asaltante se sitúa un listón por debajo del cual los antiguos accionistas no van a "aceptar"; lo que como es lógico, desanima a los posibles oferentes externos.

b) Cuando el oferente no tiene la suficiente información, las tomas de control suponen simplemente una renegociación ex post de los contratos ineficientes, lo cuál tendrá a su vez efectos de incentivo *ex ante* (contratos más duros). Por lo tanto en este caso los efectos netos no dejan de ser ambiguos.

A nuestro entender, el mercado de control empresarial amplía el concepto de tomas de control para incluir otros procesos de gran trascendencia en la vida de una sociedad, que al igual que las tomas de control, suelen llevar aparejados movimientos de reconversión. Además, en multitud de ocasiones la secuencia temporal es primero la toma de control y segundo otros procesos del mercado de control empresarial. Tal es el caso de las segregaciones y ventas de partes de la empresa (*spinn-off* y *sell-off*),

exclusiones de cotización (*going private*) y compras con fuerte componente del endeudamiento (*Leverage Buy-Out*, LBO), en ocasiones protagonizadas por la propia dirección de la empresa (*Management Buy-Out*, MBO).

Una de las características más reseñables del mercado de control societario, o si se quiere, del mercado de tomas de control, frente a otros mecanismos de alineamiento del comportamiento directivo, es que ha dado lugar al desarrollo de un gran número de formas de defensa y ataque, para ser empleadas por las entidades objetivo y oferente, respectivamente, en los procesos de toma de control, a la par que ha motivado un cambio muy importante en la legislación mercantil de aquellos países en los que estos procesos han tenido mayor importancia, fundamentalmente los anglosajones[353].

A pesar de los supuestos beneficios derivados de las actuaciones del mercado de control empresarial, se han esgrimido diversos argumentos contra el mismo, entre los que destacan:

a) El hecho de que las operaciones de tomas de control implican una serie de costes para los partícipes (legales, de transacción, de asesoramiento), que no compensan las posibles ganancias que se pudieran derivar para el par objetivo-oferente, con lo cual las ventajas pretendidas de una asignación óptima de los recursos empresariales se verían diluidas, al menos en parte, pudiendo llegarse a la destrucción de riqueza.

b) Las posibles ganancias que se argumentan como desencadenantes del proceso de tomas de control pudieran ser de magnitud muy reducida e incluso proceder de redistribuciones de riqueza entre los distintos partícipes (*stakeholders*) de la red contractual: estado, clientes, proveedores, trabajadores, accionistas, directivos, etc.; de lo que se derivaría una discusión acerca de la ganancia social neta derivada del proceso.

c) Las operaciones de toma de control a veces provocan que los directivos, a la hora de adoptar sus decisiones financieras y gestionar las operaciones de sus empresas, se guíen por las consecuencias inmediatas de sus decisiones de forma que den primacía a la obtención de resultados a corto plazo aún a costa del sacrificio del objetivo financiero de la empresa.

d) Los procesos de adquisición, así como las operaciones de desinversión que a menudo suceden con posterioridad a los cambios en el control, producen graves disfunciones en el proceso productivo de las empresas, que tienen como consecuencias más visibles la ocurrencia de las pérdidas para la economía del país considerada en su conjunto.

El planteamiento del análisis y justificación del mercado de control empresarial resulta inadecuado sin la consideración y evaluación de forma explícita del nivel de actuación de los mecanismos de control internos, cuando estos no funcionan adecuadamente, al menos en el sentido de que el Consejo de Administración no destituirá a los gestores de la alta dirección cuyas capacidades no son las mejores dentro de las disponibles en el mercado laboral. En el momento que esos mecanismos internos fallan[354], los accionistas reciben la protección que les brinda la actuación del mercado de capitales a

---

[353] Tanto el empleo de los mecanismos de defensa y ataque frente a un proceso de toma de control, como frente al resto de legislación relativa a estos episodios (OPAs fundamentalmente), existen dos posturas totalmente contrapuestas dentro de los legisladores que han abordado el tema desde una perspectiva económica (análisis económico del derecho).

Así, de una parte encontramos aquellos que argumentan la perversidad del mercado de control empresarial, y por tanto propugnan una fuerte regulación legislativa de estas operaciones; en tanto que enfrente tenemos a los que defienden su empleo como mecanismo disciplinario, limitando por tanto la legislación relativa a todo lo que tenga relación con este mercado a un nivel mínimo para lograr la eficiencia del mercado.

[354] El fallo se entiende como que el proceso interno de cambio (vía presión del Consejo sobre los directivos) es

través del mercado de tomas de control, donde equipos alternativos de directivos compiten por los derechos de gestión sobre los activos de las sociedades anónimas (Jensen, 1984, pág. 119). Por tanto, en ningún caso se interpreta la actuación de los directivos "asaltantes" como dilapidadores de recursos sino como una fuente importante de protección para los accionistas de la empresa objetivo.

Cuando un equipo alternativo considere que existe una posibilidad para reorganizar o recolocar unos activos empresariales y conseguir crear valor con dicho proceso, propondrá una oferta por los "derechos de control" en el mercado de tomas de control, oferta por la que pagará una prima sobre el precio de mercado de los títulos con anterioridad a la oferta, donde la prima ofrece a los inversores una oportunidad de realizar parte de las ganancias derivadas de la reorganización y del reempleo de los activos (Jensen, 1988b, págs. 27-28). El proceso de toma de control penaliza al directivo incompetente o que se sirve a sí mismo y cuyas actuaciones han disminuido el precio de mercado de las acciones de su sociedad (Jensen, 1984, pág. 112).

El concepto de "derechos de control" es fundamental para el correcto entendimiento del mercado de control empresarial. La concepción de los accionistas simplemente como un grupo más del conjunto de *stakeholders* de la sociedad anónima examinados todos en un plano de igualdad es inadecuada, pues la posición de los accionistas *no* es igual que la de otros grupos, dado que aquellos son los tenedores últimos de los "derechos sobre el control" de la organización y por tanto deben de ser el punto focal alrededor del cual debiera girar cualquier discusión concerniente a dichos derechos. La propia estructura y características de la sociedad anónima hace que sea una organización única al no establecer ninguna restricción con relación a quienes pueden poseer los derechos residuales, lo que beneficia al resto de contratantes (clientes, directivos, trabajadores y proveedores) al evitar que tengan que soportar algún riesgo residual de la empresa, el cual es asumido íntegramente por los accionistas, que por ello tienen el derecho a controlar la sociedad, aún cuando en la realidad deleguen gran parte de sus capacidades de control en el Consejo de Administración, (Jensen, 1984, págs. 110-111). Este hecho es el que lleva a que el mercado de control, como mercado y mecanismo de control externo, sea una característica propia y distintiva de la forma organizativa de la sociedad anónima.

Una gran parte de los argumentos que se han esgrimido contra las tomas de control empresariales sólo cabe calificarlos de "folklore", mostrando la evidencia empírica resultados muy diferentes (Jensen, 1984, pág. 112-115). Así, forma parte del folklore pensar que las tomas de control dañan a los accionistas de las empresas objetivo, cuando la evidencia muestra que las operaciones de fusión, OPA y lucha disputada por la delegación de voto (*proxy fight*) generan un aumento anormal en el precio de las acciones en el mes alrededor del anuncio inicial de la toma de control, tanto para la sociedad objetivo como para la entidad oferente (salvo esta última en el caso de fusión).

Igual cabe decir con relación a afirmar que los gastos en los que se incurre en una toma de control son un derroche de recursos, pues el hecho es que los precios de compra representan la transferencia de riqueza[355] (no el consumo), de los accionistas de la adquirente a los de la empresa objetivo, incurriendo en este proceso en algunos gastos (por ejemplo: tiempo y honorarios de los consultores y de la banca de inversión), que en términos relativos, dada la magnitud de estas operaciones, suponen una fracción en torno al 7% del valor de la transacción.

---

demasiado lento, costoso y torpe para producir la reestructuración requerida o el cambio en la dirección de forma eficiente (Jensen, 1988b, págs. 27-28).

[355] Aún cuando no se incrementara la riqueza en términos netos (aumento de la riqueza en el conjunto de la economía), se procede a asignar unos derechos de propiedad sobre unos activos a aquellas personas que mejor los valoran y se espera que los puedan gestionar de forma más eficiente en el futuro.

Otra crítica realizada a los procesos de adquisición recae en que drenan recursos crediticios del sistema bancario y disminuyen el endeudamiento *legítimo* para dedicar a inversiones productivas; sin embargo, el aumento de riqueza asociado a estas operaciones viene a demostrar que los recursos son dedicados de manera efectiva a inversiones productivas, a la vez que es discutible el hecho del empleo de endeudamiento, pues muchas tomas de control no hacen uso de esta vía de financiación.

Un hecho muy cuestionado en diversos trabajos ha sido si las tomas de control crean un monopolio que aumenta el precio de los productos y, por tanto, perjudica a los consumidores. Sin embargo, la evidencia empírica parece ir en contra, pues de ser cierta cabría esperar que los competidores del sector se beneficiaran del aumento de precios y ello se trasladara al valor de sus acciones en el mercado. Además, cuando los procesos de fusión son paralizados por las agencias estatales antimonopolio sería de esperar una caída en el precio de las acciones de los rivales, cuando la evidencia no muestra ese hecho[356], a la vez que hacer surgir dudas acerca del conocimiento que tienen las agencias gubernamentales o las instancias judiciales al formular sus políticas con relación a la cancelación o las dificultades impuestas a los procesos de fusión, pues hace perder todo el aumento previo del precio en el momento del anuncio, sin que se produzca aparentemente ninguna compensación de beneficios para los partícipes (Wier, 1983).

Es otra cuestión que ha generado un gran debate. Los costes sociales de las tomas de control, medidos por cierres de plantas productivas, despidos de obreros o jubilaciones anticipadas. A este respecto, Jensen argumenta que no hay evidencia acerca de la no ocurrencia de los sucesos en todo caso. En último término, subyace la discusión sobre el criterio más adecuado para evaluar las tomas de control desde un punto de vista social, de forma que si la medida de eficiencia es el aumento en el estándar real de vida para el conjunto, la toma de control sería deseable desde el punto de vista social (salvo en el caso de que la ganancia de riqueza que provoca la toma de control proviniera del aumento de poder de mercado por monopolio), aún generando cierres o despidos; y su prohibición o limitación supondría un coste social real que reduciría el bienestar agregado a causa de la pérdida que se generaría por no aprovechar las economías operativas potenciales.

También ha sido objeto de disputa el planteamiento de que en las operaciones de tomas de control subyace la hipótesis de que los directivos de la empresa adquirente actúan en beneficio de sus accionistas, y no en el suyo propio (como se supone con relación a los directivos de la empresa objetivo), cuestión indicativa que es rebatida por algunos autores. Sin embargo, no existe evidencia sistemática de los directivos de la adquirente perjudicando a sus accionistas con las operaciones que llevan a cabo, con lo que se echa por tierra la posible explicación en términos de creación de un gran imperio empresarial. La evidencia parece ser más consistente con la teoría de sinergia de tomas de control, entendida como que el aumento en el precio de las acciones de la empresa objetivo proviene de un aumento en el valor obtenido por consolidar o alterar el control de los activos de las sociedades implicadas, quizás a causa de ahorros en costes de economías de escala o de una combinación altamente complementaria de activos y trabajadores en actividades de producción y distribución (Jensen, 1984, pág. 114).

Al mercado de control empresarial se le critica que produce modificaciones en la forma de actuación del conjunto de los directivos de la economía, de forma que tienden a adoptar las decisiones empresariales de una forma miope, sacrificando los beneficios a largo plazo en busca de ganancias en

---

[356] Aunque los competidores obtienen ganancias cuando dos sociedades de su sector se fusionan, éstas no se relacionan con la creación de poder monopolístico o con la concentración sectorial, lo que se interpreta en el sentido de que son consecuencia de economías reales en producción y distribución realizadas a través de la toma de control y que señalan la capacidad de obtención de ganancias similares por parte de los rivales.

el corto plazo. Aún cuando esos comportamientos puede que se produzcan, debemos examinar si el origen se encuentra en los directivos o en los mercados (Jensen, 1988, págs. 25-27). En este sentido, parece que existe poca evidencia de que los directivos se comporten de una forma miope ante la presión que supone la amenaza de una toma de control, pero pudiera suceder en aquellos casos en los que el incentivo de la dirección se ve muy reducido como consecuencia de su escasa participación en la propiedad y de que la estructura de la compensación genera un incentivo a la adopción de decisiones que persiguen el incremento del beneficio contable más que el aumento del valor de la empresa. También se produce la miopía directiva cuando comenten errores porque no comprenden las fuerzas que determinan el valor de las acciones.

Con relación a la miopía de los mercados de valores, se puede afirmar que existe una fuerte evidencia en su contra[357]. Los mercados parecen que se comportan de forma bastante eficiente, y así el precio actual de un título incorpora toda la información adecuada para valorarlo. Un planteamiento diferente de la hipótesis de miopía del mercado se basa en la hipótesis de que los inversores institucionales presionan a la dirección para que esta persiga el aumento de los beneficios a corto plazo y así, por ejemplo, desalienta las inversiones en I+D, dado que las sociedades que las realizaran serían más proclives a ser objetivos de toma de control. Esto llevaría a que el valor de las empresas fuera inferior al que sería posible alcanzar si adoptaran las decisiones mirando a largo plazo. Sin embargo, la evidencia de los estudios de la SEC (1985)[358] y de Hall (1987)[359] van en contra de este argumento. La hipótesis o visión alternativa podría ser que el mercado, en lugar de penalizar a los directivos miopes, la reducida valoración de la empresa esté reflejando que algunos directivos están equivocados en sus actuaciones por medio de la baja valoración de la empresa. Si la dirección no cambia, no aumentará el valor de los títulos, por lo que sería deseable tanto para los accionistas de la sociedad objetivo, como para la economía, prescindir de ellos como medio para un cambio en la estrategia empresarial y un empleo más eficiente de los recursos (Jensen, 1988b, pág. 27).

Por contra a la tesis de miopía, las actuaciones del mercado de control empresarial a veces se producen como consecuencia de que los directivos no quieren abandonar estrategias en las que han invertido un esfuerzo personal considerable durante años, aún cuando ya no contribuyen más al éxito de la empresa. En estos casos, las tomas de control ocurren generalmente porque los cambios tecnológicos o de las condiciones de mercado (preferencias de los consumidores) requieren una reestructuración fundamental de los activos empresariales[360], reestructuración que es más fácil de acometer por parte de la nueva dirección de la empresa adquirente que entra con una visión fresca de

---

[357] Así, por ejemplo, el trabajo de McConnell y Muscarella (1985) pone de manifiesto que los precios de las acciones (salvo en el sector petrolífero) reaccionan positivamente ante anuncios de un aumento en los gastos de inversión y negativamente ante la reducción de los mismos.

[358] El aumento de la participación en la propiedad por parte de los inversores institucionales no está asociado con el aumento del número de tomas de control de empresas ni con la disminución de gastos de I+D. Las empresas con mayores gastos en I+D no son más vulnerables a las tomas de control y los precios de las acciones reaccionan positivamente ante los anuncios de aumento en el gasto de I+D.

[359] Comparando los niveles de gastos en I+D sobre ventas para las empresas adquiridas y las no adquiridas, las primeras no tenían una proporción superior que las de su mismo sector. Las empresas involucradas en procesos de fusión no mostraron diferencias frente a los niveles de las empresas no fusionadas en sus niveles de I+D previos y con posterioridad a la fusión.

[360] Chandler (1990, pág. 626) mantiene que la década de los años sesenta marca "la llegada del mercado de control empresarial que posibilitó fuertemente la facilidad con la cual la moderna empresa industrial podría ser reestructurada. Dichas empresas pueden ser vendidas, compradas, divididas y recombinadas en formas que habrían sido imposibles antes de la ola de adquisiciones de los años sesenta" (citado en Barber *et al.*, 1995, pág. 285).

??[361] Entre ellas se encontraban la mayor permisividad de la legislación antimonopolio frente a las operaciones de

los negocios y no se encuentra limitada a la hora de realizar los cambios que demanda la sociedad objetivo, por sus relaciones con los trabajadores u otros grupos (Jensen, 1988b, pág. 23 y 1984, pág. 120).

En los años ochenta se han dado una variedad de condiciones políticas y económicas en Norteamérica que han creado un clima en el cual la eficiencia económica demandaba una reestructuración fundamental de los activos empresariales que permite justificar los procesos de toma de control ocurridos en esa década[361]. Desde una perspectiva del análisis de lo que ha ocurrido en la economía de EE.UU. durante esa década Jensen (1991, pág. 13) mantiene como aspecto positivo de las tomas de control que han logrado reducir de forma drástica uno de los principales obstáculos ante los procesos de adquisición: el tamaño. Un efecto habitual de tales transacciones ha sido la transferencia del control sobre vastos recursos empresariales, a menudo bloqueados en sectores maduros o conglomerados poco adecuados, hacia aquellos oferentes dispuestos a pagar grandes primas por su empleo de forma más eficiente, obteniéndose como consecuencia de dicho proceso una empresa más pequeña, eficiente y centrada en su núcleo de actividad. No obstante, algunos grupos han presentado una fuerte oposición a las tomas de control, a decir de Jensen (1991, pág. 13) fundamentalmente aquellos cuyo poder e influencia ha sido modificado como consecuencia de la reestructuración empresarial.

La evidencia es interpretada por Jensen en el sentido de que las tomas de control generan grandes ganancias para los accionistas y para la economía en su conjunto[362].

3.3.- La necesidad del mercado de control empresarial: La evidencia en la reducción de los costes de agencia.

Dentro del mercado de control empresarial, la actuación más importante tanto por el volumen de recursos que mueve como por su trascendencia es la oferta pública de adquisición de acciones, más aún si ésta se realiza sin el acuerdo de la dirección de la sociedad objetivo (oferta hostil). El funcionamiento de este mercado, en cualquiera de sus dos formas (amenaza y actuación) viene motivado por la debilidad del resto de los mecanismos de control a los que se ve sometido la empresa en el mercado, más aquellos de los que ella misma se dota (mecanismos internos).

Argumentado desde el punto de vista teórico la importancia del mercado de control empresarial, resulta necesario examinar si las actividades del mismo responden realmente a una ayuda eficaz en la resolución del problema de agencia entre la propiedad y la dirección. Por ello en este apartado vamos a profundizar en la base teórica, y sobre todo en la evidencia empírica, relativa a cómo el mercado de control anima hacia un comportamiento más eficiente de la dirección de la empresa objetivo. En especial vamos a fijarnos en los costes de agencia derivados del flujo de tesorería excedentario, pues ha sido objeto de una abundante literatura desde finales de la década de los ochenta.

Así, el trabajo de Lang y Litzenberger (1989) para los casos de los anuncios de cambios en el reparto de dividendos examina dos teorías contrapuestas: señalización frente a free cash flow. El

---

[362] Si bien en las operaciones con alto apalancamiento las ganancias han venido a expensas de los obligacionistas, bancos y otros acreedores que financian los acuerdos, la cantidad que suman las pérdidas es mucho menor que las ganancias, en tanto que no hay evidencia de que provenga de otros partícipes (stakeholders) como trabajadores, proveedores o la Hacienda.

??[363] Para considerar la capacidad del equipo gestor emplea la ratio Q de Tobin considerando que si suponemos que

problema que intentan dilucidar es si los directivos están sobreinvirtiendo363 y por lo tanto un aumento en el dividendo reduce los costes de sobreinversión y aumenta el valor de mercado de la sociedad. Para su muestra se verifica que las empresas con Q media inferior a la unidad tienen mayores rendimientos medios que las que la presentan valores superior a la unidad, lo cual es consistente con la hipótesis de que el cambio en los dividendos para las empresas sobreinversoras señala información sobre su política de inversiones. Sin embargo, si los inversores anticipan grandes aumentos en los dividendos para las empresas con Q mayor que la unidad, también es consistente con la hipótesis de señalización condicional. Además un análisis más refinado de los datos no consigue rechazar la primera teoría en favor de la segunda.

Dentro de la misma línea de investigación se encuentra el trabajo de Howe, *et al.* (1992) realizado igualmente para la decisión de anuncio de dividendos especiales y recompras de acciones, operaciones que poseen la particularidad de ser pagos en efectivo no periódicos. De nuevo las dos hipótesis explicativas enfrentadas son las mismas y sigue la misma metodología en cuanto a la medida de la sobreinversión, concluyendo que la explicación de Jensen (1986) se ajusta a los cambios importantes en el dividendo y no a la recompra de acciones.

Continuando con los estudios basados en la política de dividendos tenemos el trabajo de Agrawal y Jayaraman (1994) que apoya la hipótesis de Jensen (1986) relativa a que los dividendos y la deuda son mecanismos sustitutivos para controlar los costes de agencia derivados del flujo de efectivo excedentario. Su evidencia muestra que las ratios de distribución de dividendos son significativamente mayores en las empresas no endeudadas frente a la apalancadas, controlando variables como el nivel de flujo de tesorería excedentario y las oportunidades de crecimiento.

En un análisis de si la propiedad de acciones de los internos y el apalancamiento son explicados por un conjunto de variables que intentan aproximar la exposición de la empresa a varias imperfecciones del mercado, Chaplinsky y Niehaus (1993) encuentran que el apalancamiento está relacionado negativa y fuertemente con el flujo libre de tesorería, lo cual es inconsistente con la hipótesis de Jensen (1986). Sin embargo, el elevado coeficiente negativo de dicha variable en las ecuaciones de apalancamiento indica que potencialmente puede explicar las grandes variaciones de corte transversal en las ratios de deuda. El resultado fundamental es que si aceptamos que las variables que utilizan estos autores aproximan el coste de agencia derivado del nivel de flujo de tesorería excedentario, la relación negativa que tienen con el apalancamiento indica que las empresas con mayor potencial de costes de agencia de este tipo emplean menos deuda. Por lo que respecta a las ecuaciones de propiedad de los internos (alfa), los coeficientes que miden el coste de agencia son insignificantes, lo que sugiere que los directivos no cambian sus participaciones según que el valor de las acciones aumenta por la retención de dinero en efectivo, evidenciando que las empresas con elevado flujo de tesorería excedentario no mitigan el problema de agencia mediante un aumento de la participación accionarial de la alta dirección (Chaplinsky y Niehaus, 1993, pág. 62).

Hendershott (1996, pág. 563) mantiene que la teoría de Jensen (1986) implica que algunas empresas llegan a ser objetivo de toma de control debido a que sus directivos asignan de forma ineficientemente el flujo de tesorería excedentario a inversiones no rentables. Sin embargo, los trabajos que se han realizado sobre tomas de control completadas (no sobre intentos de toma de control) por parte de Morck *et al.* (1988), Bhagat *et al.* (1990), Healy *et al.* (1992) y Servaes (1994), entre otros, parece que no dan soporte o apoyo a esta predicción. A pesar de ello, los estudios no implican que el flujo de tesorería excedentario no sea un factor determinante importante del mercado de control empresarial, pero puede que sea más importante el argumento de reducir la sobreinversión de la sociedad objetivo lo que desempeñe un papel principal en las luchas por el control con éxito:

analizando los gastos en capital antes de la toma de control en una gran muestra de empresas adquiridas, no se encuentra evidencia de manera sistemática de la relación entre la sobreinversión de la sociedad objetivo y las ganancias de la toma de control. Si bien los gastos de capital son una definición muy estrecha del concepto inversión, este estudio suministra una evidencia indicativa de que las sociedades objetivo adquiridas con éxito no sobreinvierten de manera sistemática, y encuentra resultados de sobreinversión en las grandes tomas de control durante los años ochenta, particularmente en las empresas de los sectores petrolífero y del gas.

No cabe inferir que el flujo de tesorería excedentario no sea de importancia en el mercado de control empresarial, pues tanto Jensen (1986) como Stulz (1990) sugieren que la amenaza de una toma de control disciplinaria puede instar a las empresas a restringir la sobreinversión derivada del mismo. Por lo tanto, la ausencia de sobreinversión en las empresas que han resultado adquiridas con éxito no es excluyente con la posibilidad de que este problema pueda caracterizar a muchas sociedades objetivo de toma de control. Es plausible pensar que la amenaza de toma de control conduzca sistemáticamente a reducir el nivel de inversión por parte de las empresas que sobreinvierten. El estudio de Hendershott examina una muestra de sociedades que han empleado reestructuraciones apalancadas para frustrar los intentos de toma de control. Jensen (1986, 1989) argumenta que el aumento del apalancamiento obliga a los directivos a distribuir fuera sus flujos en exceso, en lugar de dedicarlos a sobreinvertir. A este respecto, Hendershott plantea un modelo simple para mostrar cómo las ofertas de toma de control pueden conducir a reestructuraciones apalancadas, sugiriendo que las adquisiciones con éxito estarán asociadas con la sobreinversión por parte de la sociedad adquirente, pero no de la empresa objetivo. La intuición es simple: una reestructuración apalancada obliga a la entidad a trasladar fuera sus flujos en exceso, eliminando la necesidad de una toma de control disciplinaria. En la medida que esas reestructuraciones les permiten defenderse frente a las tomas de control, los estudios empíricos que tan sólo examinan las empresas objetivo adquiridas con éxito dicen poco sobre la capacidad del mercado de control empresarial acerca de disciplinar a las empresas sobreinversoras.

La muestra que parece adecuada para evaluar el papel de la sociedad objetivo en las tomas de control debería incluir a aquellas empresas que reestructuran su combinación de financiación para frustrar una oferta[364]. Emplea las tasas de inversión del sector como punto de corte y encuentra evidencia de sobreinversión consistente sólo en este subgrupo de objetivos: antes de la amenaza de toma de control, las empresas de transacción de elevado apalancamiento (TEA) tendían a gastar más en inversión y en adquisiciones que las de su sector. Después de la operación de TEA, la inversión media cayó y la reducción de la inversión presenta una alta correlación con la cantidad de inversión en la que sobrepasaban a la media de su sector con anterioridad a la toma de control. Puesto que las reducciones en los niveles de inversión también están altamente correlacionados con el aumento de los gastos debidos al endeudamiento de las empresas de TEA, esos recortes parece que son un resultado directo de los aumentos en los niveles de deuda. Los rendimientos anormales obtenidos alrededor de esas TEA tienden a ser mayores cuando la objetivo ha estado sobreinvirtiendo. Esto sugiere mejoras en las operaciones comúnmente observadas tras las TEA que se espera que ocurran debido a, y no a pesar de, la reducción de la inversión.

El sector petrolífero de EE.UU. durante el período comprendido entre 1979 y 1984, como ya hemos puesto de manifiesto, parece ser que es una de las mejores ilustraciones que podemos encontrar

---

[364] Sobre una muestra de 213 luchas por el control empresarial ocurridas entre 1985 y 1990 en EE.UU., de las cuales 99 fueron sin éxito y 114 con éxito, donde las 99 incluyen 50 empresas que emplearon transacciones de elevado apalancamiento (TEA, *highly leveraged transactions*),incluyendo 27 recapitalizaciones apalancadas y 23 fueron MBO, para frustrar el intento de toma de control.

para dar apoyo a la teoría del flujo de tesorería excedentario[365]. Como características del proceso de reconversión de dicho sector encontramos las fusiones por medio de adquisición y los procesos de recompra de las propias acciones como mecanismo preventivo ante tomas de control. Tras las restructuraciones se produjo un aumento en el valor de mercado de la empresa y en el apalancamiento financiero. El origen del problema fue el aumento en el precio del petróleo, lo que provocó que las empresas petroleras dispusieran de una gran cantidad de efectivo y de faltas de oportunidades rentables de inversión, lo cual alentó la inversión en proyectos de exploración derrochadores que son la manifestación del coste de agencia del flujo de tesorería excedentario. Los dos procesos que anteriormente hemos comentado hicieron que la deuda empresarial aumentase como resultado de las tomas de control o para evitarlas: la dirección se vio obligada a realizar pagos al exterior (también por los procesos de recompra de títulos). La disminución del conflicto de agencia y de las inversiones no rentables se trasladó al valor de mercado de los títulos de las sociedades.

Lehn y Poulsen (1989) realizan un contraste de la teoría del flujo de tesorería excedentario mediante el análisis de las empresas excluidas de bolsa (*going private*), operaciones que como ya hemos comentado forman parte del mercado de control empresarial aún cuando no son examinadas en nuestra investigación. Las exclusiones de cotización han generado importantes ganancias para los accionistas, que por la peculiaridad de la operación no se pueden atribuir a ningún tipo de sinergia que surja de la combinación de dos entidades. Los resultados del trabajo indican que los flujos de efectivo excedentarios es una variable significativa a la hora de decidir la privatización y un determinante importante de las primas pagadas a los accionistas de las empresas que experimentan estos procesos.

El estudio de Mann y Sicherman (1991) examina el mismo conflicto de agencia pero mediante un análisis de los procesos de emisión de acciones comunes. Para estos autores es fundamental el proceso de construcción de una reputación por parte de la dirección acerca del comportamiento que va a tener con los flujos de efectivo, es decir, que no realizarán un empleo inadecuado de los mismos. Ante un proceso de emisión de acciones, que supone un aumento de los recursos de dinero en efectivo disponibles por la dirección, los accionistas percibirán un aumento de los costes de agencia a menos que cuenten con evidencia contraria, lo que justificaría la reacción negativa de los precios de las acciones a la emisión de nuevos títulos, dado que no existe un compromiso irrevocable que garantice el pago de flujos de tesorería en el futuro (a diferencia de la emisión de otros títulos). Ni aún en el caso de que los directivos vayan a dedicar el dinero a acometer proyectos de inversión rentables, los accionistas pueden tener la seguridad, dada la información incompleta de la que éstos disponen, por lo que se propone como solución que los directivos demuestren de alguna forma que no van a incurrir en estos costes de agencia, proponiendo los autores que para ello deben tener incentivos en reputación. Así, una forma de garantizar un comportamiento correcto pudiera ser que la expansión de la empresa se realizase en líneas de negocio relacionadas, lo que suministra información al accionista de que no persiguen una estrategia de diversificación (que por diversos motivos ya aludidos puede ser tan sólo en beneficio de la dirección) y en este sentido los inversores examinarán el pasado inversor de la empresa. La reacción del precio siempre es negativa ante la emisión de nuevos títulos, pero es mayor cuando la empresa en el pasado sólo realizó adquisiciones no relacionadas. Otro contraste que realizan consistente en analizar la respuesta ante el hecho de que la empresa ha realizado emisiones de deuda con anterioridad y para dicha submuestra se examina conjuntamente con la actividad previa de adquisición, resultando que la emisión de deuda con anterioridad también puede tener un efecto reputación.

---

[365] Así lo muestran los trabajos de Jacobs (1986), Griffin (1988), Baltagi y Griffin (1989) y Griffin y Wiggins (1992).

La aportación de Lang, *et al.* (1991) es de las más reveladoras, pues se enfrenta con el problema de estimar las oportunidades de inversión futuras de la empresa, de manera que emplean la ratio Q de Tobin para diferenciar entre las empresas que tienen oportunidades de inversión con VAN positivo con el equipo directivo actual frente aquellas que no. La justificación es que las empresas con una ratio Q elevada es más probable que tengan proyectos de inversión con VAN positivo a su alcance, por lo que se espera que usen sus fondos generados internamente de forma productiva y que la adquisición de otra sociedad sea un proyecto que incremente la riqueza, por lo que si la compra no es esperada por los inversores, su anuncio causará un aumento en el precio de la acciones de la empresa oferente. Además, es de esperar que la reacción del precio no esté relacionada con el flujo de tesorería de la sociedad adquirente; en tanto que en las empresas de Q baja, la hipótesis del flujo de tesorería excedentario implica que esté inversamente relacionada al flujo de tesorería el efecto sobre la riqueza del accionista del anuncio de una OPA, dado que las consideraciones de la tesorería son más probables que influyan en las acciones de la dirección cuando éste es elevado. Sus resultados apoyan la hipótesis del flujo de tesorería excedentario y sugieren que es económicamente significativa: un aumento en el flujo de tesorería excedentario de un 1% de los activos totales de la empresa adquirente se asocia con una disminución en la ganancia de la sociedad oferente de la toma de control aproximadamente igual al 1% del valor de sus acciones comunes. Por otra parte, la misma teoría explica más de la variación de corte transversal en el rendimiento de las empresas oferentes que el efecto conjunto del número de adquirentes y de la actitud de la dirección de la sociedad objetivo. Además, los resultados se muestran robustos cuando se controla por variables que han demostrado -en estudios previos- afectar a los rendimientos de la empresa adquirente y también a la forma empleada de medida del flujo de tesorería.

Garvey (1992)[366] examina cómo el endeudamiento y la propiedad de los directivos pueden conjuntamente resolver los problemas derivados del flujo excedentario de tesorería, en el sentido de que existe una relación inversa entre las dos primeras variables y la tercera, por lo que pretende encontrar la forma más adecuada de combinar los dos mecanismos "conjuntamente", como ocurre por ejemplo en una operación de LBO. El hecho de que las operaciones de LBO son creadoras de riqueza por disminuir los costes de agencia ya fue puesto de manifiesto por Jensen (1986, 1989). La justificación en lo relativo a la participación directiva en la propiedad es evidente y ya ha sido comentada en numerosas ocasiones, provocando un problema de sobreinversión, pero la solución del mismo empleando únicamente este mecanismo expone a la dirección a un riesgo importante y además puede estar restringido por limitaciones financieras. Sin embargo, si ante esta situación procedemos a apalancar, supone una solución con coste efectivo debido al problema de infrainversión manifestado por Myers (1977). Por otra parte, Heinkel y Zechner (1990) también muestran como el incentivo a infrainvertir anteriormente expuesto puede ser usado para contraponer a un problema potencial de sobreinversión.

La evidencia empírica previa la tenemos en los trabajos de la combinación de apalancamiento y participación en la propiedad de Lehn y Poulsen (1989) para transacciones de exclusión de bolsa apalancadas; Maloney, *et al.* (1989) reflejando que la reacción media del precio de la acción en las adquisiciones es más positiva cuando la empresa está altamente apalancada y que la propiedad de la dirección también tiene un efecto positivo; Kim y Sorenson (1986) que hallan una asociación positiva entre apalancamiento y propiedad de acciones de internos o de la dirección, lo que es consistente con la teoría cuando las empresas que conforman su muestra tuvieron flujo de tesorería excedentario y

[366] Puede consultarse también su tesis doctoral "The investment opportunity set, free cash flow, and the structure of corporate ownership", defendida en la Universidad de California, Los Ángeles, en 1989 bajo la dirección de H. Demsetz.

costes personales de los directivos en el caso de que la quiebra fuese pequeña; así como Friend y Lang (1988) que encuentran que el apalancamiento está relacionado negativamente con la propiedad de acciones de la dirección (Garvey, 1992, págs. 158-160).

Continuando con los procesos de LBO, Opler y Titman (1993) examinan los determinantes de este tipo de operaciones mediante la comparación de una muestra de empresas que experimentan operaciones de LBO frente a otras sociedades en las que no se producen. Los resultados son consistentes con la teoría del flujo de tesorería excedentario y las empresas que inician LBOs se las puede caracterizar por una combinación de factores: oportunidades de inversión desfavorables (medidas por una ratio Q baja), flujos de tesorería relativamente altos, y estar más diversificadas. Además, las empresas con elevados costes esperados de dificultades financieras (como, por ejemplo, aquellas con altos gastos en investigación y desarrollo) son menos probable que experimenten un LBO.

Smith y Kim (1994, págs. 281-282) enfrentan los problemas de infrainversión y sobreinversión puestos de manifiesto, respectivamente, por Myers y Majluf (1984) y Jensen (1986), como consecuencia, en el primer caso, de la falta de recursos financieros, en tanto que en el segundo por el exceso de liquidez. Los autores reconocen que ambas alternativas constituyen asignaciones de recursos no apropiadas que producirán que el precio de las acciones sea menor si son anticipadas. La propuesta que realizan Smith y Kim es que las adquisiciones pueden resolver los problemas de asignación de recursos actuales o potenciales mediante la combinación de empresas con falta de efectivo con aquellas que presentan flujos de tesorería excedentarios. Por lo tanto, la posible ganancia hay que compartirla entre evitar el problema de infrainversión y el de sobreinversión. Contrastada su propuesta mediante el examen de la respuesta del mercado a las ofertas de toma de control, encuentran que los rendimientos totales son más positivos para las combinaciones óptimas propuestas.

El trabajo de Gibbs (1993) examina la importancia relativa del flujo de tesorería excedentario, el gobierno empresarial[367] junto con la amenaza de toma de control, en la determinación de reestructuraciones financieras tales como recapitalizaciones, recompras de acciones y cambios en la estructura de capital; así como de reestructuraciones de cartera, que incluirían desinversiones, adquisiciones y vueltas al negocio principal de la empresa; de tal forma que todas producen cambios en la diversidad de negocios de la cartera empresarial. De acuerdo con el autor, realmente hay tres condiciones para las reestructuraciones empresariales en el marco de la hipótesis del flujo de tesorería excedentario: (a) la existencia de dicho flujo para crear un problema de agencia potencial, (b) la inefectividad del gobierno empresarial que permite a la dirección tener intereses y que aumenten los costes de agencia y (c) la amenaza de una toma de control para motivar a la dirección a iniciar la reestructuración (Gibbs, 1993, pág. 52). Los resultados finales de la relación entre las oportunidades de inversión, el flujo de tesorería y la diversificación, con relación a la reestructuración, son consistentes con las investigaciones previas realizadas en el campo de la economía financiera y en el de la teoría de recursos de la empresa (Wernerfelt y Montgomery, 1988; Chatterjee y Wernerfelt, 1991). Sin embargo, no encontramos una relación entre el apalancamiento financiero y las reestructuraciones financieras y los cambios en el endeudamiento, excepto cuando intermedia el consejo de administración. Para los cambios en la diversificación, la relación es la opuesta a la que predice la teoría del flujo excedentario de tesorería, pero es consistente con la evidencia de que la capacidad de deuda no empleada favorece la diversificación menos relacionada (Chatterjee y Wernerfelt, 1991, pág. 36). Aún cuando los costes de agencia y la amenaza de toma de control

[367] En este concepto incluye la presencia de consejeros externos, la compensación directiva, la concentración de la propiedad y el mercado de trabajo directivo.

suministran una explicación parcial para las reestructuraciones, también influyen otros factores, como se pone de manifiesto por el efecto del gobierno actual durante el período de estudio, lo que no está en conflicto con la hipótesis del flujo de tesorería excedentario. El poder de los consejeros externos es el de verdaderos supervisores de la actuación de la dirección y la compensación con acciones también tiene cierto sustento como mecanismo de alineamiento de intereses. En cambio, la relación curvilínea de la participación de la dirección tiene poco sustento. El razonamiento de la interacción del poder de los externos con la participación accionarial de los directivos parece convincente, como se encuentra en estudio previos.

Para el caso de las fusiones en conglomerado Norton (1993) contrasta si éstas responden a la teoría de los costes de agencia (entre los que incluye el flujo de tesorería excedentario) o del orden de jerarquía (pecking order). Desde la primera teoría se justificarían dichas operaciones como un medio para diversificar el riesgo de empleo o de adquirir empresas con grandes sumas de efectivo con el fin de no necesitar recurrir a la financiación externa. Por contra, la segunda entiende que los directivos realizan fusiones en conglomerado cuando las adquisiciones relacionadas no son atractivas y sus destrezas se pueden aplicar mejor a un negocio no relacionado. Los resultados alcanzados muestran que las variables de agencia, ni de forma aislada ni conjuntamente, presentan efectos sobre las fusiones en conglomerado, en tanto que fueron generalmente estadísticamente significativas y con el signo predicho las relativas a la teoría del orden de jerarquía.

Un trabajo que nos ha llamado la atención de forma particular es el de Kauer y Silvers (1991) en el que aplican la teoría del flujo de tesorería excedentario al sector hospitalario en EE.UU., un sector en el que los autores dicen que se generan grandes cantidades de efectivo sin que a menudo dispongan de la capacidad de invertirlo en nuevos activos adecuados. Traslada la discusión clásica de hospitales poseídos por los inversores frente a hospitales exentos de impuestos, que hasta ahora se había centrado en la eficiencia relativa en el mercado de productos, a un nuevo marco, el mercado de valores, y aquí los primeros hospitales están sometidos al mismo y por tanto es menor el conflicto del flujo de tesorería excedentario y permanecerán sólo donde existan inversiones atractivas para garantizar su participación continuada, vaticinando que la segunda figura o realiza grandes modificaciones o terminará en las opciones de cierre o quiebra.

Mencionar también la relevante aportación de Lang, *et al.* (1989) en el que analizan una muestra de OPAs con éxito, basándose en la ratio Q como medida para discriminar el VAN de las perspectivas de inversión, mostrando sus resultados que los accionistas de oferentes con un historial de elevada Q suelen incrementar la riqueza de sus accionistas debido a un aumento del valor combinado de ambas sociedades; en tanto que si la empresa adquirente es de bajo ratio Q, suele perder, y parte de las ganancias totales de la sociedad objetivo se deben a una redistribución de riqueza proveniente de la sociedad oferente. Además la mayor ganancia se produce cuando una oferente de elevada Q adquiere una objetivo de baja Q, en tanto que la riqueza más pequeña es generada cuando en la OPA la oferente presenta una sociedad de Q baja y la adquirida es una empresa de Q elevada. Podemos decir que estos resultados apoyan la visión de que los mercados financieros recompensan a las empresas bien gestionadas que realizan una OPA sobre las mal dirigidas. Los autores interpretan sus resultados en el sentido de que suponen un apoyo de la hipótesis del flujo excedentario de tesorería de Jensen, dado que uno esperaría que empresas con una gestión deficiente dispusieran de pobres oportunidades de inversión y así las adquisiciones que fuerzan a la sociedad objetivo a realizar un mejor uso de sus flujos de tesorería benefician a los accionistas del par de empresas. También contamos con los que entienden que la Q es una medida de cómo el mercado puede sobrevalorar o infravalorar una empresa, pero los resultados también son consistentes con la visión de que las tomas de control que aumentan el

valor combinado de las sociedades objetivo y oferente son aquellas en las que resulta comprada una sociedad infravalorada.

Sin embargo, cabe realizar otra interpretación alternativa de los resultados. Cuando una oferente de baja Q anuncia una OPA está señalando que sus oportunidades internas de inversión son de menor valor que las que previamente pensaba, dado que tiene que realizar inversiones fuera de la sociedad. Si bien es razonable que el anuncio de una OPA disperse información acerca del conjunto de oportunidades internas de inversión de una empresa, no es evidente por qué el anuncio conduciría a que el mercado creyera que las oportunidades de empresas con elevada Q son mejores que las pensadas previamente, y que aquellas con baja Q son peores (pág. 139). En resumen, las conclusiones de Lang, *et al.* (1989, pág. 152) son que, hasta el punto en que la Q de Tobin es una medida adecuada del rendimiento directivo: (a) las sociedades oferentes bien gestionadas se benefician sustancialmente de las OPAs, pero más si la objetivo es una empresa deficientemente gestionada; (b) las empresas objetivo bien gestionadas se benefician menos de las OPAs que las dirigidas ineficientemente; y (c) la ganancia total de toma de control es mayor para las OPAs de una adquirente bien gestionada sobre una sociedad objetivo dirigida inadecuadamente.

Íntimamente relacionado con el trabajo anterior tenemos las aportaciones de Servaes (1989, 1991) no restringiendo la muestra a OPAs sino ampliándola a tomas de control con éxito (OPAs y fusiones). Desde su perspectiva, las mejores tomas de control en términos de creación de valor serán aquellas en las que una empresa de ratio Q elevada tome el control de otra sociedad de ratio Q baja; en tanto que considera que el peor escenario sería justamente el contrario. Al igual que en el trabajo expresado anteriormente, interpretamos que las empresas mejor gestionadas son las que realizan las mejores adquisiciones y las que más valor pueden obtener de sociedades gestionadas de forma deficiente. Como particularidad, no sólo diferencia la calidad de la empresa en función de si su ratio Q se encuentra por encima o por debajo de la unidad, sino que expresamente reconoce que la Q también es específica al sector, pudiéndose argumentar que los directivos no son responsables de que concurran importantes factores negativos en sus sectores, por ello la Q del sector también puede ser adecuado como punto de corte alternativo (como ocurre con el trabajo de Morck, *et al.*, 1988).

3.4.- La supuesta "perniciosidad" del mercado de control empresarial.

En este apartado nos proponemos abordar algunas de las críticas más comunes que se han empleado para conseguir la desaparición, o al menos la limitación, de las acciones del mercado de control empresarial, para lo cual comenzamos con los efectos de los cambios de propiedad sobre la productividad.

Como expone en la introducción de su libro Lichtenberg (1992, pág. 3), una vez que reconoce la importancia que puede tener el valor agregado de las adquisiciones para los accionistas de las empresas objetivo, éstos son tan sólo uno de los *stakeholders* de la sociedad, no debiendo olvidar que los acreedores, empleados, clientes, proveedores y el Tesoro Público tienen también intereses financieros en la misma[368]. El problema que hace suscitar este autor es el hecho de porque los accionistas sean más ricos con dichas transacciones no implica necesariamente que la economía (o la sociedad) en su conjunto se beneficie de ello, por lo que es una cuestión crucial determinar si las

[368] Este aspecto ha sido analizado dentro del apartado dedicado a las teorías explicativas de los procesos de tomas de control, constituyendo uno de los argumentos esgrimidos en contra de la actuación del mercado de control empresarial.

ganancias para los accionistas son sociales o simplemente privadas, lo que debiera marcar el papel apropiado y la naturaleza de la regulación del mercado de control empresarial.

La diferencia de planteamiento que realiza es fundamentalmente de tipo metodológico, pues descarta la aplicación de la técnica de análisis de sucesos e intenta contrastar que la productividad de una empresa tiende a ser mayor después de un cambio en el control empresarial (fusión, adquisición o LBO) frente a la que tenía antes, justificando que su técnica para contrastar dicha hipótesis es sencilla: medir la productividad de la empresa con relación a la de otras empresas de su mismo sector y año, antes y después de la toma de control. Como medida emplea la productividad de los factores totales, definida como el producto (real) generado por unidad total (real) de recurso empleado, donde el recurso total es un índice en forma de suma ponderada de tres factores individuales: trabajo, capital y materias primas[369].

Lichtenberg y Siegel (1992) examinan la relación entre la productividad (y sus componentes, recursos y productos) y los cambios en el control empresarial sobre una muestra aproximada de 20.000 plantas manufactureras estadounidenses durante el período 1972-1981. Aquí demuestran que las plantas involucradas en cambios de propiedad fueron menos eficientes de forma significativa inmediatamente antes del cambio, frente a otras plantas en su mismo sector. El análisis de los factores y productos antes y después del cambio de propiedad también resulta consistentes con la idea de que el cambio de propiedad funciona como un mecanismo para "enrojecer" a las plantas ineficientes. La evidencia sugiere que las plantas extremadamente ineficientes es probable que cierren y las moderadamente ineficientes cambien de propietarios, de forma que ambos mecanismos se ven como sustitutivos ante un mismo hecho, la baja productividad de la planta.

Lichtenberg y Siegel (1992) estiman los efectos de los cambios del control en el empleo y los salarios de los "establecimientos auxiliares" (oficinas administrativas, laboratorios de I+D y otras instalaciones no productivas) y los contrastan con las repercusiones en las plantas manufactureras. Estas estimaciones permiten calcular el efecto de las tomas de control en la actividad auxiliar (la ratio con relación a los empleos o a los salarios de la producción). Además se examinan los cambios en un pequeño grupo de trabajadores vital para la empresa, los involucrados en las actividades de I+D. Las consecuencias sobre el empleo en los establecimientos auxiliares como consecuencia de cambios de los propietarios son mucho más duras, cuatro veces superior a las de planta, pero no se puede rechazar la hipótesis de que no tenga ningún efecto en el crecimiento en el empleo de I+D. Los cambios en la propiedad también van unidos a reducciones en el salario, mayor que para los empleados de planta.

El trabajo que desarrollan Lichtenberg y Siegel (1992) investiga el efecto de los LBOs, figura que se puso de moda en los años ochenta, en la productividad de las plantas manufactureras durante el período 1981-1986. En principio, por las características propias de esta transacción, se podría esperar que los efectos sobre la productividad fuesen diferentes, pero prácticamente confirman lo expuesto para los otros tipos de transacciones, con la peculiaridad de que la eficiencia relativa de las plantas LBO es significativamente mayor en los tres años posteriores a la venta de lo que lo fue antes de la venta, siendo el aumento de eficiencia mayor en el caso de los MBO. Se encuentra, en relación con la investigación del capítulo 4, que las reducciones de los empleados superiores frente a los de planta, tanto en salario como en número, es superior que en las otras transacciones. En resumen, los LBO, y particularmente los MBO, a diferencia de las plantas implicadas en cambios de propiedad en general, no tienden a ser ineficientes antes de la transacción, sino que las estimaciones sugieren que esas

---

[369] Para conocer mejor la metodología empleada en el resto de trabajos que vamos a comentar acerca de la medida de la productividad, ver Lichtenberg (1992).

plantas tuvieron una productividad por encima de la media en los tres años anteriores a la compra, y la eficiencia de los MBO fue en aumento en esos años. Además, la magnitud del aumento de productividad entre antes y después de la transacción es mucho mayor para los LBO, y especialmente los MBO, que para todas las demás modalidades de cambios de propiedad.

Lichtenberg (1992) examina posteriormente el resultado de empresas involucradas en fusiones, adquisiciones y LBOs empleando una base de datos que incluye información de EE.UU. y de países extranjeros implicados en cambios de control empresarial acaecidos desde el año 1988, siendo datos contables a nivel de planta para 30 países. En este caso la medida del resultado empleada es la rentabilidad (renta neta sobre activos fijos) siendo los resultados para las empresas de EE.UU. bastante consistentes con los encontrados en los anteriores trabajos, pues durante los últimos cuatro años su rentabilidad desciende casi un 10%. En cambio, las adquisiciones extranjeras parecen que responden a otro patrón y suelen no estar precedidas por disminuciones en el resultado, éste no es significativamente menor que la media inmediatamente antes de la transacción; y si ha caído, ha sido mucho menos que en las empresas de EE.UU.

Lichtenberg (1992), propone y contrasta la hipótesis de que los cambios de control desde primeros de los años setenta han aumentado la productividad mediante la reducción de la diversificación de las sociedades industriales, hipótesis que se descompone en dos: a) la diversificación tiene un efecto negativo en la productividad y b) los cambios de control tienden a reducir la diversificación. La evidencia apoya la hipótesis de que una de las razones por las que los cambios de propiedad de las décadas de los setenta y de los ochenta fueran asociados con mejoras en la productividad fue que contribuyeron a una reducción de la diversificación empresarial, al desmantelamiento de las grandes empresas en conglomerado de la década de los años sesenta en EE.UU. Un resultado similar se encuentra en Lichtenberg (1992), donde el autor muestra que el factor de productividad total está relacionado inversamente con el grado de diversificación, así como que la diversificación industrial de las sociedades de EE.UU. disminuyó de manera significativa durante la segunda mitad de la década de los años ochenta y las empresas que se crearon en dicho período fueron mucho menos diversificadas que las que desaparecieron; en tanto que las que continuaron redujeron el número de sectores en los cuales operaban. Como conclusión, esta disminución en la diversificación, debida en gran parte a la intensa actividad de tomas de control durante la década de los años ochenta, contribuyó a un crecimiento de la productividad en EE.UU.

Por último citar la evidencia de Hill y Snell (1972) que encuentran una relación entre la estructura de propiedad y control y la productividad a nivel empresarial, como una aproximación al grado de eficiencia de la empresa. De hecho muestran que se producen diferencias entre las empresas de la muestra en un corte temporal que escoge 122 sociedades del grupo Fortune 500, sugiriendo que la propiedad afecta a la actitud hacia la diversificación y la inversión en I+D.

Otro de los motivos que a menudo se menciona por los oponentes al mercado de control societario son las consecuencias que tiene el mismo sobre algunas inversiones a largo plazo que condicionan drásticamente el futuro de la empresa, acusando a los directivos que por temor a las tomas de control, con el fin de mantener rentabilidades elevadas a corto plazo, suelen dejar pasar oportunidades de inversión rentables que suponen un compromiso de recursos para muchos años. Los dos ejemplos más estudiados son los gastos en capital (inversión) y los gastos en investigación y desarrollo.

Para el caso de la decisión empresarial de inversión en gastos de capital, en primer lugar debiéramos plantearnos desde posturas contrapuestas, ¿cuál debiera ser la reacción del precio de las acciones ante los anuncios por parte de las empresas de sus planes futuros de inversiones? Si consideramos que son derrochadoras de riqueza, la reacción del precio debiera ser negativa; si

pensamos que no se acometen inversiones porque los directivos tienen tendencia al corto plazo, la reacción del precio debiera ser negativa; y si los programas de inversiones se justifican por una política de que los directivos persiguen maximizar el valor (a pesar de estar sometidos en todo momento al escrutinio del mercado de control empresarial), la reacción debiera ser positiva. La evidencia del trabajo de McConnell y Muscarella (1985) es acorde con esta última explicación.

Otra de las cuestiones más controvertidas ha sido la referida a si los procesos de toma de control generan una disminución en los gastos de investigación y desarrollo por parte de la economía en general, razonando que serían uno de los primeros gastos a recortar ante el temor de que la empresa pudiera ser objetivo de una adquisición. Igualmente, se discute si tras los procesos de adquisición se produce una reducción de las inversiones en I+D por parte de las empresas participantes. La evidencia fundamental contra este argumento la constituyen los trabajos de Hall (1988, 1989), SEC (1985) Jarrel, *et al.*(1985) así como los análisis con la metodología de estudio-evento de *** y Woolridge (1988).

Por lo que respecta a Hall (1988), comienza por plantearse si es probable que la actividad de fusión tenga un efecto negativo en la inversión en I+D. Argumenta que una posible razón sería por sustitución, pues si las empresas con grandes cantidades de efectivo lo gastaran en lugar de devolverselas a los accionistas por medio de dividendos, las actividades de I+D y de fusiones podrían ser sustitutivas. Además también podrían ser sustitutivos porque para obtener capital tecnológico una empresa puede pensar en invertir en I+D dentro de su empresa o en comprar otra cuyo programa de investigación se sepa que ha tenido éxito. Alternativamente, contamos con la visión de recortar los gastos en I+D para poder pagar la deuda en la que se incurre con las nuevas adquisiciones. La evidencia previa de Addanki (1985) nos muestra que no encontró apoyo para la hipótesis de que las empresas con mayores programas de I+D fuesen más atractivas para una adquisición, en todo caso, los innovadores tuvieron menos probabilidad de ser adquiridos que otras empresas. Por otra parte, el estudio de la SEC (1985) encontró que empresas que fueron objeto de toma de control invirtieron menos en I+D que otras empresas de su sector y además calcularon que el rendimiento en exceso en 20 días para el anuncio de un aumento del nivel de I+D fue de un 1’8%. En el trabajo realizado por Hall (1988, pág. 71), una vez que se controla por la Q de Tobin al comienzo del período de análisis (1976-1983), la ratio de inversión en I+D sobre activos estaba relacionado positivamente con la probabilidad de ser adquirida, controlando por el tamaño, pero la propia autora reconoce que los resultados tienden a ser sensibles a la elección exacta de la muestra. Como resultados fundamentales de su trabajo tenemos que la prima de toma de control está positivamente relacionada con la cantidad de gastos en I+D de la sociedad adquirida, y que las empresas prefieren adquirir otras sociedades que son similares a ellas, especialmente con relación a la intensidad en I+D.

El análisis de Hall (1990) encuentra que los resultados más importantes de las reestructuraciones ocurrieron en aquellas transacciones en las cuales una empresa se desplazó a una posición de endeudamiento mucho mayor de la que había tenido hasta entonces, siendo la caída de la intensidad de inversión en I+D del 3’4% al 2’6% para el período 1982-1987. Este resultado contrasta con los de los LBOs, dado que muchas de esas firmas estuvieron realizando gastos mucho mayores anteriormente. Los resultados muestran que las empresas envueltas en adquisiciones parecen experimentar descensos permanentes en su intensidad en I+D con relación a otras empresas de su sector, pero este efecto no fue homogéneo a lo largo del periodo de estudio sino que mayor en el final del período que en el principio y se debió parcialmente al hecho de que las empresas realizando compras cambiaron durante los años ochenta hacia empresas con menor intensidad en I+D ¿El hecho de que aumento en el apalancamiento se asoció con la disminución en gastos de I+D a nivel empresarial explica la caída en la tasa de crecimiento de gastos de I+D sectorial a finales de los ochenta? Ciertamente repercute en el

descenso, pero hubo otras causas. La relación entre apalancamiento y reducción del gasto en I+D se ha establecido, pero las formas más extremas de aumento del apalancamiento están ocurriendo en sectores que normalmente no se han considerado innovadores y parece que tienen otros beneficios de eficiencia. Para la autora ésta es una evidencia de que la hipótesis de los costes de agencia es la correcta y que esas transacciones son beneficiosas para el conjunto. El patrón de adquisiciones dentro del sector de manufacturero es que unas empresas compran a otras similares a ellas (en cuanto a su comportamiento en I+D y sector) y parecen que a esas adquisiciones no les siguen reducciones en las inversiones, por lo que interpretamos que esos hechos al menos se pueden considerar neutrales para dirimir la cuestión de si las fusiones son buenas o malas para la innovación.

Sin embargo, el trabajo de Kopp y Ruggeri (1990) no mantiene una visión tan positiva al encontrar evidencia de que las actividades de combinación generalmente conducen a una disminución en el gasto de I+D, que las fusiones horizontales también tienen implicaciones negativas para los gastos totales en I+D; y que el hecho de que la empresa tras la combinación sea rentable tan sólo es una condición necesaria pero no suficiente, dado que el cambio en el I+D supone un cambio que repercute en la fortaleza económica de la nación en el futuro.

Por su parte, Hitt, *et al.* (1991) obtienen de su estudio resultados que suministran un apoyo importante para los efectos negativos de las adquisiciones en las inversiones en I+D y de las adquisiciones diversificadoras[370] en los resultados de I+D o patentes.

Gupta (1993) en su tesis doctoral alcanza las siguientes conclusiones: el cambio tras la fusión en I+D está negativamente afectado por la compatibilidad de tamaño de las empresas y positivamente por el nivel de relación que guardan las fusiones; y la compatibilidad de I+D de las empresas fusionadas tiende a afectar positivamente al cambio tras la fusión en I+D, lo cual era lo esperado. Las fusiones no amistosas tienden a tener un cambio positivo en I+D en el período posterior a la fusión, lo que es validado por este estudio.

Hitt, *et al.* (1996) se preocupan de dos fenómenos y su interrelación: el incremento las fusiones y adquisiciones y la actividad de I+D, actividad que resulta imprescindible en muchos casos para reforzar o aumentar la posición competitiva de la empresa. El trabajo trata de ver la relación entre el mercado de control societario y la actividad de I+D, donde muchas de las influencias sobre la I+D pueden ser indirectas a través de los sistemas internos de control (Jensen, 1993). Las empresas implicadas en la compra o venta de negocios suelen producir menor I+D de tipo interno, confiando en mayor medida en la I+D externa. La influencia en primer lugar es directa: debido a los costes de transacción y a los esfuerzos en términos de tiempo y energía que tienen que dedicar los directivos implicados en la fusión; a la vez que indirecta, pues cuando se produce una fusión, se produce una expansión en la cantidad de actividades que debe controlar el directivo lo que provoca un aumento del control financiero (negativo para la actividad de I+D por preocuparse exclusivamente de lograr objetivos financieros a corto plazo), y una disminución del control estratégico (que produciría un aumento de I+D). Alternativamente, las sociedades que siguen una estrategia activa de adquisiciones compran empresas que han producido o trabajado en innovación (confían más en la I+D externa). El problema, por supuesto, es que la adquisición de innovaciones de esta forma puede reforzar la posición competitiva de una empresa, a la vez que debilitar el control del directivo sobre la misma.

También estudian las desinversiones, llegando a la conclusión de que no hay relación entre este fenómeno e innovación interna. Se analizaron aparte empresas que hubieran completando su programa

---

[370] Lo que ya se había puesto de manifiesto en los trabajos de Baysinger y Hoskisson (1989), y Hoskisson y Hitt (1988) para la diversificación empresarial.

de desinversiones (sin actividad en los dos últimos años) y encontraron una relación positiva con la innovación interna. Además, las firmas menos innovadoras son las que siguen una estrategia de cartera (diversificación mediante adquisiciones y desinversiones).

Existe una controversia a la que ya hemos aludido y que en nuestra investigación hemos resuelto mediante una hipótesis[371]. Si las actuaciones del mercado de control empresarial parece que surgen como consecuencia de que equipos directivos ocupantes están incurriendo en costes de agencia y unos equipos gestores alternativos pueden ser mejores, tan sólo algunos autores se han planteado la cuestión de por qué en la empresa oferente no puede a su vez presentar problemas de agencia del mismo tipo; y así por ejemplo, puede haberse planteado la operación para diversificar el riesgo del directivo o incremetar los recursos bajo su poder. Este es un hecho que únicamente se puede observar intentando examinar la calidad del equipo oferente de una OPA, analizando su trayectoria como gestor empresarial (rentabilidad y creación de valor)[372]. Sin embargo, es muy revelador el estudio de Mitchell y Lehn (1990) en el que analizan si los malos adquirentes con el tiempo se llegan a convertir en buenas empresas objetivos de otros procesos de adquisición. La evidencia parece revelar que esto ha ocurrido en los EE.UU., sobre todo con las empresas que se dedicaron a adquisiciones en conglomerado en la década de los sesenta, y de mucha menor importancia son los resultados para la década de los setenta. Similares conclusiones con relación a los oferentes encuentran Morck, *et al.* (1990) en relación a que la persecución de los objetivos directivos les conducen a realizar malas adquisiciones.

Otro de los temas que ha generado cierto debate ha sido el hecho de las operaciones de OPA hostil frente a las amistosas, calificando a las primeras como mucho más perniciosas. Bhide (1990) comenta algunas de las consecuencias de las tomas de control hostiles: (a) no condujeron a aumentos permanentes peligrosos del riesgo financiero; (b) no sacrificaron inversiones a largo plazo; (c) habitualmente con posterioridad se han producido desinversiones, especialmente si han sido motivadas por expectativas de ganancias de reestructuración; (d) no acarreraron pérdidas importantes de puestos de trabajo; y (e) no parecen haber desplazado "buenos directivos", sino directivos ineficientes.

También se ha discutido, sobre todo desde los frentes de la economía industrial y la dirección estratégica[373], la hipótesis de eficiencia de los mercados de valores[374]. Siempre estamos recurriendo a valoraciones de la bolsa en los estudios de economía financiera, pues este es nuestro marco de valoración, con lo que si tuvieran razón[375] (por ejemplo, con relación a que el precio no mide adecuadamente el valor, que actúan inversores irracionales, que el mercado está sujeto a burbujas especulativas, que los partícipes pueden influir en el precio de equilibrio, la infravaloración permanente, u otras limitaciones), se echaría por tierra gran parte de los estudios realizados así como

---

[371] Hipótesis de eficiencia de las tomas de control.

[372] Esta posibilidad de costes de agencia en la empresa oferente ya la contemplan Jensen (1986) al reconocer que las tomas de control pueden aumentar el problema de agencia del flujo de tesorería excedentario; o Shleifer y Vishny (1988) al exponer esa dicotomía en las tomas de control.

[373] En gran parte la disputa proviene del hecho que los estudios de Dirección Estratégica muy a menudo trabajan con datos contables en lugar de con valores de mercado, como hace la Economía Financiera Moderna. *A pesar de es*to, no deja de ser por lo menos "curioso" que en casi todas las parcelas del ámplio campo de las fusiones y adquisiciones ambas disciplinas lleguen a posturas encontradas. Asimismo, es digno de resaltar que al examinar la bibliografía de las publicaciones científicas que podríamos encuadrar dentro de cada uno de los campos del conocimiento, las menciones a la otra línea de investigación son difíciles de encontrar, si no es porque corroboran sus hipótesis *resultados.*

[374] Creemos que tanto en su aspecto asignativo como informativo.

[375] Las acquisitional takeovers de Hay y Morris (1991).

el propio funcionamiento del mercado de control empresarial, que se vale habitualmente del mercado de valores para ponerse en funcionamiento.

Herman y Lowenstein (1988) exponen algunas dudas en cuanto al mercado de control: (a) el número de oferentes de una toma de control es pequeño y no cumple con un estándar competitivo; Y (b) la hipótesis de que los oferentes están bien informados es inverosímil como norma general, dado que es frecuente que no exista familiaridad entre el negocio de la sociedad objetivo y el de la empresa oferente, la debilidad del acceso a algunos conocimientos internos, la gran velocidad con que se toman las decisiones principales y la evidencia considerable de sorpresas desagradables *ex post*. Para estos autores, la visión del mercado de control empresarial de Manne como un conjunto de directivos compitiendo por el control de los recursos para gestionarlos más eficientemente, en el mejor de los casos no ha sido probada.

¿A qué nos conducen todos estos efectos "perjudiciales" del mercado de control empresarial? Fundamentalmente a dos cuestiones de gran importancia para la economía en su conjunto. En primer lugar, a una mayor demanda de regulación en el sentido de prohibición de OPAs hostiles, mayor demanda de información considerada significativa para la adopción de decisiones, mayores protecciones a los accionistas de las empresas objetivo, reforzar las medidas de defensa anti-OPA, abolir las medidas de lucha de la empresa oferente por el control, y otros cambios regulatorios. En segundo lugar, consideramos que se ponen en acción movimientos de directivos de las grandes empresas, que presionan duramente a la clase política, en contra del mercado de control empresarial, probablemente al ver peligrar el estatus del que han gozado hasta el momento en el puesto de dirección de sus sociedades.

4.- Los estudios del mercado de control en España[376].

Durante la presente década las investigaciones realizadas en España[377] relativas a los procesos de fusiones, adquisiciones y OPAs han experimentado un gran auge, quizás motivado tanto por la

---

[376] En la última década han proliferado en nuestro país estudios sobre el gobierno empresarial en España, además de los específicos relacionados con el mercado de control societario. Así, en lo relativo a estructura y concentración de la propiedad tenemos los trabajos de Saá (1991), Galve Górriz y Salas Fumás (1992, 1994 y 1997), Fanjul (1998), Crespí (1998), Fernández Álvarez y Gómez Ansón (1998), Gómez Ansón y Fernández Méndez (1997), Azofra, *et al.* (1994). El endeudamiento, el crecimiento y la estructura contractual se examina en Andrés, *et al.* (1997), estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en Azofra, *et al.* (1994), concentración de la propiedad y resultados en Díaz Díaz (1998) y gobierno empresarial y resultados en Crespí (1998). La relación entre estructura de propiedad y valor se investiga en Fernández Méndez y Gómez Ansón (1997), la concentración del accionariado e incentivos y supervisión interna en Salas (1992), el gobierno empresarial y el endeudamiento en Melle (1997), la estructura de propiedad para el caso de la inversión directa en el exterior en el trabajo de López Duarte y García Canal (1998), y la participación accionarial de la banca en Zoido (1998). El tamaño, composición del consejo de administración y resultado empresarial se analiza en Fernández Álvarez *et al.* (1997), el papel supervisor del consejo sobre la actuación directiva en el mercado de capitales español en Gómez Ansón (1997), los factores determinantes del reemplazamientos de los gestores (Gómez Ansón, 1998), la remuneración del consejo, el resultado y el gobierno empresarial en Crespí y Gispert (1998, 1999), y la relación entre el tamaño del consejo de administración y el valor de la empresa en Fernández Méndez y Gómez Ansón (1997).

[377] En la breve revisión que pasamos a exponer hemos prescindido de la mayor parte de los estudios de carácter marcadamente jurídico que no abordaban de forma especial la problemática económica. En todo caso, el análisis del mercado español no puede hacer omisión de la información publicada por la autoridad supervisora, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en su Informe Anual, en el cual realiza una breve descripción de las OPAs más importantes que se han realizado, del volumen de recursos que supone el conjunto, comentario de las actuaciones relevantes adoptadas por la Comisión, así como un cuadro comparativo en el que se recogen todas las OPAs del año con cierto detalle en cuanto a las características de cada operación, exponiendo gran parte de la información que consta en el Registro de Ofertas Públicas de Adquisición que mantiene el citado organismo.

importancia económica de los mismos, como por la difusión de los estudios llevados a cabo en otros países, con EE.UU. a la cabeza del conjunto de las economías occidentales y el Reino Unido al frente de Europa, dos países con sistemas económicos y de gobierno empresarial con vocación al mercado, caso bien diferente del de Europa Continental, donde se encuadra nuestro país.

Las diferentes aportaciones realizadas al cuerpo de conocimientos del mercado de control empresarial por parte de autores de nuestro país, bien con trabajos en la vertiente teórica o en aspectos prácticos, han permitido conocer y difundir tanto las teorías como la evidencia empírica que se recogía en los trabajos realizados en otros contextos (geográfico, temporal, etcétera), de tal forma que se llega a disponer de una base de conocimientos sólida que permite acometer, fundamentalmente centrados en el caso español, el análisis con la información proporcionada por las empresas y los mercados de nuestro país que constituyen una aportación científica relevante a la literatura y a la comprensión del funcionamiento de los mercados de valores y en especial del mercado de control empresarial español.

El problema de la separación propiedad control en la gran sociedad anónima y los diferentes mecanismos que se establecen para que los directivos persigan la maximización del beneficio se recoge en Ortuño-Martín (1992), donde las adquisiciones de empresas son examinadas como un mecanismo externo capaz de facilitar la resolución del conflicto planteado por la separación entre la propiedad y el control[378], pero también las reglas óptimas de organización interna (relativas a aspectos tales como quien tiene la capacidad de decisión, la retribución de los directivos y de los empleados, el funcionamiento del consejo, etcétera) pueden servir a dicho fin.

Vázquez Ordás (1991) profundiza en las explicaciones de las fusiones empresariales y así presenta un resumen del marco teórico y la eviddencia empírica relacionada con la teoría de eficiencia (sinergias), las teorías basadas en la separación propiedad-control, en la información de los mercados de capitales (hipótesis de información, de discrepancias de valoración y de infravaloración), en el poder de mercado, y las teorías que analizan las fusiones desde la óptica fiscal. En un trabajo posterior (Vázquez Ordás, 1992a) realiza una revisión de cómo influye el tipo de fusión sobre el poder de mercado, el efecto que el mismo tiene sobre la riqueza de los accionistas y la legislación sobre concentración de empresas en España; para examinar la capacidad de creación de valor en las fusiones empresariales (Vázquez Ordás, 1992b) junto con la relación de dichas operaciones con el enfoque de agencia y el mercado de control empresarial, así como las fusiones y los mercados de capitales (hipótesis de información, discrepancias de valoración e infravaloración). Vázquez Ordás (1992d) analiza la formulación de estrategias de desarrollo, las ventajas del crecimiento externo (sinergias operativas, financieras, de poder de mercado, fiscales) y los problemas de integración en las fusiones.

La necesidad de llevar a cabo las fusiones y adquisiciones con un proceso de planificación estratégica (Pisón, *et al.*, 1990), la propuesta de un modelo para evaluar el impacto de dichos procesos sobre los recursos humanos (Neira, 1992), las fusiones y adquisiciones en norteamérica (García-Egocheaga, *et al.*, 1988), el mercado de control (Fernández, 1992), o del proceso de negociación

---

[378] Resulta natural el hecho de que cada vez se estudien más los mecanismos que tiene la sociedad anónima para asegurarse que los recursos controlados por los directivos se utilicen de la forma correcta, configurando las cuestiones básicas para analizar la respuesta a preguntas tales como ¿qué instituciones y formas de organización se utilizan en las empresas para controlar a los agentes que controlan el capital?, ¿son estas organizaciones eficaces?, ¿se pueden diseñar organizaciones más eficaces? (Stiglitz, 1985, pág. 135). En el caso de que los propietarios pudiesen disponer de una información completa referente a todas las acciones de los directivos y a la situación y las posibilidades de la empresa, el conflicto se resolvería mediante un contrato en el que se especificaría la acción a realizar por parte de los directivos ante cada posible circunstancia (estado de la naturaleza). Sin embargo, estas acciones, así como la verdadera situación de la empresa, no son fácilmente observables por los accionistas, por lo que dichos contratos no son viables y la posibilidad de un comportamiento de los directivos que no esté encaminado a la

(García Fernández, 1988), del aprendizaje en una fusión (Martínez González y García Rodríguez, 1992). Por su parte, Ballarín, *et al.* (1994) estudian las explicaciones y la evidencia empírica sobre los resultados de las operaciones de fusión y adquisición, la forma de realizar el proceso de fusión y su relación con los aspectos regulatorios a nivel nacional y comunitario, en un intento de integrar los aspectos financieros, estratégicos y organizativos que implican este tipo de operaciones; en tanto que una descripción de estas actividades (fusiones, adquisiciones, LBO, MBO) junto con un detallado análisis del mercado de control y los medios de defensa y ataque en las luchas por la gestión se recoge en Fondevila (1997), finalizando con la configuración de grupos financieros a través de la adquisición.

Un resumen de las diferentes motivaciones económicas y gerenciales de las fusiones y adquisiciones de empresas, junto con la explicación basada en la disciplina a una dirección ineficiente, constituyendo lo que se ha dado en llamar el mercado de control de empresas, se recoge en la obra de Palacín (1997). Además, centrándose en el caso español[379], examina los mecanismos de control interno y la regulación del mercado de control societario, para concluir con un estudio descriptivo del mercado de control para el período 1985-1995, pero basado fundamentalmente en las ofertas presentadas en la década de los noventa, caracterizadas por una intensa actividad de fusiones y adquisiciones que reafirma la tendencia iniciada en la segunda mitad de la década de los ochenta, la mayor importancia relativa de las OPAs frente a las fusiones como mecanismos alternativos de control, el carácter amistoso de las transacciones, un predominio de las operaciones entre entidades relacionadas frente a las diversificadas, la motivación sinérgica en cuanto factor desencadenante predominante (frente a las operaciones especulativas y de sustitución de la dirección de la sociedad objetivo), así como una creciente internacionalización de nuestro mercado de control. Da por concluido el estudio con una lista de los factores alentadores y que dificultan el mercado de control en España y sus tendencias de futuro.

La influencia de la información privilegiada[380] en las ofertas públicas de adquisición de acciones acaecidas en EE.UU. durante el período 1933-1988 es examinada por Prat (1990), analizando de forma pormenorizada cómo la legislación estadounidense desempeña un papel importante en los procesos de toma de control, o dicho de otro modo, cómo una de las explicaciones para las elevadas primas y ganancias asociadas con las adquisiciones se debe a actuaciones con información privilegiada por parte de la empresa oferente. Los ESOPs en EE.UU. se analizan en Martínez Torre-Enciso (1994 y 1997), estudiando en profundidad los préstamos al ESOP en su vertiente de instrumentos de restructuración financiera.

Para el caso de las actuaciones de una sociedad sobre sus propios títulos Ropero (1997) analiza los factores explicativos de los procesos de adquisición de acciones propias en España a través de los datos de la encuesta de la Central de Balances del Banco de España, apuntando los resultados que la motivación para las compras a largo plazo parece ser elevar el valor de mercado y de esta forma bloquear la posibilidad de OPA cuando el riesgo de absorción aumenta sustancialmente[381]; en tanto que a corto plazo, se emplean como medio de remuneración del accionista, evitando el problema de

---

maximización del valor de la empresa se convierte en un problema importante (Ortuño-Ortín, 1992, págs. 149-150).

[379] De contenido descriptivo del mecanismo de la OPA y del caso español tenemos el trabajo de Pisón (1990). Por su parte, Díaz Martínez (1995) recoge las características de las OPAs en la Bolsa de Madrid durante el período 1983-1989 y las operaciones de oferta pública de venta para el período temporal comprendido entre el inicio de registro de estas operaciones en la CNMV y 1996 (Díaz Martínez, 1997).

[380] Aspectos relativos a la justificación teórica de la regulación de las OPAs y el problema de información privilegiada se recoge en Freixas (1989).

[381] Gómez Ansón y Fernández Alvarez (1997), por su parte, encuentran efectos negativos en el mercado tras la aprobacion de acuerdos cuyo objetivo es prevenir la toma de control en las emrpesa españolas.

flujo de tesorería excedentario cuando los problemas de agencia se presume que son graves. La evidencia a este respecto se complementa con la investigación de González Méndez y González Rodríguez (1998) donde realizan un análisis de las recompras de títulos en España contrastando las hipótesis de efecto información y mecanismo de control a partir de los datos comunicados por las sociedades a la CNMV en el período 1990-1997, concluyendo que la reacción del precio ante anuncios de venta de acciones propias y de reducción de capital de acciones propias previamente adquiridas (considerando las fuertes restricciones existentes en España con relación a esta práctica), resulta consistente con que se usan como medio para transmitir información al mercado y afectar al control de la empresa, mostrando también los resultados un apoyo hacia la existencia de una relación entre volumen de títulos adquiridos y la modalidad óptima de recompra, impidiendo la dureza de la regulación relativa a estas operaciones que se emplee para señalar al mercado la información directiva privada.

El análisis empírico de las reacciones de los títulos de las sociedades involucradas en operaciones del mercado de control se comienza a analizar de forma sistemática para el mercado de valores español en el estudio de García Martín y Ferrando Bolado (1990) realizado a partir de la información suministrada por datos mensuales del mercado y con la técnica de eventos para los años 1985-1988, evalúa el impacto que tiene la decisión sobre la riqueza de los accionistas de las empresas adquirentes y objetivo de comprar un paquete importante del capital de otra sociedad por parte de la empresa oferente. Las sociedades compradoras tienen unos retornos (rendimientos) anormales positivos previos al anuncio de compra; no obstante, con el paso del tiempo el retorno anormal acumulado empieza a caer de forma significativa, siendo la tendencia decreciente más importante una vez disponible públicamente la información del anuncio de oferta. En cambio, en las empresas adquiridas alcanzan la misma evidencia pero en sentido inverso, de forma que en momentos bastante anteriores (12 meses) el rendimiento es negativo, pero desde un año anterior y hasta el anuncio la rentabilidad media acumulada es positiva y estadísticamente significativa, produciéndose el mayor porcentaje de esa subida en los cuatro últimos meses anteriores al anuncio, y con más intensidad en los dos meses inmediatamente precedentes. Tras el anuncio, para el período de un año pasa a ser negativa y significativa, pero no compensa el beneficio extraordinario acumulado. Así, mientras que para las sociedades compradoras, y para el período completo analizado (de -24 a +11 meses) el retorno anormal acumulado medio alcanza un valor próximo al -9%, para las empresas adquiridas es de aproximadamente un 6%.

La investigación desarrollada por García Martín (1994) a través del estudio de sucesos analiza una muestra que incluye los procesos de concentración empresarial en España en el período 1985-1992 tanto por medio de fusiones como de OPAs. Para el análisis de la muestra de fusiones se encuentran 27 unidades absorbentes y 11 sociedades absorbidas, reflejando la evidencia de este estudio que los accionistas de las primeras en los períodos de tiempo anteriores al momento de divulgación del anuncio por término medio reciben un rendimiento anormal acumulado positivo no significativo; en tanto que tras dicha fecha se reducen, dado que aparecen retornos anormales promedio negativos y significativos. Tanto para las empresas absorbentes como para las sociedades absorbidas se produce un movimiento anormal positivo y significativo alrededor de 140 días antes del suceso, siendo necesario esperar hasta el momento de la operación para encontrar algún retorno anormal significativo. Por ende, en algún momento previo a la fecha de fusión no se filtró el deseo de acceder al crecimiento externo y es en ese instante cuando se confirma la intención, además de hacerse pública la forma de afrontarlo. En resumen, el mercado no descontó eficientemente la información o ésta fue demasiado optimista; o sencillamente, una vez conocida la operación a realizar (fusión por absorción), el mercado incorporó al precio de los títulos los costes de reestructuración a los que la nueva sociedad se supone que debería

hacer frente. La rentabilidad de las acciones de las empresas absorbidas presenta un comportamiento opuesto, con anterioridad al suceso al de las sociedades absorbentes, obteniendo un retorno anormal negativo, lo que lleva a pensar que la posible ventaja a explotar sea la sustitución de la dirección de la sociedad objetivo por parte de los compradores. Según se aproxima en el tiempo la confirmación de la noticia, los accionistas de la entidad adquirida obtienen en algún momento rentabilidades extraordinarias positivas y significativas. El conjunto del estudio parece confirmarnos que la divulgación del suceso supone la confirmación de una realidad ya conocida.

Por lo que respecta al análisis de adquisiciones, en este trabajo se realiza la distinción entre operaciones realizadas por medio de OPAs y aquellas que los autores califican como una compra. Con relación a las OPAs, aunque parece que el mercado anticipa algún acontecimiento según se aproxima la fecha del suceso, en general en los momentos previos al anuncio no existe ningún comportamiento anormal significativo, y justamente después del día de divulgación el accionista obtiene un rendimiento extraordinario positivo y significativo que se desvanece rápidamente, debiendo esperar al día de la divulgación del éxito de la operación para encontrar la ganancia extraordinaria. Esto es, para la empresa adquirente el mercado parece necesitar más información para valorar la OPA —como, por ejemplo, conocer la predisposición del accionista poseedor de los títulos de la entidad objetivo, la actuación de los competidores, etcétera—; lo que parece confirmarse si seguimos la evolución del residuo en el tiempo, destacando el aumento en el rendimiento anormal de dichas empresas 25 días después del anuncio de la operación, el cual no se desvanece con el paso del tiempo: puede que esto sea la respuesta a la confirmación del éxito de la OPA. En las sociedades objetivo de OPAs (a diferencia de lo que ocurre con las adquirentes) el efecto parece anticiparse casi perfectamente en los días anteriores al anuncio, ya que con una antelación de 15 días el accionista obtiene en media un residuo anormal acumulado altamente significativo que se incrementa en el día inmediato posterior a la divulgación de la información de la operación, y las ganancias anormales no se desvanecen posteriormente con la existencia de una posible secuencia de retornos anormales negativos. A la vista de los resultados, podemos afirmar que estas operaciones son interesantes para el accionista de la sociedad objetivo que espera que la empresa oferente pague un precio superior al de mercado.

Fernández Blanco y García Martín (1995) examinan cómo el sector accionarial percibe y valora la información derivada del posible cambio en la gestión de la empresa a través de la cuantificación de las ganancias o pérdidas extraordinarias en la rentabilidad de las acciones cotizadas en bolsa, con una muestra formada por 34 empresas oferente y 36 sociedades objetivo para el período 1985-1992, condicionada porque es a mediados de los ochenta cuando la OPA aparece en nuestro país como instrumento de control de las empresas. De hecho, si incluimos en análisis los años 1981-1992 para fusiones, compras totales o parciales y OPAs, se alcanzan 1.097 operaciones. Centrando la atención en las OPAs, en concreto en la sociedad objetivo, se observan aumentos significativos en la rentabilidad del accionista. Además, la ganancia anormal promedio acumulada que obtienen con la operación no se ve mermada una vez sobrepasada la fecha de divulgación, lo que permite asegurar que el incremento en la rentabilidad no es artificial o errático, no se debe exclusivamente al incremento puntual en el precio de los títulos provocado por la operación, sino que parece que estas ganancias extraordinarias (que se consolidan rápidamente) anticipan realmente unas expectativas futuras positivas originadas por los cambios que conlleve la OPA. Para las empresas compradoras se encuentra que éstas no experimentan ganancias anormales significativas en momentos anteriores al anuncio; y una vez revelada la operación, los precios parecen descontar el aprovechamiento de alguna ventaja que provoque la aparición de expectativas positivas, lo que se refleja en la ganancia extraordinaria y significativa que se obtiene puntualmente en el momento siguiente a la divulgación, que sin embargo se pierde inmediatamente después. Se puede considerar que los accionistas de la sociedad oferente no

tienen unas expectativas futuras positivas sobre el cambio que se producirá en sus empresas hasta no comprobar el éxito de la operación, pues han de esperar bastantes días para conseguir y consolidar pequeños rendimientos anormales.

La investigación realizada por Lozano (1996) y Lozano, *et al.* (1997, 1998a, 1998b) se enmarca dentro del análisis del mercado de control como mecanismo de disciplina ante una gestión ineficiente por parte de la sociedad objetivo. Así, en el estudio de Lozano *et al.* (1997, 1998a) relativo a los factores influyentes en la creación de riqueza para una muestra de 42 empresas cotizadas en la bolsa de Madrid de los sectores industriales y comerciales involucradas en fusiones u OPAs en el período 1991-1993, se muestra como el rendimiento anormal se relaciona positivamente con la participación directiva en la propiedad en tanto que negativa con el tamaño, ambas significativas al 10%, interpretándose como que la creación de valor empresarial será mayor cuanto menor sea el tamaño de la empresa considerada, o de otra forma, que cuando aumenta el tamaño se maximiza la función de utilidad del gerente; en tanto que la participación directiva supone que cuando los gestores poseen participación en el capital de la empresa se puede lograr una disminución en el nivel de los costes de agencia. No resultan variables significativas la rentabilidad anual del sector, la concentración del capital, la rotación directiva y las compensaciones no remuneradas, configurando un modelo con una capacidad explicativa del 11% de la variabilidad del rendimiento.

Por otra parte, el análisis expuesto en Lozano *et al.* (1998b) realizado con la técnica del estudio-evento con la finalidad de contrastar la creación de riqueza y la eficiencia del mercado de valores español, para una muestra de 56 sociedades oferentes y objetivo de OPAs realizadas en el período 1991-1995 sobre empresas cotizadas en la bolsa de Madrid, la evidencia parece mostrar que para las empresas objetivo de adquisición el efecto del anuncio sobre la rentabilidad se anticipa dos meses con efectos positivos, en tanto que es en la fecha exacta del mismo cuando se obtiene una mayor creación de riqueza, de forma muy significativa. Los resultados para las entidades oferentes también reflejan la creación de riqueza empresarial en el momento del anuncio, pero inferior a la objetivo, de forma que en términos aproximados no se crea ni se destruye valor. Se concluye que se produce una pequeña creación de valor, para el conjunto oferente-objetivo, en períodos muy alejados de la fecha del suceso, resultando mucho mayor para el mismo día, de lo que los autores derivan que se verifica la eficiencia en su forma semifuerte para el mercado español de tomas de control instrumentadas mediante OPA.

Ocaña *et al.*(1997) analizan 120 intentos de toma de control durante el periodo 1990-1994 en la bolsa de Madrid, correspondiendo todos ellos a empresas del sector comercial, financiero y manufacturero con 127 oferentes y 120 empresas objetivo. La muestra es reducida a 71 empresas objetivo y 32 oferentes por requerimientos de la investigación. La conclusión de su trabajo es que los accionistas de la empresa objetivo obtienen rendimientos anormales significativos en el período del anuncio, pero durante los seis meses precedentes a dicha fecha el rendimiento no parece incrementarse sustancialmente aunque sí lo hace dos meses después a contar desde que la oferta es efectivamente realizada.

Gómez Ansón (1997b) analiza la reacción de los precios de los títulos a los anuncios de toma de control en el mercado español de capitales con una muestra utilizada consiste en cualquier anuncio de toma de control sobre las sociedades anónimas que cotizan en la bolsa de Madrid desde el 1-1-1988 hasta el 31-12-1994, formando la muestra final 85 empresas a las que se aplica la metodología del estudio evento. El análisis de los efectos riqueza resulta positivo en términos netos para el conjunto del proceso, si bien una parte sustancial del mismo recala en los accionistas de la empresa objetivo. Aunque este resultado confirma la existencia de creación de riqueza en los procesos de adquisicion, también es probable que se produzca un sobrepago por parte de las compañias oferentes.

Fernández Álvarez y Gómez Ansón (1998) estudian el efecto de la rentabilidad pasada de las empresas tanto objetivo como oferentes sobre las ganancias producidas en las tomas de control ocurridas en el mercado español de capitales durante el período comprendido entre el 1-1-1988 al 31-12-1994. Los resultados muestran que la adquisición de empresas con una rentabilidad menor mejora las ganancias finales de la toma de control, corroborando el papel disciplinario de estos procesos, no encontrándose evidencia significativa en ningún sentido (signo) con relación a la rentabilidad de las empresas oferentes.

El papel desempeñado por la hipótesis disciplinaria y directiva en el mercado español de capitales se investiga en el estudio de Fernández Álvarez y Gómez Ansón (pendiente de publicacion) sobre una muestra constituida por los anuncios de tomas de control dirigidas hacia empresas que cotizan en el mercado de la bolsa de Madrid desde 1-1-1988 hasta el 31-12-1994, realizando las estimaciones con un total de 74 anuncios de oferta de control que se corresponden con 32 empresas adquirentes, reflejando la evidencia que la adquisición de empresas que obtuvieron una rentabilidad inferior confirma el papel disciplinario de las tomas de control. Sin embargo, y en relación con la hipótesis directiva, las autoras no pueden asegurar con rotundidad que las adquisiciones que no consiguen incrementar la riqueza son emprendidas fundamentalmente por empresas oferentes con un perfil de rentabilidad deteriorado.

La búsqueda de hechos o características diferenciales entre las empresas inmersas en el mercado de control está en la raíz del trabajo de Martínez Serrano (1989-1990) donde analiza las fusiones y adquisiciones en las que participan empresas cotizadas en la bolsa de Madrid para el período 1985-1989, concluyendo que: se detecta un auge en el número de operaciones durante los años 1988 y 1989, lo que supone que la ola de fusiones ha llegado a España; se observa una elevada presencia de la banca y de las sociedades de inversión mobiliaria y de cartera en los procesos de reestructuración empresarial, siendo mayor su peso si analizamos su capitalización bursátil con relación al conjunto de fusiones y adquisiciones. En estas sociedades en la década de los ochenta se produce un doble fenómeno al verse obligada la banca a incrementar sus participaciones en las mismas por temor a perder su control, y además éstas han tomado posiciones en diversas actividades, de forma que el autor afirma que gran parte de las fusiones y adquisiciones no buscan objetivos de eficiencia económica. Los sectores más propensos a dichas operaciones fueron el siderometalúrgico, la alimentación y el químico: en el primero se procede a la reconversión de empresas en dificultades, en la alimentación se caracteriza por un débil crecimiento de la producción por lo que se usa la alternativa de crecimiento externo, en tanto que el sector químico se enfrenta a un mercado expansivo y con mejores perspectivas por el lado de la demanda (pero derivado de la competencia mundial también se esperaba que existiera una presión para mejorar la eficiencia). La construcción y el sector inmobiliario han experimentado gran número de fusiones y adquisiciones en los dos últimos años: la importancia económica, medida por la capitalización bursátil de estas empresas, ha variado mucho de un 3% a más de un 34% sobre el valor de mercado total de las entidades cotizadas, pero a nivel sectorial las más activas son el sector bancario y las sociedades de inversión mobiliaria y de cartera.

La evolución de las fusiones en EE.UU. y en el marco de la Unión Europea para concluir centrándose en la bolsa de Madrid se estudia en Martínez Serrano y Sanchís Llopis (1990), resaltando el hecho diferencial frente a otros países de la carencia de estadísticas o registros de estas operaciones. Analizando el período 1985-1989 por sectores, tipo de operación (horizontal, vertical o conglomerada) y forma de pago, intentan aportar algún elemento esclarecedor a la diferencia entre sociedades compradoras y vendedoras basándose en la información contable para una muestra de empresas industriales, concluyendo que el tamaño (volumen de ventas) es menor en las sociedades objetivo; en cuanto a la rentabilidad en el año previo a la fusión obtienen una mejor rentabilidad económica las

sociedades adquirentes y en relación con la rentabilidad de los recursos propios fue negativa para las empresas adquiridas y positiva para las compradoras (ambos datos tomando como año base 1988), rasgos que se completan con que en gran número de sociedades disminuye la capacidad de generar flujo de tesorería, presentando las entidades objetivo una mayor dependencia con relación al endeudamiento a corto plazo y una situación contraria con relación al endeudamiento a medio y largo plazo, por lo que no resulta sorprendente que la liquidez alcance el doble en las empresas oferentes. Como conclusión, las adquiridas son menores en tamaño y parecen haber sido menos dinámicas, como muestra el deterioro del flujo de efectivo, las sociedades adquirentes por término medio son más rentables pero las adquiridas no son especialmente rentables, el endeudamiento a corto de las empresas objetivo es elevado en tanto que reducido a medio y largo plazo. De forma tentativa los autores apuntan que las adquisiciones van unidas a planes financieros de saneamiento y que la empresa compradora suele aumentar el endeudamiento.

En el trabajo de Ocaña y Peña (1992) se revisa la literatura sobre fusiones y separaciones tanto desde una perspectiva teórica como de la evidencia empírica norteamericana, complementando su análisis con un examen superficial de los rasgos de las OPAs en España en el período 1990-1991, señalando que se vislumbra una tendencia creciente del número de operaciones así como la influencia predominante en determinados sectores para años diferentes. Asimismo, las OPAs por integración vertical de procesos productivos tienen una escasa importancia frente a las horizontales y el primer medio desencadenante de la operación apunta hacia las tomas de control total, seguido de adquisiciones parciales pero mayoritarias.

En cuanto a una modelización más rigurosa[382] para la determinación del perfil característico de las empresas españolas objeto de fusión se recoge en las investigaciones de Vázquez Ordás (1991, 1992c) donde analiza el perfil de una muestra de empresas fusionadas. La muestra está compuesta por 68 empresas pertenecientes a los sectores comercial y manufacturero que cotizan en el mercado bursátil español, muestra que a su vez está constituida por 34 empresas objetivo de intentos de fusión durante el período 1983-1990 y por otro 34 empresas de similar tamaño y actividad durante el mismo intervalo temporal pero que no fueron ni empresas objetivo ni empresas fusionadas. El primero de los contrastes llevados a cabo en su trabajo consiste en una versión modificada del modelo Marris utilizando la ratio de valoracion como variable clave para clasificar a las empresas mediante un analisis *cluster* aplicado sobre empresas objetivo y no objetivo. El segundo de los métodos para determinar los factores relevantes incorpora otras variables y hace uso de un analisis discriminante lineal múltiple en un intento de caracterizar a los grupos de empresas españolas objetivos y no adquiridas. Los resultados del *cluster* sobre las 68 empresas de la muestra permiten clasificar correctamente a 39 de ellas al utilizar la ratio de valoracion, tras lo cual incorpora al analisis veintinueve nuevas variables –que se refieren a magnitudes como la rentabilidad, la liquidez, la estructura financiera, la solvencia y la valoracion- procediento a aplicar la tecnica de analisis discriminante multiple con tres medidas distintas de la ratio de valoracion, obteniendo los mejores resultados cuando éste se mide un año antes del intento de fusión, de manera que el precio de las acciones refleja la informacion sobre la futura fusión a través de un incremento de su valor de mercado, circunstancia que permite al autor colegir la eficiencia del mercado español de capitales, siendo las variables con mayor poder discriminatorio la ratio de valoracion, la estructura de los fondos propios, el endeudamiento, y la ratio precio/beneficio.

Escardíbull *et al.* (1998) analizan las características financieras de las adquisiciones por toma de control en el mercado español durante el período 1994-1996. Los autores utilizan una muestra de 25

---

[382] Una modelización por medio de la programación matemática para seleccionar las empresas de toma de control se expone en Pisón y Buch (1996).

empresas objetivo y 25 empresas no objetivo de características semejantes en algunos parámetros, con variables definidas a partir de la información proporcionada por los estados financieros pertenecientes a los 3 años anteriores a la fecha de la toma de control. Entre sus variables explicativas se encuentran la descomposición del ROI, el ROE, la liquidez, el endeudamiento, la ratio de circulante, la ratio precio/beneficio y la tasa de distribución de dividendos. El empleo de una técnica de análisis de la varianza no permite a los autores elucidar evidencia acerca de la significatividad de ninguna de las variables propuestas en el estudio. Tras aplicar un análisis factorial que permite retener 3 variables finales, ni el análisis discriminante lineal múltiple (en el que la única variable relevante fue la ratio precio/beneficio) ni el análisis de regresión logística son capaces de conducir a clasificaciones con una cierta fiabilidad.

Desde una perspectiva más global Cuervo García (1988-1989) analiza la cuestión de las OPAs como cambio en la estructura de propiedad de los bancos, que hasta fecha reciente era difícil de alterar, pero se hace posible a través de este mecanismo integrante del mercado de empresas que surge, en términos generales, cuando se considera que un cambio del equipo directivo actual puede aumentar el valor de la empresa, o bien cuando este aumento de valor se obtiene por una identificación de los intereses de los directivos y de los accionistas.

El mercado de empresas se justifica sobre la base de actuar como un mecanismo sancionador de la ineficiencia de los directivos o del uso incorrecto de las rentas de la empresa desviadas hacia la maximización de su propia función de utilidad y no la de los accionistas. En mercados de valores competitivos, cuando predomina la autofinanciación en la empresa, o bien por razones de dimensión o legales, se dificultan los cambios de propiedad y se elimina un elemento de mejora de eficiencia de la empresa. El mercado de empresas constituye un instrumento de control externo de los directivos o responsables de la empresa, que se añade a los de control interno, junta de accionistas, consejos de administración y mercado interno de directivos. Cuando estos mecanismos fallan en su finalidad controladora, surge el mercado de empresas para poner un límite máximo a la desviación de las decisiones directivas respecto del óptimo buscado por los accionistas. La efectividad e importancia de este control externo depende del marco regulador que defina sus pautas de actuación y su nivel de conste, en especial del mercado de valores.

De la eficiencia del mercado de empresas depende a su vez la posibilidad de reducir el conflicto entre directivos y accionistas (Cuervo García, 1988-1989, pág. 104). Por tanto, la existencia de un mercado de empresas tiene dos consecuencias: como en todo mercado los bienes -las empresas- terminan siendo propiedad de quienes más acrecientan su valor, esto es, aquellos equipos directivos que puedan hacer máxima la eficiencia empresarial; y en segundo lugar, la simple existencia de dicho mercado pone límite a la discrecionalidad y poder de los equipos directivos, es un sistema de control para todas las sociedades con cotización bursátil, un instrumento de eficiencia empresarial. Por ello, esa especie singular de empresarios tildados como "tiburones" puede ser un contrapoder a otra especie, igualmente depredadora, que utiliza las empresas para su servicio, olvidando que su función en el sistema de mercado es "maximizar la riqueza de los accionistas".

Sin duda, evitar el funcionamiento del mercado de empresas puede ser tan perjudicial como no establecer reglas o condiciones para el mismo. Igualmente deben ser consideradas en este apartado todas las operaciones financieras de financiación de fusiones y adquisiciones de empresas mediante la emisión de obligaciones de alto riesgo y como contrapartida elevada rentabilidad, recurso al endeudamiento de los directivos (LBO) o la compra de la empresa con la garantía de la propia empresa. En este ambiente se cuestiona la función de los tiburones, de los asaltantes (raiders), dado que movidos por las ganancias a corto, por las operaciones financieras como fin que no como medio,

poco hacen aumentar la eficiencia de la empresa, su propio desarrollo: las sociedades se convierten en simples instrumentos del juego financiero. Por ello, en este contexto se demanda la exigencia de requisitos para facilitar la información y transparencia de las operaciones, la generalidad y no discriminación en las ofertas a los accionistas, así como evitar las actuaciones de defensa de los directivos en contra del funcionamiento del mercado. Con las limitaciones antedichas, el sistema de economía de mercado necesita elementos de control externo como el que recoge la OPA. Es razonable pensar, en suma, que la existencia del mercado de bancos pueda ser un elemento dinamizador del sistema (Cuervo García, 1988-1989, pág. 105).

Si la competitividad viene determinada por los recursos y capacidades que posee una empresa, entre las razones que pueden explicar el problema de la competitividad de la empresa española está la indefinición del modelo de relaciones propiedad-dirección y falta de capacidades directivas (Cuervo, 1993, pág. 370).

Reconocida por el profesor Cuervo (1997) la especialización de funciones como la esencia de la empresa moderna, los hombres de empresa -the businessmen-, que dirigen la actividad económica, son en sentido estricto los empresarios y los directivos. Los empresarios, en una doble versión, el empresario individual propietario y el "empresario corporativo" que sin participación significativa en el capital controla la empresa. Entre ambos -empresarios y directivos- asumen funciones unidas a los mecanismos del mercado, aunque dentro de la empresa sigan existiendo mercados. Es decir, la mano visible del empresario sustituye a lo que Adam Smith denominó "la mano invisible de los mecanismos del mercado" (Chandler, 1977). En la empresa existe, pues, dos grupos de agentes económicos básicos con papeles claramente diferenciados: empresarios y directivos; aunque la misma persona ejerce, en muchas ocasiones, ambas funciones.

El empresario busca oportunidades para obtener beneficios explorando situaciones que incitan al cambio; lo que Schumpeter llama "una nueva combinación", que le permita obtener un poder de monopolio temporal. Él es quién ejerce el liderazgo del proceso de cambio, interpretando el futuro económico, tomando decisiones como responsable del cambio. La actividad empresarial, dice Baumol (1993, pág. 7), supone el uso de imaginación, audacia, genialidad, liderazgo, persistencia y determinación en el logro de riqueza, poder y posición, aunque no necesariamente en ese orden. Para Kizner (1979), la función del empresario es captar oportunidades de beneficio en situaciones de información imperfecta o asimétrica. El empresario opera en situaciones de desequilibrio con un comportamiento adaptativo. Por ello, Kizner ve al empresario superando el "caos" y moviéndose hacia el equilibrio, frente a la función schumpeteriana de ruptura del equilibrio. Sin duda, ambas funciones van a caracterizar el comportamiento del empresario. El directivo, por el contrario, supervisa el proceso de combinación de recursos de producción y distribución. Su función es clave cuando las empresa -como ocurre en la mayoría de los casos- no operan con eficiencia (hay ineficiencia-X en la terminología de Leibenstein, 1979), sino que están lejos de su frontera de producción. La función de dirección, consecuencia de dicho entorno, es la coordinación del proceso para mejorar los niveles de eficiencia (Cuervo, 1997, págs. 47-48).

De las distintas figuras de empresario la más relevante para nuestro propósito es la del empresario corporativo (Arruñada, 1997, pág. 50) que responde a nombres como Presidente Ejecutivo, Presidente Director General, CEO y/o Consejero Delegado, del resto de los directivos. La función del empresario corporativo se centra en lograr la eficiencia en el uso de los recursos para conseguir los mejores resultados y en reconfigurar de modo continuo la cartera de negocios de la empresa buscando nuevas oportunidades para la misma. Por ello, la alta dirección necesita disponer de los conocimientos y habilidades de los hombres de la empresa -capital humano-, de los suministros de tecnologías e inputs

para competir en los mercados. La alta dirección está sometida al control de los mercados de capitales, de trabajo (directivos, especialistas), y de proveedores-suministradores de inputs básicos y clientes. Dichos mercados son susceptibles de segmentarse en función de determinados recursos básicos o claves, que condicionan el desarrollo de la empresas (Prahalad, 1994, pág. 45).

Los directivos encarnan el papel del empresario en la gran empresa, en cuanto que tienen que llevar a cabo el cambio del proceso de creación de riqueza de la empresa. Esto implica configurar los activos y recursos de la empresa, creando rutinas que hagan posible la innovación; crear las competencias básicas de la empresa necesarias para el éxito; y diseñar la estructura organizativa y los procesos administrativos que permiten a la empresa aprender de forma continua. La lógica de creación de valor se convierte en un nexo intelectual entre la cartera de negocios y la dirección.

Los directivos empresarios corporativos, dada su autonomía y poder de decisión, se encuentran sometidos a los clásicos mecanismos de control de los mercados, los sistemas legal y político, el marco regulador y los sistemas de control interno basados en el consejo de administración (Jensen, 1994). Ahora bien, ante los problemas que plantea el mercado de capitales, que efectúa un control a posteriori de hechos que han podido afectar a la empresa, se proyecta realizar cambios en la composición del Consejo para superar sus problemas de información, incentivos y sobredimensión, mediante la creación de comités en el Consejo como el de "auditoría y compromisos" (Cadbury Comitte, 1992), que hagan posibles el desarrollo de controles internos.

Los accionistas demandan estos controles internos con el fin de evitar las consecuencias no deseadas de la discrecionalidad de los directivos; por ello se quiere reutilizar la capacidad del Consejo, preferentemente en su papel de control directivo, destacando tanto su capacidad de control como su consideración de elemento de legitimación de la empresa ante el entorno (análisis institucional).

La función de los directivos en la empresa se centra en la coordinación de los factores productivos con el fin de lograr la eficiencia, formalizar los contratos incompletos con los individuos y grupos participes en la empresa, incluidos el sistema de incentivos; y captar oportunidades de beneficios con los negocios actuales de la empresa como consecuencia de situaciones de información imperfecta y asimétrica. La función del directivo viene explicada por la superación de la ineficiencia-X de Leibenstein. Las funciones del empresario son básicamente las funciones de los directivos: encontrar y desarrollar oportunidades en los mercados, superar las imperfecciones de los mercados, dirigir y coordinar el proceso de producción, destacando que la actuación de las empresas se produce en mercados imperfectos, con presión para minimizar los costes, productos diferenciados y economías de escala, lo cual limita la competencia (Cuervo García, 1987). Precios y costes permanecen dentro de unos límites como "áreas inactivas" ante la pérdida del equilibrio.

Por un cúmulo de circunstancias se ha introducido en España el debate acerca del control corporativo, recordándonos el profesor Cuervo García (1998) que la base de discusión de los problemas de control corporativo se suele situar en la existencia de problemas de agencia entre los accionistas y los agentes que trabajan para ellos, problemas que surgen principalmente porque agentes y principales tienen diferentes objetivos y existen asimetrías de información entre ambos. Si se une una propiedad dispersa, se produce la separación entre la propiedad y el control, y la ausencia de controles efectivos en manos de los accionistas permite que los directivos busquen sus propios objetivos. Sin embargo, dicha separación parece más propia de mercados como el de EE.UU. pues el análisis de una muestra de 240 sociedades de la CNMV reveló en más de la mitad de las ocasiones los tres mayores accionistas controlan el capital y sólo en menos del 7% poseen menos del 5% de las acciones.

En el debate sobre la eficiencia de los consejos de administración surge el deseo de establecer códigos de conducta que aumentan la responsabilidad de los consejeros con relación a los accionistas, similares a los desarrollados en Gran Bretaña (Cadbury). El problema es que cuando los accionistas se encuentran dispersos, los consejeros sólo los representan de modo indirecto. Por ello es necesario desarrollar controles y códigos de conducta que autorregulen el comportamiento del consejo. Mientras que estos últimos parecen servir para aumentar, al menos nominalmente, la responsabilidad del consejo frente a los accionistas, en el caso español, tanto los códigos de conducta, en particular, como la discusión sobre el consejo de administración, en general, deben, como mínimo, adaptarse a nuestra estructura de propiedad y comportamiento.

La presencia de grandes accionistas en el capital de la empresa les permite exigir puestos en el consejo, con lo que desaparecen los problemas de falta de representación de los accionistas en el consejo o de representación indirecta. Ahora bien, estos grandes accionistas, los núcleos duros o accionistas estables de las empresas privatizadas, la banca en el sector eléctrico, pueden incidir sobre la toma de decisiones para obtener beneficios privados de la relación con la empresa. El resultado de este comportamiento es una mala protección de los derechos de los accionistas minoritarios. Por ello, los cambios en el comportamiento del consejo de administración deben tener en cuenta la existencia de dos tipos de accionistas, grandes y pequeños, con distintos niveles de defensa de sus derechos. De lo anterior no se debe deducir que los grandes accionistas se aprovechen de los pequeños. Los beneficios del gran accionista no tienen por qué disminuir la rentabilidad para el de menor participación. Además, hay que tener en cuenta los costes de control que los accionistas activos están dispuestos a incurrir para influir en la toma de decisiones de la empresa, de los cuales se aprovechan los accionistas minoritarios.

Los inversores institucionales, como los fondos de pensiones, también pueden ejercer un papel supervisor de los directivos. Ahora bien, en España no han llegado a tener la importancia que tienen en EE.UU. donde constituyen el mayor accionista en un tercio de las empresas y casi la mitad en el R.U., en tanto que en nuestro país son el mayor accionista de menos del 7% de las empresas.

Además, los inversores institucionales en España no tienen independencia para presionar a los directivos de las empresas. Muchos de ellos han sido organizados por los bancos y no van a cuestionar necesariamente la actuación de los directivos de las empresas en que invierten. Por una parte, supervisar la toma de decisiones tiene costes y requiere información y capacidad de intervenir a largo plazo. Por otra, es más probable que, si actúan, lo hagan antes en favor del banco que del resto de los accionistas. En cualquier caso, aun siendo independientes, no está claro que los inversores institucionales activos hayan logrado aumentar el valor de la empresa.

En resumen, el debate del control corporativo en España debe adaptarse a las condiciones imperantes en nuestro país. Aun cuando las bases teóricas pueden ser válidas, las características de la estructura de propiedad de las empresas españolas son muy diferentes. La elevada concentración de los accionistas, la existencia de núcleos de accionistas estables y el control de los bancos sobre los inversores institucionales reducen la aplicabilidad al caso español de las conclusiones de los estudios realizados en otros países.

El riesgo de las reformas es que sólo sean formales como resultado de la moda. El nombramiento de consejeros independientes, incluso la creación de comisiones en el consejo (auditoría y control, nombramiento y remuneraciones), puede suponer un mero cambio en las formas para que la estructura de poder permanezca inamovible. Los cambios no se pueden imponer con normas que no tengan un respaldo en los mercados y en estructuras accionariales capaces de modificar el comportamiento directivo. Con las actuales estructuras de poder de la empresa es posible que supongan sólo simples

añadidos formales a la conducta tradicional del consejo. Lo que el mercado exige es más y mejor información, evitar la obtención de beneficios privados por los grandes accionistas, que se facilite el control corporativo por el mercado (OPA) y se dificulte la delegación de voto en las sociedades bancarias depositarias; en suma, que actúen más los mercados.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

PARTE II

EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA OCURRENCIA DE TOMAS DE CONTROL. FACTORES DETERMINANTES PARA EL CASO ESPAÑOL

CAPÍTULO V

REVISIÓN DE LA LITERATURA EMPÍRICA

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

El capítulo quinto, con el que comienza la segunda parte de esta investigación, trata de aproximarnos a los estudios previos que de forma similar al que vamos ha desarrollar han estudiado la selección de una empresa como candidata a una toma de control.

Esta recopilación, a veces expositiva, otras crítica o comentada, de la evidencia empírica previa se organiza en tres apartados cuyo orden quizás sea necesario justificar.

Así, podríamos haber comenzado con la exposición y el comentario de la larga lista de estudios precedentes (superior a ochenta) en relación con la ocurrencia de una toma de control, fundamentalmente diferenciando entre empresas adquiridas y no objetivo. Sin embargo, consideramos que facilitará la comprensión de este apartado ¾por lo que se expone en último lugar¾ si previamente acometemos dos acciones:

a) De una parte, dar a conocer algunos elementos de la literatura que nos pueden facilitar la ayuda a la hora de comparar los trabajos y que nos han llamado poderosamente la atención, una vez que nosotros los habíamos recopilado y fuimos conscientes de la dificultad intrínseca del proceso de comparación.

b) Por otra parte, consideramos adecuado realizar un repaso de las técnicas estadísticas más habituales empleadas en los estudios, algunas bien conocidas en el campo de la Economía Financiera, en tanto que otras no tanto. Quizás a este apartado se le haya dado un tratamiento excesivo para una investigación de este tipo, pero aún conscientes de ello, y sin afán de ningún tipo de lucimiento estadístico, que por otra parte no se consigue, consideramos que podría ser de utilidad.

Las causas y consecuencias vinculadas a las tomas de control, y de forma especial una explicación basada en la actuación del mercado de control empresarial, se ha examinado a través de tres metodologías fundamentales que dan lugar a otras tantas corrientes en lo que a los trabajos empíricos se refiere. Esos tres tipos de estudios que han intentado contrastar y arrojar cierta evidencia para el caso de la hipótesis de ineficiencia directiva, entre otras explicaciones, los podemos resumir en los siguientes:

En primer lugar, cabe referirse a aquellos que analizan el comportamiento de las entidades fusionadas o adquiridas en términos de resultado-rendimiento (*performance*) con anterioridad y con posterioridad a la operación de toma de control, examinando si existen diferencias significativas mediante técnicas uni o multivariantes. La hipótesis más comúnmente contrastada es si resultan ser adquirentes las empresas de mejor resultado (en comparación con las no involucradas en fusiones y con las adquiridas), en tanto que resultan adquiridas las de peor *performance* (en comparación con las adquirentes e incluso con el resto de empresas no pertenecientes a ambos grupos). La medida del resultado más empleada es el *cumulative abnormal return*, CAR y menos las medidas contables en períodos anteriores (cuando las sociedades eran independientes), comparado con períodos posteriores (tras la fusión u OPA).

Un segundo bloque de estudios agrupa aquellos que analizan el comportamiento del precio de los títulos en el mercado (habitualmente las acciones de la entidad objetivo y/o de la oferente) mediante la técnica del estudio-suceso, con lo que se procede a calcular el rendimiento anormal acumulado CAR para distintos períodos temporales alrededor de la ocurrencia de la oferta (y en contadas ocasiones, la ganancia/pérdida asociada en términos absolutos). Con ello se intenta validar los resultados más comunes que apuntan a que el CAR de la empresa objetivo es positivo, en tanto que el de la entidad oferente es nulo, para diferentes períodos centrados en la ocurrencia del suceso o de su anuncio, lo que reflejaría la buena valoración por parte del mercado de la actividad de adquisición (en su caso). Dentro de este segundo grupo cabe encuadrar también algunos estudios que proceden a analizar si existe una

relación entre el CAR y una serie de variables explicativas (*performance*, apalancamiento financiero, ratio PER, dividendos distribuidos, estructura de propiedad, entre otras), mediante el empleo de las técnicas comunes de regresión múltiple.

El tercer grupo recogería aquellas investigaciones que analizan las características distintivas de las sociedades involucradas en operaciones de toma de control (oferente y objetivo) o de las empresas adquirente y/o adquirida frente al resto. En este caso, las técnicas más empleadas han sido los modelos de análisis discriminante y los modelos de probabilidad. La que subyace es que las empresas objetivos presentarán características diferentes de las del grupo control (oferentes o el resto de empresas). También cabe examinar, dentro de un grupo (sociedad objeto o adquiriente) el medio de transmisión o el hecho de hostilidad/amistosa.

Este último enfoque sirve de sustento a una parte fundamental de esta investigación, lo que no descarta a priori la utilidad, por ser complementarios, de los otros dos. La opción realizada creemos que queda justificada suficientemente al abordar, en el próximo capítulo, las hipótesis y los objetivos perseguidos en el presente trabajo.

A la hora de analizar cuáles han sido los factores que subyacen en la ocurrencia de una toma de control (por medio de OPA) en el mercado de valores español y su relevancia desde la perspectiva del enfoque de agencia, creemos necesario realizar previamente un examen de los estudios empíricos previos. Esta revisión recoge fundamentalmente la literatura para los mercados de valores de las economías occidentales (habitualmente anglosajonas), lo que nos permitirá, junto al cuerpo teórico expuesto en los capítulos anteriores (también referido a EE.UU., fundamentalmente), formular un modelo de probabilidad de OPA para el mercado español que se ajuste al objetivo propuesto.

La revisión que pretendemos realizar será relevante desde una triple perspectiva:

a) Con la finalidad de conocer las técnicas estadísticas y econométricas que han venido utilizándose para la consecución de objetivos similares al nuestro, lo que nos puede ayudar a seleccionar la más adecuada para abordar nuestra tesis y contrastar nuestras hipótesis.

b) En la medida que nos permita conocer las variables empleadas en los modelos contrastados en otros países, así como su importancia relativa y su significatividad estadística.

c) Con objeto de estudiar la posibilidad de incluir en nuestro modelo las variables empleadas en trabajos previos y examinar si se verifican las mismas relaciones en nuestro país.

Para proceder a la elección de la metodología más adecuada para la formulación y contraste de nuestro modelo empírico, en algún momento será adecuado recurrir a estudios de otras áreas de las finanzas empresariales que emplean técnicas comunes con las aquí reseñadas a la hora de contrastar los factores determinantes de otros sucesos de la vida empresarial[383]. Al menos deberemos tener presente las principales ventajas e inconvenientes puestos de manifiesto en estudios de modelos de predicción de quiebra, por ejemplo, pues pueden ser muy relevantes a la hora de condicionar la elección de la técnica adecuada en el estudio de las OPAs, siempre que el objetivo y las hipótesis a contrastar sean consecuentes con los supuestos de partida que subyacen en dichas técnicas.

Por otra parte, la selección de las variables que han de ser incluidas en el modelo no sólo se va a fundamentar en las recogidas en los trabajos realizados precedentemente en el área de fusiones y adquisiciones de empresas que emplean nuestra misma metodología, sino que serán de interés algunas

[383] Por ejemplo, este es el caso de los modelos de fracaso empresarial, concesión de créditos, etc., que han aplicado con mayor profusión y profundidad los modelos de probabilidad y discriminantes.

investigaciones que, sin hacer uso de nuestra técnica de contrastación, incluyen variables relevantes para el objetivo de validación de las hipótesis de este trabajo[384].

Deseamos dejar constancia en esta introducción que, además de las críticas vertidas a las diferentes metodologías empleadas así como a la forma de medida y especificación (definición) de las variables, los estudios presentan otros inconvenientes no menos graves a la hora de extraer conclusiones generales de los mismos y hacerlas extensivas a cualquier mercado de control empresarial. Así, los resultados pueden venir condicionados fuertemente por el país de estudio, dadas las diferencias en las legislaciones aplicables como consecuencia de la normativa reguladora y que abarca aspectos tales como la obligatoriedad de presentación de una OPA por toma de control, la revelación de las participaciones significativas, las leyes antimonopolio, la normativa societaria, etc. Incluso analizando estudios realizados para el mismo país, la consideración anterior será relevante si se han producido cambios de importancia en el marco regulador o en la economía en general.

Otro factor de interés, aunque es de difícil control, es el clima reinante en los órganos administrativos encargados de supervisar las operaciones del mercado de control societario, pues dentro de un país y sin que se produjeran cambios en la legislación, en épocas diferentes el poder político y económico ha pasado de animar a prácticamente impedir cualquier intento de toma de control (lo cual resulta ejemplificado en las operaciones de fusiones ocurridas en nuestro país en determinados sectores).

Además, los estudios referidos a momentos temporales diferentes pueden poner de manifiesto motivaciones distintas inmersas en los procesos de toma de control, quizás apoyando la visión tradicional de las "olas" en esta clase de eventos, que se suceden en el tiempo y que pueden responder en momentos distintos a causas diferentes.

Por último, hemos de tener presente que las actuaciones del mercado de control empresarial a través de OPA suponen uno más de los variados medios que limitan la ineficiencia directiva, frente a otros mecanismos de disciplina, supervisión o garantía. En este sentido, parece lógico que el mayor o menor número de OPAs puede venir determinado tanto por la eficacia y eficiencia (en términos de coste relativo) de la OPA frente a otras prácticas (ceses, privatizaciones, luchas en junta general, ...), como por una disminución del comportamiento inadecuado de la dirección empresarial (lo que supondría unos menores costes de agencia).

1.- Algunos elementos de análisis a tomar en consideración para la revisión de la literatura.

1.1.- La especificación del suceso objeto de estudio: Definición de la variable dependiente y técnicas estadísticas empleadas.

La comparabilidad y agregación de los resultados de los estudios realizados hasta el momento presenta en ocasiones, como primera dificultad, algo que pudiera parecer tan valadí como la consideración del suceso objeto de estudio, no siempre especificado de forma inequívoca en los trabajos analizados. Así, algunos de los trabajos revisados se refieren tanto a fusiones como a OPAs, o a cualquiera de ambos tipos de operación, en tanto que otros analizan la toma de participaciones significativas por encima de un porcentaje determinado del capital de la sociedad objetivo, que puede

[384] Tal es el caso de las variables que se han incorporado en diversos estudios, que siguiendon un fin diferente, actuan como *proxy* de costes de agencia, dada su escasa inclusión hasta fechas muy recientes en los trabajos precedentes relativos a ofertas de adquisición.

variar del 5 o 10% a la mayoría absoluta (igual o superior al 51%). Caso a parte serían las votaciones disputadas en Junta de Accionistas.

Los modelos que analizan los factores determinantes de las tomas de control suelen definir la variable dependiente (en los modelos de regresión) como la ocurrencia de un suceso en la vida empresarial que se traduce en una toma de control de la sociedad considerada objetivo -o de la ofertante, si esta es objeto de estudio- (por ejemplo: fusión, OPA, alcanzar un determinado porcentaje en el capital). Esta forma de definición supone que la variable dependiente no sigue una distribución normal, lo que tiene consecuencias importantes, por ejemplo cuando se aplica directamente un modelo de regresión en el cual se supone como hipótesis que el proceso de generación de la variable dependiente sigue dicha distribución. Ello nos llevará a desechar el modelo de probabilidad lineal y optar por los modelos Logit o Probit.

Resulta habitual en estos estudios que las características de las empresas definidas como objetivo (o adquirentes, en su caso) se contrapongan contra las de las empresas oferentes de una toma de control, contra el resto de empresas cotizadas, o frente a las pertenecientes a sus sectores de actividad que forman parte de un conjunto o cartera representativo y bien definido[385]. En cada caso, la interpretación de las conclusiones obtenidas con el modelo acerca de las variables influyentes en la ocurrencia de pertenencia al grupo de adquiridas o de control deberá ser convenientemente matizada, en función de si este último es representativo de toda la población de entidades cotizadas (a las que se suele restringir siempre los estudios) o tan sólo de un subconjunto de empresas de la misma.

Por lo que respecta a los estudios referidos a OPAs, a veces no se consideran la totalidad de las ofertas realizadas, sino que se limita el campo de análisis a las que han tenido éxito (habitualmente frente a las no objetivo o frente a las que han fracasado), o las que no han sido disputadas por la dirección ocupante (frente a las mencionadas precedentemente o a las empresas involucradas en operaciones amistosas), pudiendo mostrar conclusiones contrapuestas, dado que la lógica subyacente en el proceso de adquisición puede ser bastante diferente.

En lo referente a otras técnicas diferentes de los modelos de probabilidad, en los modelos que emplean la Análisis Discriminante Múltiple (ADM), se suele analizar las variables que nos permiten diferenciar (discriminar) entre dos grupos: oferentes frente a objetivos, o bien adquiridas frente a no adquiridas, fundamentalmente.

Una tercera propuesta en las técnicas empíricas multivariantes la constituyen los modelos de análisis histórico de sucesos. Éstos toman como variable dependiente la tasa de riesgo instantánea (*hazard rate*) de ocurrencia de una OPA o fusión, que podríamos "asimilar" a la probabilidad instantánea de toma de control, comparando los grupos de empresas involucradas en ese proceso frente a las que no participan, pudiendo dar entrada al análisis de si la oferta fue hostil/amistosa o con éxito/fracaso.

En algunas ocasiones las tres técnicas comentadas anteriormente proceden a analizar los factores determinantes considerando conjuntamente varios grupos de empresas. Así, por ejemplo, examinan las características diferenciales de las empresas no adquiridas frente a las adquiridas de forma hostil y las adquiridas de forma amistosa. Ejemplos de este tipo demandarían la realización de un análisis discriminante con más de dos grupos o modelos de regresión en los que la variable dependiente sea politómica (o varios Logit o Probit con todos los pares de combinaciones), además de obviar las

---

[385] Como ocurre en los estudios de EE.UU. cuando se refiere a las empresas incluidas en el índice S&P o en Fortune 500.

En tales casos, el planteamiento de dos modelos dicotómicos frente a un único modelo (politómico) en el que existen tres grupos, no es equivalente, ni desde una perspectiva teórica ni tampoco en la vertiente práctica de los resultados que presumiblemente se pueden obtener: el modelo politómico hace depender la probabilidad de ocurrencia del suceso (cualquiera que sea este) del mismo conjunto de variables, en tanto que dos regresiones separadas, cada una de ellas puede relacionar la ocurrencia de un suceso con unos factores desencadenantes (variables explicativas) que no tienen siempre por qué ser totalmente coincidentes en los dos modelos.

Aquellos modelos que han optado por aplicar el análisis factorial (análisis de componentes principales) para determinar las variables más influyentes en los factores que permiten explicar mejor la variabilidad de la muestra, suelen contraponer igualmente las empresas objetivo frente a las no objetivo o bien sociedad objetivo frente a sociedad oferente; si bien, la técnica suele ser un paso previo para reducir la información cuando ésta es altamente redundante.

Las consideraciones anteriores nos llevan a que, tras el repaso de la literatura, va a ser difícil llegar a algún tipo de generalización, siendo fundamental el perfecto conocimiento de la forma de definición de la variable dependiente dentro de cada estudio, así como de su grupo de control, para poder interpretar adecuadamente las variables que se muestran relevantes en la explicación de la ocurrencia de una oferta.

1.2.- Tamaño y selección de la muestra de estimación, período temporal de estudio y país analizado.

Uno de los problemas que más se ha cuestionado desde un punto de vista metodológico en los análisis previos ha sido el proceso de selección de la muestra de empresas objeto de estudio para proceder a la estimación del modelo. El modo de elegir las empresas puede condicionar de forma importante tanto la interpretación y generalización de los resultados, como su validez estadística.

La forma de selección de las empresas que van a ser utilizadas en el contraste a menudo ha venido condicionada, como en cualquier estudio económico, por el coste de cálculo, la dificultad en la búsqueda de variables o la disminución de la muestra a un número muy pequeño de casos, olvidándose en demasiadas ocasiones (o no haciendo mención explícita) de las repercusiones que el proceso de selección muestral tiene en las propiedades estadísticas y en la generalización de los estimadores y de los resultados obtenidos en términos de inferencia, por ejemplo.

El tamaño de la muestra final, tanto por lo que respecta a empresas oferentes, como a sociedades objetivo o no involucradas, en comparación con el tamaño de los casos totales ocurridos en la población hasta ese momento, quizás pueda condicionar la capacidad de generalización de los datos, produciéndose habitualmente importantes recortes en el tamaño muestral por problemas de falta de información para algunas de las variables consideradas.

El problema más común (sobre todo en los análisis de empresas objetivo y oferentes frente a no objetivos, por razones obvias) ha sido que no se ha procedido a realizar un muestreo aleatorio en la población objeto de estudio, para a partir del mismo obtener la muestra a emplear en la estimación. Por el contrario, habitualmente se ha empleado un procedimiento de muestreo basado en el caso (*choice based sample*), en el cual se seleccionan todas las empresas que han experimentado una toma de control y frente a ellas se han escogido, unas veces de forma aleatoria y otras con emparejamiento (con lo que se vuelve a romper la aleatoriedad, en este caso por lo que respecta a las empresas del grupo de control), un conjunto de igual número de no adquiridas, en ocasiones el doble, pero en pocos casos se

ha intentado aproximar a la verdadera proporción que guardan en la población las empresas objetivo y no objetivo de toma de control.

Este procedimiento, que no es aleatorio, va a tener consecuencias importantes si la metodología aplicada se sustenta en la hipótesis contraria, cual es lo habitual. Normalmente, esta forma de actuación obedece también a que el número de empresas objetivo es muy reducido comparado con el universo de empresas considerado, con lo cual un procedimiento aleatorio tendería a incluir muy pocas empresas en las que se produce la presencia del caso objeto de estudio, por que también puede ser un problema para la técnica estadística empleada. Esto se intenta salvar produciendo un sesgo en la muestra que se toma para la estimación del modelo, pues entran a formar parte de la misma un número de empresas objetivo y no objetivo en proporciones muy diferentes a las que se encuentran en la realidad.

Una posible solución a este problema sería proceder a ampliar el tamaño muestral, cuando sea un muestreo aleatorio, de forma que entraran a formar parte de la misma la mayoría de las empresas objetivo de toma de control; sin embargo, esto se debe sopesar con la necesidad de recabar mucha más información por el lado de las empresas no objetivo, junto con la pérdida de las ventajas y la justificación de proceder a un muestreo frente al análisis de toda la población considerada.

Otra posible solución del problema de muestreo se ha presentado en algunos estudios a través del análisis de toda la población de empresas, cuando ésta se define como el conjunto de sociedades pertenecientes a un sector, a las cotizadas en una bolsa de pequeño tamaño o incluso a un índice como el S&P o grupo bien definido como las empresas Fortune 500. En muchos de estos casos no se ha procedido a realizar la estimación de un modelo sobre una muestra extraída de la población sino sobre la misma población, excluidos aquellos casos para los que no había datos disponibles, con las consecuencias que ello tiene para el análisis estadístico de los resultados y su inferencia para otros grupos diferentes.

En los modelos de muestreo no aleatorio basado en el caso, una vez seleccionadas, por ejemplo, todas las adquiridas, las empresas no objetivo a menudo se han seleccionado procediendo a realizar un emparejamiento con cada adquirida de forma que se extraen empresas del mismo sector de actividad, momento temporal y/o tamaño, con el fin de controlar dichos factores en el análisis de los determinantes de las tomas de control, en lugar de proceder a seleccionar las empresas no objetivo de forma aleatoria una vez fijado su proporción de muestreo óptima. A veces, incluso se puede proceder (cuando la amplitud del número de casos así lo permite) a una selección aleatoria de empresas no objetivo dentro de las emparejadas. Esto presenta la ventaja de establecer una mayor comparabilidad en términos de homogeneidad entre las empresas analizadas, sobre todo a la hora de extraer conclusiones con validez para todos los sectores y períodos temporales cuando el corte del estudio abarca varios años y sectores (pues si no los modelos no suelen resultar significativos si procedemos a tratar conjuntamente todas las observaciones)o la justificación económica es más compleja. Por contra, se pierde información en el análisis pues las variables seleccionadas para producir el emparejamiento (*matching*) no podrán ser consideradas como variables explicativas en el modelo.

Otro factor de heterogeneidad en la revisión de la literatura empírica precedente viene motivado por la diversidad de cortes temporales que se recogen (de diferentes duraciones y situados en distintas décadas) lo cual es un elemento más que añade dificultad a la hora de establecer comparaciones y sacar conclusiones de validez general.

Además, el empleo en un estudio de OPAs que se han producido en años diferentes, combinado con la toma de datos de las variables independientes sobre una base anual, puede generar problemas cuando se emplean algunas técnicas estadísticas (logit, por ejemplo). Las variables explicativas en multitud de estudios hacen referencia a instantes temporales diferentes a los de ocurrencia del suceso (al menos para las empresas no adquiridas), si las variables son medidas al inicio del período de estudio y este período es superior al año. En este caso estamos comparando las características de las empresas objetivo, habitualmente recogidas para el año precedente a la toma de control, con las de las no objetivos al inicio del período de estudio, lo que supone implícitamente que estas últimas no se modifican en el tiempo. En todo caso, cuando el período temporal del estudio es superior al año, parece que subyace la hipótesis de estabilidad temporal en las causas determinantes de la adquisición.

Por otra parte, si se procede a introducir variables explicativas retardadas a lo largo de todo el período de análisis, es difícil interpretar el significado de las mismas en aquellos años posteriores al de ocurrencia de la oferta para el caso de las empresas adquiridas, pues los valores que toman dichas variables serían consecuencia de la adquisición. Este problema lo resuelve de forma adecuada la técnica del análisis histórico de sucesos, aún cuando introduzca algunas variables explicativas dependientes del tiempo.

Si el período temporal es superior a un año, también debiéramos plantearnos si el modelo permite clasificar y predecir correctamente las entidades objeto de oferta para el siguiente año o para un período temporal de igual duración al considerado en la estimación del modelo.

Parece evidente que aún cuando pretendiéramos encontrar similitudes entre los factores determinantes de las tomas de control en los países para los cuales contamos con estudios disponibles, es difícil realizar una generalización, debido a las diferencias existentes en el marco legal (societario, del mercado de valores en general y de la regulación de adquisiciones y monopolio) como en las peculiaridades y características de las entidades, sus sistemas financieros, (orientado a la banca o al mercado), diferentes mecanismos de control del comportamiento directivo y mercados de negociación.

1.3.- Consideraciones acerca de la información relevante, variables explicativas y finalidad del modelo.

En la literatura previa sobre los factores determinantes de las tomas de control han sido empleadas con profusión variables económico-financieras que a menudo aparecen en estudios muy diversos dentro del campo de las finanzas empresariales.

Una primera circunstancia a tomar en consideración hace referencia a la distribución de probabilidad poblacional de la cual ha sido extraída la muestra. Derivado de la propia forma de definición de algunas variables explicativas empleadas asiduamente en estos análisis se ha demostrado que a menudo las ratios económico-financieras no se comportan según una distribución normal[386]. De ello se derivan consecuencias importantes, tanto para el empleo del análisis univariante[387], como multivariante[388].

---

[386] Ello viene refrendado en la vertiente empírica por diversos estudios que han contrastado el ajuste de distribuciones teóricas a las ratios financieras, si bien la evidencia no es siempre totalmente concluyente.

[387] Por ejemplo, pasar de realizar un contraste paramétrico como es el de la de diferencia de medias mediante el contraste de la *t* de Student a uno no paramétrico como el contraste de la diferencia de medianas.

[388] Por ejemplo, violación de una de las hipótesis subyacente en los modelos de análisis discriminante.

A menudo, ante la violación del supuesto de normalidad, los autores suelen mantener una postura intermedia en el sentido de no invalidar todo el análisis como consecuencia de este defecto, aun siendo conscientes de la limitación impuesta en la interpretación, significatividad e inferencia estadística. Además, la gravedad de este incumplimiento puede ser diferente en función de la técnica empleada.

En cuanto a la determinación del conjunto de variables independientes a incluir en el modelo, los procedimientos para seleccionarlas son muy diversos. Algunos autores, llevando a cabo un análisis exploratorio, sin sustento en una teoría a priori de la que se deriven las variables a emplear, su signo y su magnitud relativa, procediendo a introducir un conjunto de variables no muy amplio (entre cuatro y ocho) que suelen corresponderse con las medidas económico-financieras tradicionalmente empleadas en estudios de otras áreas de las finanzas de empresa. Otros, sobre la base de una teoría formulada previamente, incorporan las variables que consideran representativas o adecuadas para contrastar las hipótesis derivadas de dicha teoría. En otros trabajos, se procede a recoger las variables que se han incluido en estudios previos, para intentar con ello contrastar si se muestran relevantes las mismas variables en otro país y/o período temporal.

Cuando el número de variables a incluir en el modelo multivariante es elevado o sólo se quiere ajustar el modelo con aquellas más significativas, algunos trabajos emplean, en primer lugar, una técnica de reducción de información, como por ejemplo, el análisis factorial (análisis de componentes principales), formulando a continuación el modelo con las variables con mayor capacidad explicativa con relación al factor o con los propios factores convenientemente interpretados. Otros trabajos, ante muchas variables explicativas, proceden a realizar una primera selección mediante el análisis del coeficiente de correlación, empleando como variables explicativas del modelo a contrastar, aquellas que no estén altamente correlacionadas. En ocasiones se introducen en el modelo sólo las variables que resultan significativas en el contraste univariante (aún cuando su nivel de significatividad, una vez tomadas en consideración de forma conjunta con otras variables, puede verse modificado sustancialmente). Además, en algunos casos se procede a realizar la estimación del modelo mediante la técnica del "paso a paso", para que de esta forma se intente evitar la posible multicolinealidad entre las variables explicativas consideradas.

Por lo que respecta a la definición de las variables, nos encontramos con que los estudios suelen estar condicionados por la accesibilidad de los datos, de forma que variables relevantes en el modelo teórico no pueden ser incluidas en el modelo empírico o deben ser aproximadas por otras quizás sólo débilmente relacionadas con la original, por la imposibilidad de contar con una medida adecuada de la misma. Es habitual que exista disparidad entre los estudios en relación a cómo se mide el mismo concepto (rentabilidad, apalancamiento, crecimiento, etc.), lo que ha de tenerse en consideración a la hora de agregar las conclusiones, en aras a realizar generalizaciones de estudios particulares.

Otro aspecto a considerar es la fuente de procedencia de los datos empleados[389]. Un cierto conocimiento de las fuentes de información es necesario para saber la fiabilidad de la materia prima de partida a la hora de calcular los valores de nuestras variables.

---

[389] Las fuentes más comunes son, por ejemplo, para EE.UU.: la comisión americana del mercado de valores (Securities and Exchange Commission, SEC) para los datos relativos a participaciones significativas (estructura de propiedad), COMPUSTAT para información que aparezca recogida en los estados financieros empresariales, datos ofrecidos por publicaciones de agencias de calificación (S&P), las cotizaciones (tomadas del Centre for Research in Security Prices, CRSP). Organismos y empresas similares proporcionan también la información en otros países. Para el caso de España podemos afirmar que no tiene la misma fiabilidad, exactitud, facilidad de acceso y uso, cantidad y calidad, coste, entre otros escoyos a salvar.

Asimismo debemos resaltar que la procedencia de los datos (por ejemplo, estudios por empresas privadas frente a datos de organismos y agencias públicas, datos con o sin coste de obtención, antecedentes de estudios realizados con información de dicha procedencia) puede influir tanto en la fiabilidad de la información manejada, y por ende, de las conclusiones alcanzadas, como en su entendimiento y accesibilidad por parte del inversor medio, quien sería el mejor destinatario de un modelo predictivo para tomar sus decisiones en la operatoria del mercado de acuerdo con la resolución de su aplicación.

Esta última apreciación parece de interés si nuestro propósito no es tan sólo determinar el sentido de influencia y la importancia relativa, si la tiene, de determinas variables en la diferenciación de empresas objetivos frente a no adquiridas, sino cuando intentamos conseguir un modelo de predicción. En este caso, si el usuario es el inversor individual, el modelo sólo debería incluir variables que puedan ser conocidas por aquél (aun cuando la capacidad predictiva aumentara si se incorporasen otras variables explicativas), por lo que las magnitudes recogidas en las variables deben hacer referencia a datos económicos y financieros de las empresas, de la economía en general, pero no a información no disponible de forma pública. Cabe pensar también que el usuario del modelo predictivo pudiera ser la dirección de la entidad ocupante (o incluso de la oferente) para conocer la posibilidad de que su empresa fuera objetivo de toma de control (candidatos posibles a adquirir), en cuyo caso pudiéramos incorporar variables que recogen información interna no accesible por parte del inversor individual.

De esta forma, parece que tiene especial relevancia el hecho de quién va a ser el usuario final o el fin último del modelo propuesto, y en función de ello, la información empleada, la capacidad explicativa y la interpretación del mismo. Así podemos diferenciar tres tipos de modelos: 1) Si se persigue conseguir el mayor porcentaje posible de discriminación entre empresas objetivo y no objetivo (tanto para la muestra de estimación como para otra de contraste), por ejemplo con la finalidad de diseñar un modelo de predicción del aumento de precios en los títulos de la objetivo o de medida del riesgo de OPA, entonces se debieran considerar e introducir todas las variables posibles, con independencia de la teoría subyacente y de quién haga uso del modelo, considerándose de menor importancia la información referente al signo, la significatividad y la magnitud relativa de las variables, frente a la bondad del ajuste y su capacidad predictiva. 2) Por contra, si se pretende explicar la decisión de OPA/ no OPA de acuerdo con una teoría prefijada, se pueden incluir las variables que se consideran importantes para poner de manifiesto las causas explicadas de acuerdo con dicho sustento teórico, y pasarían a ser valiosas la significatividad y el signo de las variables, el hecho de que el modelo en su conjunto sea significativo, y en menor medida, otras consideraciones. 3) En cambio, si se pretende conocer la importancia relativa de varias explicaciones teóricas contrapuestas, será trascendental tanto el signo como la significatividad y la magnitud relativa de las variables, para conocer cuál de las teorías presenta más influencia en la probabilidad de OPA, en tanto que se dará menor importancia a otros hechos.

Parece lógico que el primer tipo de modelo sería el habitualmente empleado (o buscado) por el inversor individual o el directivo de la empresa (tanto objetivo como oferente), en tanto que los tipos segundo y tercero corresponderían más al plano de investigación, sin descartar que con el primero también se podría intentar demostrar, a través del análisis de los rendimientos en exceso sobre la rentabilidad del mercado para los títulos de la objetivo en el período inmediato alrededor de la oferta, la posibilidad de batir al mercado mediante un modelo que permita anticipar la oferta con mayor rapidez que éste, lo que podría ser un sustento para la demostrar la no eficiencia informativa fuerte.

Según reconocen Krinsky *et al.* (1988, pág. 262) para identificar las sociedades objetivo de toma de control, el modelo empleado debe identificar las características de la empresas que están

relacionadas con los motivos de adquisición subyacentes. El éxito del modelo se medirá por el porcentaje de empresas objetivo correctamente identificadas o por los rendimientos anormales que podrían ser conseguidos por un inversor que empleara una estrategia de negociación (compra-venta) derivada del modelo.

En cuanto a la fuente de información para obtener la definición de las magnitudes que miden las variables, cuando va a ser empleado por el inversor individual, sólo podría considerar la información al alcance de éste, esto es, información pública ampliamente disponible, en tanto que si fuera utilizado por la dirección, se podría incluir información privada, sólo disponible por aquellos que ocupan los puestos de máxima responsabilidad en la empresa[390].

Por lo que respecta a la forma de medida, algunos estudios, si bien no es lo común, emplean datos deflactados por las tasas de inflación con base en el año de comienzo de la muestra, para intentar poner de manifiesto la importancia de los valores a precio de reposición. Merece destacar de forma especial en este análisis el empleo de la ratio Q de Tobin frente a la ratio de valoración, como medida de la eficiencia de la gestión del equipo directivo.

En la mayor parte de los trabajos las variables se definen en valores absolutos, en tanto que en algunos se definen como las desviaciones (por cociente o diferencia) frente a la media del sector o de la población objeto de estudio. Esto es un factor más a tener en cuenta a la hora de interpretar los resultados. Además, a veces una variable se define como el valor medio para una serie de años pasados (por ejemplo, anteriores a la fecha de adquisición), intentando con ello disminuir el problema de que los datos de diferentes empresas hayan sido tomados en distintos momentos de tiempo o el riesgo de error en la estimación del valor.

1.4.- La capacidad clasificatoria/predictiva del modelo.

La literatura debiera ser dividida en dos tipos de estudios, de acuerdo a si intentan una clasificación *ex post* o una predicción *ex ante* de las empresas objetivos de adquisición.

Los estudios de clasificación *ex post*, se centran en las características financieras y de otro tipo de las empresas adquiridas y no adquiridas. Los investigadores emplean una función que organiza las sociedades en un conjunto de índices consistentes de identificadores de clase (adquirida/no adquirida), es decir, intentan discriminar entre las empresas objetivo y no objetivo, donde el término "discriminación" se refiere al proceso de derivar reglas de clasificación de muestras de objetos clasificados. Una vez derivadas esas reglas, tratan de clasificar las sociedades, donde el término "clasificación" se refiere a la aplicación de las reglas a nuevos objetos cuya clase es desconocida.

Por lo tanto, una buena función discriminante puede clasificar correctamente qué empresas fueron tomadas control y cuáles no lo fueron, tras ocurrir el hecho de toma de control. La fiabilidad de clasificación *ex post* ha sido bastante buena en muchos estudios de tomas de control. Por contra, los estudios de predicción *ex ante* han producido evidencia muy limitada de cualquier capacidad para predecir por adelantado qué empresas serán objeto de toma de control en el mercado (Krinsky *et al.*, 1988, pág. 263).

Enlazando con lo expuesto anteriormente al referirnos a la finalidad del modelo, algunos trabajos se preocupan por analizar la capacidad predictiva del modelo, si bien no en todos los casos se emplea

---

[390] Previsiones de la marcha de la empresa, del sector, otros conocimientos internos, valoración de su propia capacidad de gestión, etc.

una muestra diferente a la de estimación, lo que por lo general produce en las técnicas de regresión y discriminantes una sobreestimación de la exactitud de la clasificación. A veces, cuando no se dispone de muestra de validación diferente de la de estimación para proceder a examinar la exactitud del modelo, se puede dividir la muestra original en dos[391] y se procede a reestimar los coeficientes del modelo con una mitad y a clasificar la segunda mitad con éste último. Asimismo, algunas técnicas como el análisis discriminante tienen procedimientos específicos (por ejemplo, el método de la U de Lachenbruch).

En aquellos casos en los que se procede a validar el modelo con una muestra diferente ("clasificación"), en algunas ocasiones la muestra se reserva de los datos del mismo período temporal para el cual se estiman los parámetros del modelo, si bien lo habitual es que se contraste el modelo con una muestra representativa de la misma población pero para un período temporal posterior. En ambos casos debemos recordar los comentarios realizados en el apartado dedicado a la selección de la muestra al objeto de tenerlos presente al seleccionar la muestra de contraste. Así, en algunos estudios, aún cuando el procedimiento de obtención de la muestra de estimación se realiza basado en el caso y se extrae un número igual de empresas no objetivo, a la hora de examinar la exactitud "clasificatoria" proceden a incluir la totalidad de la población. Por contra, en otros emplean una muestra basada en el caso con un número de sociedades no objetivo más o menos equilibrado.

La exactitud presentada por los modelos que vamos a revisar varía dentro de un amplio rango, debido fundamentalmente a la forma de definición del grupo objetivo y no objetivo y al tamaño de las muestras de estimación y validación del modelo. Además, en muy pocas ocasiones está exenta de un elvado riesgo.

La magnitud más relevante a la hora de determinar la exactitud clasificatoria suele ser el error medio de clasificación, examinando si es significativamente diferente de una asignación aleatoria y teniendo en cuenta los tamaños relativos de las muestras de empresas objetivo y no objetivo. Cuando procedemos a evaluar de esta forma la exactitud clasificatoria estamos considerando que el error tipo I (predecir como sociedad objetivo una empresa no objetivo) y el error tipo II (predecir como sociedad no objetivo una que en la realidad resultó ser empresa objetivo) suponen igual coste de clasificación, lo cual no siempre tiene por qué ser cierto, y en gran medida dependerá del uso que se vaya a hacer del modelo. Así, puede que el error tipo I suponga un mayor coste para la empresa oferente o el inversor individual, dado que el empleo de un modelo con la finalidad de adquirir con suficiente antelación futuras empresas objetivo[392], supondría adquirir empresas con las que no se produciría una ganancia sino posiblemente una pérdida; en tanto que el error tipo II implicaría un coste de oportunidad por la ganancia que se habría dejado de obtener por no haber seleccionado una empresa que fue objetivo de toma de control.

Algunos autores mantienen que el escaso poder predictivo de los modelos por el elevado error tipo I no debe ser interpretado como una debilidad del modelo, sino más bien como una capacidad "predictiva" con antelación de las empresas que serán objetivo de adquisición en períodos posteriores, pues en algún estudio se muestra cómo algunas de las empresas clasificadas como objetivo, aunque de hecho no lo fueron para el período de contraste, resultaron ser adquiridas en un período posterior. Este hecho viene a reflejar que una empresa no comprada en un período determinado no tiene por qué no

---

[391] Sin realizar la partición de acuerdo a dos momentos temporales consecutivos, sino que se divide sin considerar las fechas de la observaciones.

[392] Con la esperanza de una ganancia que parece que se suele producir por diferencia del precio pre-oferta y el de oferta.

ser objetivo de adquisición en otro período posterior. Ello plantea el problema, que supera la técnica del análisis histórico de sucesos, (que expondermos más adelante) del censuramiento por la derecha, pues cuando se procede a estimar los modelos de supervivencia, aquellas observaciones (empresas) que no han sido objeto de compra en el período considerado no son tratadas como si no lo fueran a ser en un período posterior, sino que siguen sometidas al riesgo de adquisición.

La posibilidad de que las empresas no objetivo de la muestra de estimación extraídas aleatoriamente puedan ser objetivo en un período posterior de tiempo al considerado, ha llevado a algunos autores a preferir un muestreo no aleatorio en el cual se pueda tener la seguridad de que la empresa no objetivo no fue adquirida en períodos siguientes (períodos cuyo resultado ya se conoce en el momento de realización del trabajo); si bien, nunca se tendrá la certeza de que no sea adquirida con posterioridad a la fecha de realización del estudio.

Por último, comentar que para que tenga sentido la aplicación de un modelo con fines predictivos es necesario asumir que los coeficientes son estables en el tiempo (o en otro caso proceder a reestimar el modelo con los datos de nuevos períodos para a continuación predecir el siguiente), lo cual se ha demostrado que no se suele cumplir cuando las variables son ratios financieras como tantas veces habitualmente ocurre entre las variables empleadas.

2.- Breve análisis de las técnicas estadísticas empleadas[393].

Las técnicas utilizadas para examinar las variables determinantes o relevantes en la presentación de una OPA obedecen en gran medida como es de suponer, tanto a los avances en la investigación de las mismas como a su aplicación a otros problemas de las finanzas empresariales, así como disciplinas económicas y sociales afines.

Los estudios iniciales, que se caracterizaban por ser eminentemente descriptivos, se remontan a los años sesenta, si bien es en la década de los setenta cuando aparecen los primeros trabajos que incorporan modelos más complejos y detallados que el simple análisis univariante de alguna variable aislada, pasando al empleo de técnicas multivariantes.

Una primera clasificación de las técnicas utilizadas responde a la ya tradicional distinción entre modelos univariantes y multivariantes. Los primeros intentan, a través de un contraste estadístico, determinar si existen diferencias significativas entre los valores de las medias (paramétrico) o de las medianas (no paramétrico) de los grupos analizados, y a partir de ahí concluir que los valores de las medidas de posición de una o más variables consideradas y examinadas de forma independiente son iguales o diferentes para las muestras objeto de estudio.

El análisis univariante suele preceder a los análisis multivariantes, en los que se estudian las relaciones de la influencia conjunta así como la significatividad individual y conjunta de las variables consideradas, lo que puede llevar a conclusiones diferentes a las de las pruebas univariantes.

Dentro de los métodos multivariantes empleados de forma más habitual en la literatura relevante podemos establecer una clasificación diferenciando:

---

[393] El contenido de este apartado está tomado fundamentalmente de Klecka (1980) para el Análisis Discriminante, Allison (1984) para el Análisis de Supervivencia y Aldrich y Nelson (1984) para los modelos de probabilidad lineal y no lineal (Logit y Probit). Puede consultarse también los libros de Liao (1994), Cramer (1991) y Maddala (1991 y 1996a, págs. 369-386) Novales (1997, págs. 529-549) o Carrascal (1997, págs. 177-196) para la medodología econométrica de la regresión con variable dependiente cualitativa; Maddala (1991 y 1996b) para la aplicación de estas técnicas en finanzas y contabilidad y Palepu (1982, 1986) y Powell (1997) para algunas precisiones

- Técnicas de regresión.

- Técnicas de clasificación.

Entre los primeros se han empleado técnicas que perseguían determinar la probabilidad de ocurrencia de una OPA (a través de modelos de regresión lineal, probit y logit) y otras que intentan estimar el riesgo de OPA para aquellas empresas de la muestra que todavía no han sido adquiridas (modelos de supervivencia o análisis histórico de sucesos).

Con relación a los modelos de clasificación, el más empleado ha sido el análisis discriminante múltiple (lineal y no lineal). En menor número otras técnicas aplicadas[394] fueron el test de clasificación dicotómica, las redes neuronales, la partición recursiva o el análisis de conglomerados.

Además, el análisis de correlación se ha utilizado para conocer la relación entre pares de variables y los modelos factoriales se han empleado tanto como técnica de reducción de la información de partida en conjunción con modelos de regresión o clasificación; como de aproximación a la caracterización del conjunto de variables que permiten diferenciar entre las empresas objeto de estudio. La técnica empleada habitualmente para este último fin ha sido el Análisis de Componentes Principales.

A continuación exponemos un resumen de los métodos multivariantes más aplicados, analizando sus ventajas y puntos débiles fundamentales.

2.1.- Modelos de regresión.

2.1.1.- La estimación de la probabilidad de ocurrencia de una OPA.

Una de las técnicas multivariantes que más se ha empleado para determinar los factores relevantes en la ocurrencia de una OPA han sido las que modelizan, mediante un análisis de regresión, la variable dependiente como una variable dicotómica[395], de valores cero (empresa no objetivo de OPA) o uno (empresa objetivo de OPA).

El empleo de estos modelos es común con otros campos de las finanzas empresariales como la predicción de quiebra o la concesión de créditos, y en el mercado de toma de control como en el análisis de los factores determinantes de la adopción de medidas anti toma de control o del cese del equipo directivo.

---

metodológicas acerca de la modelización de la probabilidad de toma de control.

[394] Para una exposición del empleo del *Analytic Hierarchy Process* a la decisión de fusión véase Bagchi y Rao (1992).

[395] A veces, por el objetivo perseguido por el estudio (por ejemplo, probabilidad de ser objetivo definiendo la adquisición por tramos de propiedad), se han empleado modelos que consideran más de dos sucesos (respuesta múltiple o politómica) en lugar de respuesta binaria.

En los modelos politómicos, los sucesos alternativos frente al caso marginal que se identifica con un suceso de control (o no presencia de los demás), representan distintos grupos separados de individuos, viniendo determinada la probabilidad de ocurrencia de todos los sucesos por el mismo conjunto de variables explicativas; si bien los valores que tomarán los parámetros se espera que sean significativamente diferentes para cada valor de la variable dependiente.

En el caso de que la estructura de generación de las probabilidades fuese diferente para cada par de sucesos, deberíamos plantear una regresión con variable dependiente dicotómica para cada uno de los modelos que, evidentemente, incluirían variables comunes y no comunes a todos ellos.

A continuación se exponen brevemente las tres modelizaciones más utilizadas.

El modelo de probabilidad lineal.

Cuando la variable dependiente sólo puede tomar dos valores que indican la presencia o ausencia del fenómeno objeto de estudio (habitualmente representados por uno y cero, respectivamente) el modelo de regresión lineal multivariante en el que consideramos que la ocurrencia de OPA (variable dicotómica dependiente) viene explicada por k variables independientes, se puede expresar como:

$$Y_i = \sum_{k=1}^{K} b_k X_{ik} + U_i$$

donde k= 1, 2, ..., K es el número de variables explicativas del modelo; Y es la variable dependiente, que toma valores cero cuando la empresa no es objeto de OPA y 1 en caso contrario, X_k son las variables independientes o exógenas que intentan explicar la ocurrencia de una OPA, b_k los parámetros a estimar, Ui es el término de error o perturbación aleatoria que verifica las hipótesis habituales, y el subíndice i representa la observación i-ésima de una muestra aleatoria de tamaño N.

Si tomamos esperanzas matemáticas en la expresión anterior y tenemos en cuenta los valores que puede tomar la variable dependiente, el valor esperado de Y es igual a la probabilidad de ocurrencia del suceso, esto es:

$$E(Y_i / X_{i1},\ldots,X_{ik}) = E(Y_i) = P(Y_i = 1) = \sum_{k=1}^{K} b_k X_{ik}$$

expresión que corresponde al modelo de probabilidad lineal[396].

La estimación de este modelo por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) nos proporciona unos estimadores, que si bien son insesgados, al no verificarse la hipótesis de homocedasticidad de la perturbación aleatoria, puesto que varía sistemáticamente con los valores de las variables independientes, no son el conjunto de estimadores eficientes. Como consecuencia de ello, las estimaciones de las varianzas de los parámetros no serán correctas y cualquier contraste de hipótesis (mediante los test de la t o de la F) no será válido, incluso para muestras de gran tamaño[397].

El problema se puede solucionar estimando el modelo por medio de mínimos cuadrados ponderados (MCP) en dos etapas, como propuso Goldberger (1964), comenzando con una estimación de los valores de los parámetros por MCO (b_k^) y calculando a continuación los pesos o ponderaciones, que son iguales a los recíprocos del error estándar estimado para el término de perturbación aleatoria (U_i):

$$w_i = \left[\frac{1}{(\sum \hat{b}_k X_{ik})(1 - \sum \hat{b}_k X_{ik})}\right]^{\frac{1}{2}}$$

Posteriormente se procede a estimar por MCO el modelo transformado:

$$(w_i Y_i) = \sum (b_k w_i X_{ik}) + (w_i U_i)$$

---

[396] En lo sucesivo se entiende que todos los sumatorios son desde k=1 hasta K y han sido suprimidos los límites.

[397] No obstante, el modelo de probabilidad lineal puede ser de gran utilidad dado que las estimaciones de los coeficientes beta del modelo se relacionan con los coeficientes del modelo de análisis discriminante (véase Maddala, 1983, págs. 15-16; 1991, pág. 789).

Se demuestra que los estimadores del nuevo modelo son insesgados y eficientes con lo que serían adecuados para realizar los contrastes de hipótesis.

Aunque el procedimiento de Goldberger resuelve el problema de la heterocedasticidad, no es capaz de realizar estimaciones de los parámetros originales (b_k) en la primera regresión por MCO que nos conduzcan a que los valores estimados de Y_i se encuentren comprendidos entre cero y uno, como sería deseable al tratarse de una probabilidad[398].

La dificultad de obtener valores entre cero y uno en el modelo de probabilidad lineal puede deberse precisamente al hecho de que no sea la modelización adecuada para nuestro problema. Así, si suponemos que la relación entre E(Y) y X es no lineal pero se estima un modelo de probabilidad lineal a través de MCO y MCP, dichas estimaciones tenderán a indicar el signo correcto del efecto de X sobre Y, pero, la especificación incorrecta de un modelo como lineal (cual parece que es el modelo de probabilidad) cuando debiera ser no lineal tiene varias consecuencias en las estimaciones por mínimos cuadrados[399].

BIBLIOTECA VIRTUAL

Especificaciones no lineales de los modelos de probabilidad: Logit y Probit.

Aún cuando en los modelos de regresión resulta común que sea lineal la especificación de la relación entre la variable dependiente y las variables independientes, si esta formulación no es adecuada para la teoría que se intenta contrastar a través del modelo propuesto, se incurre en lo que los económetras denominan (cual parece que es el modelo de probabilidad) como error de especificación.

La resolución del problema de especificación que genera el modelo de probabilidad lineal como consecuencia de que E(Yi)=P(Yi=1)=Pi no quede restringida al intervalo (0,1) se puede solventar mediante una trasformación como log[Pi/(1-Pi)], de forma que quedaría:

$$\log\ [P_i / (1 - P_i)] = -b_k X_{ik}$$

Dado que nuestro interés es determinar una expresión con Pi como variable dependiente, operando obtenemos la expresión:

$$P_i = \frac{e^{-b_k X_{ik}}}{(1 + e^{-b_k X_{ik}})}$$

que corresponde a la función logística[400].

---

[398] Para que esto fuera así, se habrían de imponer restricciones al modelo de probabilidad lineal que son arbitrarias y modificarían los coeficientes estimados de la regresión. Ello se deriva de la formulación del modelo como una relación lineal entre las variables, lo que impone restricciones en los efectos marginales de las variables explicativas que no se toman en consideración a la hora de estimar el modelo, además de que la linealidad obliga a que las variables exógenas tengan un efecto marginal constante.

[399] Estas son: a) no se conocen las propiedades de la distribución de los estimadores, b) son sensibles al rango de los datos muestrales, c) pueden infravalorar de forma importante la magnitud de los efectos verdaderos entre X e Y, d) producen predicciones de la variable dependiente que sistemáticamente están fuera del rango (0,1) y e) las estimaciones empeoran cuando se aplican las prácticas estadísticas habituales con el fin de mejorar las predicciones.

[400] Esta función reúne las condiciones de ser contínua y poder tomar valores entre cero y uno; si bien, no es más que una de las varias transformaciones posibles que posee esta característica.

Otra de las aproximaciones más empleadas es la curva normal, de la que se deriva el modelo Probit, que al igual que la logística presenta una función sigmoidea y simétrica con relación al valor de Ob_kX_{ik} =0, y no impone restricciones sobre el valor que toma Ob_kX_{ik}. La única diferencia esencial entre ambos modelos es la pendiente de caída de los extremos de las curvas, es decir, si se aproximan con mayor o menor rapidez a los valores extremos (cero y uno). De hecho, las curvas normal y logística son tan similares que producen resultados prácticamente idénticos, con probabilidades estimadas que pueden diferir en menos de un 2% y que sólo pueden ser distinguibles para muestras muy grandes desde el punto de vista de la significatividad estadística.

La ecuación de la curva normal para el modelo Probit responde a la formulación:

$$\int_{-\infty}^{b_k X_{ik}} \frac{1}{\sqrt{2\phi}} e^{\left(\frac{-u^2}{2}\right)} dU$$

En la interpretación de los modelos Logit y Probit hemos de tener en cuenta que la derivación estructural de los mismos contiene relaciones como Y^*_i =O b_k X_{ik} +U_i, donde Y^*_i representa la preferencia latente (no observable) por una alternativa. En esta ecuación b_k mide el efecto de un cambio de X_{ik} en la variable continua no observable Y^*_i, y no en la discreta y observada Y_i. Dado que Y^*_i nunca es directamente observada, su escala no puede ser determinada; así pues, Probit y Logit emplean normalizaciones para fijar cualquier escala arbitraria, de forma que en el Probit la normalización fija la desviación típica de U_i en M/· 3 [401]. La importancia de esta consideración en términos de interpretación es que los valores latentes de Y*i y los efectos marginales de bk tienen sólo un significado ordinal, y no cardinal.

Las hipótesis sobre las que descansan estos modelos se pueden enunciar como sigue:

1) La variable aleatoria dependiente, Y, se supone que es binaria tomando dos valores exclusivamente, 0 y 1 siendo los resultados de Y mutuamente excluyentes y exhaustivos.

$$Y_i \subset \{0,1\},\ i = 1,...,N$$

La cuestión de interés es llegar a determinar el valor del parámetro P, probabilidad de que Y sea igual a 1 (P=P(Y=1)).

2) Se supone que Y depende de k variables observables, X_k, k=1,...K, expresándose como:

$$P = P[Y = 1 / X_1,...,X_K] = P[Y / X]$$

3) La relación entre Y y X no es lineal, dependiendo de la forma funcional concreta del modelo a estimar.

Para el modelo Logit tenemos que:

$$P[Y = 1 / X] = \frac{e^{-b_k X_k}}{1 + e^{-b_k X_k}}$$

Para el modelo Probit tenemos que:

---

[401] Esto es, la forma Probit es la función de distribución para una variable normal con media cero y varianza 1, en tanto que la expresión logística es la función de distribución de una variable logística aleatoria con varianza $M^2/3$.

$$P[Y=1/X] = \int_{-\infty}^{b_k X_k} \frac{e^{\frac{-u^2}{2}}}{\sqrt{2\phi}} dU$$

donde en ambas expresiones b_k (k=1,...,K) representa los parámetros a estimar (incluido el término constante).

4) Los datos son generados por un muestreo aleatorio de tamaño N, donde un elemento muestral se representa por i (i=1,..., N). Esta hipótesis requiere que las observaciones de Y sean estadísticamente independientes unas de otras, excluyendo la correlación serial.

En estos modelos no es necesaria una hipótesis análoga a la de homocedasticidad del modelo MCO, pues va inmersa en la especificación de la forma de función no lineal.

5) Las variables independientes, al igual que en el modelo de MCO, pueden ser aleatorias o fijas. Sólo se requiere que no exista una relación lineal perfecta de dependencia entre las X_{ik}, lo que implica que N>k, que cada X_k debe tener alguna variación a lo largo de las observaciones, y que dos o más variables X_k no pueden estar perfectamente correlacionas. Si no se da esta correlación perfecta, pero es significativamente alta, se producen problemas de multicolinealidad similares a los de la regresión por MCO.

El procedimiento de estimación de los parámetros de los modelos probit y logit es la Estimación por Máxima Verosimilitud (EMV) frente a los modelos de regresión ordinarios que se estiman por el método de Estimación por Mínimos Cuadrados (EMC) o MCO, si se verifican las hipótesis de Gauss-Markov[402].

Los estimadores[403] que se obtienen por EMV presentan, de forma asintótica, las propiedades de insesgadez, eficiencia y normalidad, las cuales parece que se mantienen incluso cuando se estiman modelos logit y probit para muestras de tamaño moderado en las que N-K=100.

2.1.2.- Análisis histórico de sucesos, Análisis de supervivencia o de duración.

El aspecto más relevante de esta técnica es el hecho de centrarse en el estudio del riesgo de adquisición a que está sometida una empresa en un momento determinado considerado incluido dentro del período de análisis. Como indica su nombre, el tiempo desempeña un papel fundamental en la ocurrencia de la adquisición, y así, parece más adecuada para examinar qué factores influyen en que la OPA se produzca en un instante o intervalo temporal determinado, que para comparar las características de las empresas adquiridas frente a las no adquiridas, pues el análisis de supervivencia seguiría siendo válido si dentro del período temporal en el que se extrae la muestra de contraste todas las empresas son objetivo de OPA (es decir, no se producen casos censurados[404]), si bien, en distintos

---

[402] La diferencia fundamental en el enfoque de ambos métodos de estimación es que en la EMV se intenta buscar los parámetros que implican la mayor probabilidad de haber obtenido la muestra observada Y, en tanto que por EMC se eligen los parámetros que producen la menor suma de cuadrados de los errores en el contraste.

[403] Dado que la función de maximaverosimilitud de estos modelos no es lineal en los parámetros, la obtención de éstos se realiza por medio de algoritmos iterativos, siendo el de Newton-Raphson el empleado más frecuentemente.

[404] Un caso u observación se define como "censurada" cuando al final del periodo de análisis no ha ocurrido el suceso objeto de estudio, lo cual no quiere decir que no pueda ocurrir en otro periodo posterior, si ello fuera posible. Podemos referirnos a tres modalidades de censura:

a) Tipo I: Si fijamos un período de análisis determinado, por ejemplo el año, los individuos a los que no les ocurre el suceso transcurrido un año son censurados, así como aquellos que desaparecen del análisis durante ese período pero

momentos temporales. Sin embargo, normalmente no todas las sociedades serán adquiridas, con lo que implícitamente compara las características de las empresas objetivo frente a las no adquiridas (empresas objeto de censura) durante el período examinado.

La técnica del análisis histórico de sucesos (event history analysis), en comparación con los procedimientos de regresión que intentan determinar los factores influyentes en la probabilidad de ocurrencia de una OPA, presenta como características fundamentales: a) que se otorga un tratamiento adecuado al problema del censuramiento de observaciones y b) el hecho de que algunas variables explicativas puedan cambiar de valor para distintos momentos de tiempo (variables explicativas que toman valores dependiendo del instante en el que nos encontramos dentro de nuestro período de análisis).

Es más, el intento de aplicar los métodos de probabilidad de adquisición citados en el apartado anterior pueden conducir a importantes sesgos o pérdidas de información. Así, si nuestro modelo intenta responder a la cuestión de cuáles son las variables determinantes de presentación de una OPA en un período de tiempo determinado, aún cuando se puede conocer la fecha exacta de la OPA, normalmente se va a crear una variable dependiente dicotómica que indicará la presencia o ausencia de tal suceso para una empresa en particular en el período objeto de estudio. El hecho de que dicha variable sea dicotómica resulta totalmente arbitrario, en tanto que no suele ocurrir nada especial en la línea divisoria que marca el final del período analizado, sino que el fin del intervalo temporal se fija a conveniencia generalmente de la disponibilidad de datos. A la vez, no se hace uso de toda la información que está disponible, dado que se ignora la variación en cualquier sentido de la línea que divide, por el otro extremo del intervalo, el que una empresa entre o no en nuestro estudio.

Con el fin de evitar este inconveniente se puede emplear en la regresión como variable dependiente el intervalo de tiempo que transcurre desde que se considera la empresa formando parte del estudio (por ejemplo, creación de la empresa o una fecha determinada.) hasta que se produce la OPA. Esta circunstancia genera, a su vez, dos problemas:

1) El valor de la variable dependiente es desconocido o "censurado" para aquellas empresas que no son adquiridas en el período (es decir, para las no objetivo). Si el número de casos censurados fuese pequeño, podría ser aceptable prescindir de esas observaciones sin cometer un sesgo importante, pero no ocurre así si el número es elevado (Sorensen, 1977; Tuma y Hannan, 1978).

Una alternativa para solucionar el problema de la censura es asignar el intervalo de mayor tiempo observado (nuestro período de análisis) como valor de la variable dependiente para aquellos casos que presentan censura (es decir, para aquellas empresas que no han sido objeto de OPA), pero esto infraestima el verdadero valor y puede provocar de nuevo sesgos importantes.

2) Aun cuando no existiese censura (lo que supondría que todas las empresas son adquiridas dentro del período de análisis, pero normalmente en momentos diferentes de tiempo, variable esta última que es la verdaderamente relevante para esta técnica), permanece el problema de incorporar en el modelo variables explicativas que cambian de valor a lo largo del período de estudio.

---

por causa diferente a la que es objeto de nuestro interés.

b) Tipo II: Se establece la duración temporal del estudio hasta que se consigue que le ocurra el suceso a una determinada proporción fija de individuos, de forma que los supervivientes serían censurados.

c) Tipo III: Supuesto un período de estudio fijo y predeterminado, se analizan los individuos entrando a formar parte de la población objeto de estudio en diferentes momentos de tiempo. De esta forma, resultan censurados todos aquellos a los que no les ocurre el suceso antes de finalizar el período considerado y los que se pierden por cualquier circunstancia, pero en ambos casos, su permanencia ha sido desde que se incorporaron al grupo, y no desde el comienzo del período de análisis.

Así, por ejemplo, si examinamos las OPAs ocurridas en cinco años, y los períodos temporales (que corresponden con los de medida de las variables cuyos valores cambian con el tiempo) son anuales, una de las posibles soluciones podría ser la inclusión de cinco variables explicativas, cada una de las cuales haría referencia al valor de la variable en un año.

Sin embargo, este procedimiento es inadecuado para aquellas empresas que son objetivo de toma de control durante el primer año, pues los valores que toman las variables explicativas tras el primer año son irrelevantes para explicar la ocurrencia de la OPA. De hecho cabe pensar que dichos valores podrían venir condicionados por el hecho de que ha ocurrido el suceso y, en este sentido, ser efecto en lugar de causa. Este problema sólo se resuelve cuando las variables no cambian en el tiempo y no existe una forma satisfactoria de incorporación de las variables explicativas cambiantes en el tiempo dentro de un modelo de regresión múltiple que predice el tiempo de ocurrencia de un suceso.

Dentro de la técnica del análisis de supervivencia podemos diferenciar entre los modelos de tiempo continuo, en los que se supone que el tiempo de ocurrencia de un suceso (variable dependiente) se mide con total exactitud y las unidades discretas de medida del tiempo son muy pequeñas, asimilándose a una escala continua; frente a los modelos de tiempo discreto, que emplean unidades temporales más amplias (meses, años,...).

En los modelos discretos es necesario definir el concepto de conjunto de riesgo (*hazard set*), esto es, el conjunto de individuos que están sometidos a la posibilidad de ocurrencia de un suceso en cada momento temporal, siendo la tasa de riesgo (*hazard rate*) la probabilidad de que le ocurra el suceso, en un momento particular, a un individuo concreto, dentro del grupo de observaciones (casos) que en ese momento (al inicio del período temporal) pertenezca al conjunto de riesgo.

La tasa de riesgo es una variable no observada, dado que controla tanto el hecho de la ocurrencia del suceso como el momento concreto en que se producen este, y va a constituir la variable dependiente de esta técnica. Se supone que la tasa de riesgo varía en cada período temporal pero es la misma para todos los individuos dentro de cada período.

Una vez definida la tasa de riesgo como la variable a explicar: P(t), probabilidad de que a un individuo le ocurra el suceso en el momento t, dado que el individuo en dicho momento pertenece al conjunto de riesgo, se procede a especificar la forma de dependencia de la tasa de riesgo con relación a las variables independientes del modelo.

Supongamos que P(t) es función, por simplificar, de dos variables explicativas, X_1 que no depende del tiempo y X_2 que toma valores diferentes para cada momento temporal (mes, año) y donde t se refiere a las unidades discretas de tiempo en las que se registran las observaciones, dentro del período temporal objeto de análisis. Para el caso de un modelo que supone que los cambios en la tasa de riesgo, P(t), sólo dependen de la variable explicativa dependiente del tiempo (X_2) tendríamos:

$$P(t) = a + b_1 X_1 + b_2 X_2(t)$$

siendo b_1 y b_2 los parámetros a estimar. Realizando las mismas transformaciones que en los modelos de probabilidad logística, tendríamos:

$$\log \frac{P(t)}{(1 - P(t))} = a + b_1 X_1 + b_2 X_2(t)$$

De forma similar, también podríamos considerar que la tasa de riesgo cambia de forma autónoma con el tiempo, permitiendo cualquier variación en la tasa de riesgo y definiendo el intercepto del modelo (a) de forma que pueda ser diferente para cada momento temporal[405]:

$$\log \frac{P(t)}{(1 - P(t))} = a(t) + b_1 X_1 + b_2 X_2(t)$$

Ambos modelos aplican EMV creando tantos registros para cada individuo como momentos ha estado en el grupo de riesgo[406]. Una vez que disponemos del número total, para cada observación (por ejemplo, empresa-año) se codifica la variable dependiente con valor 1 si ocurre la OPA en ese año y 0 en caso contrario, en tanto que a las variables explicativas se les asignan los valores que toman en ese año y para esa empresa.

Igualmente se podrían definir las variables cambiantes en el tiempo de forma retardada (X_{t-1}) si ello ayudara a explicar mejor la ocurrencia del suceso o que la medida de la variable se produzca a intervalos mayores (menos veces) o menores (mayor número de veces) que el año.

Una vez codificada la variable dependiente y asignados los valores a las variables independientes la EMV solventa el problema de censuramiento, dado que los individuos (empresas) que no tengan una OPA en todo el período de estudio (lo cual no quiere decir que no pueda ocurrir con posterioridad), son censurados y contribuyen a la estimación de los parámetros exactamente con la información que se conoce de estas empresas, esto es, que no han tenido OPA en ese período analizado.

A la vez, se ofrece una solución adecuada al problema de las variables explicativas dependientes en el tiempo, pues se introducen sin ninguna dificultad con su valor para cada período de tiempo discreto en el que se mide la ocurrencia del suceso, tratándose cada par individuo-momento como una observación diferente.

En los métodos continuos podemos clasificarlos diferenciando a su vez entre métodos paramétricos, en los que el tiempo hasta un suceso (o tiempo entre sucesos) proviene de familias de distribución muy especificadas, y los métodos semiparamétricos, en los que se realizan menor número de supuestos acerca de la distribución del tiempo entre sucesos.

La definición de la tasa de riesgo[407], h(t), en los modelos continuos es el cociente entre la probabilidad de que un individuo experimente el suceso en el intervalo infinitesimal que va de t a t+s, dado que el individuo estaba en el conjunto de riesgo en el momento t, y la duración del intervalo (s) cuando tiende a cero. Así tenemos que:

---

[405] Ello supone considerar tantos términos constantes como momentos existan en el período objeto de estudio, lo que a la hora de contrastar el modelo se traduce en introducir variables explicativas dicotómicas.

[406] Es decir, definimos las observaciones como individuo-momento. Así, para un periodo por ejemplo de 5 años, para cada empresa que resulta adquirida en el año 1 se recogerá una observación, para aquellas que son objetivo en el año 2 tendrán dos observaciones (una por cada año que ha pertenecido al conjunto de riesgo), llegando a cinco observaciones para las empresas censuradas (que no han sido adquiridas).

[407] Aún cuando a efectos prácticos, y por simplificar, puede ser de utilidad pensar en h(t) (tasa de riesgo en tiempo continuo) como la probabilidad de ocurrencia, no es verdaderamente una probabilidad dado que puede ser mayor que la unidad y de hecho no tiene un límite superior. Una interpretación más exacta sería decir que h(t) es la tasa de riesgo no observada a la cual ocurren los sucesos. Específicamente, si h(t) es una tasa constante en el tiempo, es el número esperado de sucesos en un intervalo de tiempo de longitud la unidad y su recíproco (1/h(t)) nos da la longitud esperada del intervalo de tiempo hasta la ocurrencia de otro suceso, medido en unidades de tiempo.

$$h(t) = \lim_{s \Downarrow 0} \frac{P(t, t+s)}{s}$$

En los métodos paramétricos el modelo está completamente especificado, salvo los valores de ciertos parámetros, que deben ser objeto de estimación.

La forma de definición empleada para la tasa de riesgo se corresponde de cerca con la noción intuitiva de riesgo[408]: si dos empresa tienen tasa, por ejemplo, de 0'5 y 1'5, respectivamente, es apropiado decir que la segunda tiene tres veces más riesgo de ocurrencia del suceso que la primera.

Uno de los factores que diferencian los distintos modelos paramétricos es la forma de la función de la tasa de riesgo. De hecho, la función de riesgo, h(t), determina por completo la distribución de probabilidad del tiempo hasta un suceso (o del tiempo entre sucesos, para el caso de sucesos repetidos). Exponemos a continuación algunos de los modelos paramétricos más empleados[409], en los que la relación funcional se ha especificado para el caso de dos variables explicativas:

+ El modelo exponencial, en el que la tasa de riesgo es constante y no depende del tiempo:

$$\log h(t) = a + b_1 X_1 + b_2 X_2$$

+ El modelo de Gompertz, en el que la tasa de riesgo aumenta o disminuye linealmente con el tiempo, siendo c una constante positiva o negativa:

$$\log h(t) = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + ct$$

+ El modelo de Weibull, en el que la tasa de riesgo aumenta o disminuye linealmente con el logaritmo del tiempo, siendo c una constante mayor que -1:

$$\log h(t) = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + c \log t$$

Resalta como característica importante que los modelos de Gompertz y Weibull no permiten que la curva de la tasa de riesgo tenga forma de U o de U invertida, sino que h(t) debe ir continuamente aumentando o disminuyendo con el tiempo.

Por último, comentar que los tres modelos paramétricos anteriores presentan la desventaja de que podemos contar con poca información para decidir cómo depende la tasa de riesgo del tiempo. Además, si la función de riesgo se cree que es monotónica, puede ser difícil encontrar un modelo con la forma adecuada. Otro inconveniente es que no permiten que las variables explicativas cambien con el tiempo.

En cuanto a los modelos semiparamétricos, tenemos el propuesto por Cox (1972) denominado modelo de riesgo proporcional, que responde a la siguiente ecuación (para el caso de dos variables explicativas):

$$\log h(t) = a(t) + b_1 X_1 + b_2 X_2$$

---

[408] En la mayoría de las aplicaciones del análisis histórico de sucesos es razonable suponer que la tasa de riesgo cambia como función del tiempo. Así, en la aplicación a las OPAs, se diría, por ejemplo, que en los primeros años de la vida (observación) de una empresa hay más o menos riesgo que en los últimos o que en los momentos centrales.

[409] Aún cuando ninguno de estos modelos tiene término de perturbación aleatoria (algunos autores sí que lo incluyen), no se trata de modelos deterministas, dado que hay una variación aleatoria en la relación entre la variable dependiente no observable, h(t), y la longitud observada del intervalo de tiempo.

donde a(t) puede ser cualquier función del tiempo. Dado que esta función no tiene que especificarse, el modelo a menudo se describe como semiparamétrico o parcialmente paramétrico[410].

La estimación de este modelo se realiza de una forma parecida a la estimación ordinaria por MV, que se denomina maximaverosimilitud parcial, caracterizándose los estimadores así obtenidos por ser asintóticamente insesgados y distribuidos normalmente. Sin embargo no son completamente eficientes, puesto que se pierde parte de la información disponible por ignorar el momento exacto de ocurrencia del suceso, considerando sólo la información relativa al orden de ocurrencia.

Los resultados de las estimaciones de acuerdo con modelos discretos o continuos en el tiempo suelen ser bastante similares. De hecho, cuando las unidades de tiempo son cada vez más pequeñas, el modelo de tiempo discreto converge hacia el modelo de riesgo proporcional. En los modelos en tiempo continuo, aunque se produce alguna pérdida de información que proviene del desconocimiento exacto del momento de ocurrencia del suceso, dicha pérdida habitualmente provocará pocas diferencias en los errores estándar estimados por ambos métodos.

La elección entre ambos métodos se realizará contraponiendo el coste de cálculo (elevado en los discretos si existen muchas unidades de observación individuo-tiempo) y la comodidad. Además, cuando existen variables explicativas dependientes en el tiempo[411] habitualmente es más simple aplicar un método semiparamétrico dado que los métodos continuos no requieren que el período de observación para cada individuo se subdivida en un conjunto de distintas unidades de observación. Si no se incluyen variables explicativas dependientes del tiempo es bastante comparable el coste relativo y la comodidad de emplear tiempo continuo y métodos discretos.

2.2.- Modelos de clasificación.

El Análisis Discrinante Múltiple.

La técnica del Análisis Discriminante Múltiple (ADM), basándose en determinadas hipótesis[412], permite estudiar las diferencias existentes con relación a un conjunto de variables consideradas simultáneamente con relación a un conjunto de variables consideradas simultáneamente, entre dos o más grupos de observaciones.

---

[410] Se le denomina también como modelo de riesgo proporcional porque para cualquier par de individuos, i y j, en cualquier momento de tiempo, t, la ratio entre sus tasas de riesgo es una constante, c:

$\frac{h_i(t)}{h_j(t)} = c$,donde c puede depender de las variables explicativas, pero no del tiempo.

Cuando en el modelo de Cox se introducen variables explicativas que varían en el tiempo, el modelo deja de verificar esta proporcionalidad.

[411] Lo cual puede ocurrir en nuestro contraste empírico, salvo que tomaramos los datos de OPAs ocurridas en un solo año y todas la variables se midieran una sola vez.

[412] Algunas de las hipótesis básicas de esta técnica hacen referencia al hecho de que las observaciones deben pertenecer a uno de dos o más grupos, ninguna de las variables puede ser combinación lineal de otra, el número de variables es menor o igual al número de observaciones menos el número de grupos, las matrices de covarianzas de la población de la que se extrae la muestra son iguales para cada grupo (lo cual es requerido para el ADM Lineal, que es el aplicado más comúnmente, pero no para el ADM Cuadrático), cada grupo se extrae de la misma población que sigue una distribución normal multivariante y las variables discriminantes se miden en forma de intervalo.

El ADM nos permite determinar la función discriminante canónica de los dos conjuntos separados de individuos (objetivo y no objetivo de OPA) con la que obtenemos las puntuaciones discriminantes (f_{km}) para cada observación de cada grupo, verificándose que dicha función es lineal en las variables discriminantes, de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$f_{km} = U_o + U_1 X_{1km} + ... + U_p X_{pkm}$$

Los coeficientes discriminantes (U) se estiman para la primera función discriminante de tal forma que las medias de los grupos en la función sean tan diferentes como sea posible, continuándose el proceso con las siguientes funciones (si hay más de dos grupos), de forma que maximicen las diferencias que todavía existen entre los grupos, pero sometidos a la restricción de que no estén correlacionados con los de la primera función discriminante, y así sucesivamente[413].

Para el cálculo de las puntuaciones discriminantes, es necesario conocer los coeficientes de la función discriminante, para lo cual se procede a estimar las desviaciones totales (t_{ij}), intragrupo (w_{ij}) e intergrupo (b_{ij}) de los datos con relación a sus medias respectivas[414].

Posteriormente se resuelve un sistema de ecuaciones[415] en unos coeficientes V_i, que se relacionan directamente con las puntuaciones discriminantes U_i[416].

La puntuación discriminante de un caso *m* en un eje *k* (f_{km}) representa la posición del caso a lo largo del eje definido por esa ecuación, y nos viene dado en unidades de desviación típica de distancia con relación a la media del grupo (centroide).

Los coeficientes Ui, denominados también coeficientes no estandarizados, nos informan del cambio en una observación si la puntuación de su variable correspondiente cambia en una unidad, indicando el signo positivo o negativo si se traslada hacia la derecha o hacia la izquierda en relación con el centroide.

Para conocer la importancia relativa de cada variable es necesario proceder a calcular los coeficientes estandarizados (C_i) de acuerdo a la siguiente fórmula:

---

[413] El número máximo de funciones discriminantes viene determinado por el máximo entre el número de grupos menos 1 y el número de variables.

[414] Las fórmulas de cálculo son:

$$t_{ij} = \sum_{k=1}^{g} \sum_{m=1}^{n_k} (X_{ikm} - X_{i..})(X_{jkm} - X_{j..})$$

$$w_{ij} = \sum_{k=1}^{g} \sum_{m=1}^{n_k} (X_{ikm} - X_{ik.})(X_{jkm} - X_{jk.})$$

$$b_{ij} = t_{ij} - w_{ij}$$

[415] El sistema de ecuaciones, en el que lambda es una constante, es el siguiente:

$$\sum_{i=1}^{p} b_{1i} V_i = \varsigma \sum_{i=1}^{p} w_{1i} V_i$$

$$\cdots\cdots\cdots$$

$$\sum_{i=1}^{p} b_{\phi} V_i = \varsigma \sum_{i=1}^{p} w_{\phi} V_i$$

$$\sum_{i=1}^{p} V_i^2 = 1$$

[416] Los valores de Ui son iguales a V_i (n.-g)1/2 (i=1,...,p variables) y U_0= sumatorio desde i=1 hasta p de Ui $X_{i..}$.

$$C_i = U_i \sqrt{\frac{W_i}{n.-g}}$$

de forma que a mayor valor de C_i, en términos absolutos, mayor es la importancia relativa (contribución) al factor aportada por la variable considerada.

Ahora podríamos estar en disposición de calcular el coeficiente de correlación entre una variable y una función discriminante (las puntuaciones de la función), de forma que si es elevado en valor absoluto, indicaría que la función y la variable recogen prácticamente la misma información, en tanto que si es próximo a cero, la función y la variable tienen muy poco en común. De esta forma, podríamos dar un "nombre" a la función discriminante según qué variables tuviesen más o menos peso en ella.

El Análisis Discriminante frente a los modelos Logit y Probit.

El estudio de la ocurrencia o no de una OPA a una empresa determinada en un período de tiempo puede ser analizado tanto mediante un modelo de análisis discriminante como mediante un modelo que recoja una especificación no lineal de la probabilidad de OPA. El modelo de probabilidad supone que las respuestas son extraídas de una distribución de probabilidad, con probabilidades de selección (variable dicotómica) condicionadas a las características observadas de las empresas (variables explicativas), en tanto que el análisis discriminante supone que las características observadas (variables discriminantes) son extraídas de una distribución *a posteriori* condicionada a las respuestas actuales (objetivo o no objetivo de OPA).

Diversos trabajos comentan y ponen en relación las diferentes técnicas que emplean modelos de variable dependiente dicotómica. Entre ellos podemos citar a Clayton y Fields (1991), Dietrich (1984)Ingram y Frazier (1982), Press y Wilson (1978), Palepu (1982, págs. 25-27), Lo (1986), Maddala (1991) o Mora Enguídanos (1994).

Por otra parte, Eisenbeiss (1977), Joy y Tollefson (1975), Frank, Massy y Morrison (1965), Martín Marín (1986, págs. 175-183) o Mora Enguídanos (1994, págs. 724-728) suministran un recorrido por los problemas asociados con el ADM. Entre ellos Krinsky *et al.* (1988, pág. 263) citan la hipótesis del ADM de que las variables independientes están distribuidas según una normal multivariante, es decir, las matrices de varianzas-covarianzas de los predictores serían las mismas para empresas adquiridas y no adquiridas. Otro inconveniente es que los coeficientes de una función discriminante no son únicos, por lo que es un problema interpretar la significatividad de una variable individual. Por otra parte, los resultados de la aplicación de un modelo de ADM es una puntuación que tiene poca interpretación intuitiva, dado que básicamente es igual que un mecanismo de jerarquización ordinal.

3.- Revisión de los trabajos previos de probabilidad de toma de control.

Con relación a la ordenación posterior que sigue de la literatura empírica precedente relativa a tomas de control (fundamentalmente OPAs y fusiones) podría haberse planteado su exposición de múltiples formas, condicionados en buena medida por el objetivo último perseguido.

Así, en esta investigación cabría haber procedido a una ordenación en aras a dar una homogeneidad a la variable dependiente, de acuerdo con la técnica estadística empleada, el período temporal de estudio o las teorías subyacentes.

Sin embargo, optamos por la exposición resumida de los trabajos organizados por países y de forma cronológica de acuerdo con su fecha de publicación, lo que se recoge en las **Tabla 5.1** a **Tabla 5.5**.

Como breve comentario con relación a la evidencia previa[417] cabe resaltar de nuevo el impulso que han tenido los trabajos en función de cada una de las oleadas de fusiones y adquisiciones. Los mercados anglosajones son muchos más activos en este tipo de operaciones, quizás por sus propias características institucionales y legales, lo que se manifiesta en un mayor número de estudios. Es relevante destacar también como se han ido abriendo paso técnicas estadísticas y econométricas cada vez más complicadas y a las que el campo de la economía financiera todavía no había encontrado aplicación. Si se observa cuando se produce la introducción de las técnicas en los análisis empíricos, tienen un paralelismo, con cierto retraso, con cuándo han sido aplicadas a un ámbito financiero que goza de mayor historia, y en términos analíticos plantea un problema similar: la predicción de insolvencias empresariales, desde los trabajos pioneros de Altman. Casi siempre, cualquier técnica que se plantea la existencia de dos grupos, es primeramente aplicada al análisis de las quiebras, insolvencia o concesión de créditos[418].

El objetivo pretendido con los trabajos es muy diferente dependiendo de la época en la que nos situemos. Así, al comienzo por encontrarnos con los de un carácter casi exclusivamente exploratorio, empleando variables consideradas "tradicionales" en otros áreas de las finanzas de empresa. Son los que comienzan a contrastar las hipótesis de algunos modelos gerencialistas.

Pero el simple repaso de las investigaciones que se han realizado desde la mitad de la década de los ochenta en adelante, deja ver sin lugar a duda que la explicación de la Teoría de la Agencia planea sobre ellos. Es común encontrar variables que miden la concentración de la propiedad, la estructura de

---

[417] Una forma de complementar la evidencia expuesta en las tablas que recogen los resultados empíricos previos sería proceder a aplicar alguna técnica meta-analítica con la que, a partir de trabajos individuales, obtener conclusiones generales acerca de la significatividad y signo de las relaciones entre las variables explicativas de una adquisición y la ocurrencia de una toma de control (ver a este respecto Gómez Benito, 1987 y Becker y Schram (1994).

[418] Buen ejemplo de ello lo tenemos en los trabajos de E. Altman, que ha empleado técnicas desde el Análisis Discriminante hasta las redes neuronales, para lo que puede consultarse el trabajo de Altman *et al.*, (1994) y las referencias allí recogidas. En nuestro país también ha sido analizada la cuestión de la quiebra empresarial con profusión, por lo que cabe citar entre otros trabajos de contenido tanto metodológico como empírico los de Martín Marín (1986), Rodríguez Fernández (1989a, 1989b y 1990), Gabás (1990), Rodríguez Vilariño (1995), Ferrando y Blanco (1998) y dentro de la obra colectiva coordinada por Calvo y García (1999) la aportación de una revisión crítica de la literatura realizada por Laffarga y Mora (1999). Además de las obras citadas, Altman (1988 y1993) y Foster (1986) recogen cuestiones metodológicas de interés para los modelos de predicción de las dificultades financieras por parte de las empresas. La comparación de la posibilidad de utilización de las redes neuronales fundamentalmente en la predicción de insolvencia financiera se puede encontrar en los trabajos de Altman *et al.* (1993), De Miguel *et al.* (1993), Fanning y Cogger (1994), Trigueiros y Taffler (1996), Serrano (1996, 1997), y Brandao (1999).

Asimismo constituyen referencias de interés en el empleo de los campo de la predicción de las tomas de control Palepu (1982, 1986), Maddala (1991 y 1996), Powell (1997), así como Lane y Schary (1995) en lo relativo al sesgo introducido por el criterio de muestreo a la hora de realizar estudios sobre las motivaciones de la fusiones y Kole (1995) en lo relativo a la forma de medir la participación de la dirección en la propiedad de la empresa.. A estos trabajos debemos añadir todas las precisiones estadísticas y econométricas que se re exponen en el contenido de los artículos recogidos en el último apartado de este capítulo, a modo de resumen de la evidencia empírica disponible relativa a la predicción de sociedades objetivo de toma de control.

la propiedad, la presencia de internos o externos y sus porcentajes de acciones poseídos, la pertenencia a los órganos de gobierno de inversores institucionales, la remuneración de la dirección y la forma de la misma, la adopción o el empleo de medidas anti toma de control, la disponibilidad de tesorería excedentaria o de oportunidades de crecimiento (aproximadas de múltiples formas).Nos encontramos que disponemos de todo lo que requiere un combinado que estudie las fusiones y adquisiciones desde el prisma de la agencia, en orden a conocer si existen diferencias significativas entre las entidades oferente, la adquirida o el resto. Para realizar comparaciones, no pasemos por alto todas las advertencias realizadas en el apartado segundo de este mismo capítulo.

No podemos centrarnos aquí en comentar de forma pormenorizada cada trabajo, pero sin lugar a duda, quizás la línea de separación en cuanto al enfoque y rigurosidad de las investigaciones la viene a establecer la tesis doctoral de Palepu (1982) y el posterior trabajo que publicó en 1986.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Tabla 5.1.- Revisión estudios empíricos. EE UU

Autores (año)	Técnica	Muestra	Hipótesis y Teoría subyacente	Conclusiones
Taussig y Hayes III (1967a y 1967b)	Univariante: 5 medias	* 1-julio-1956 al 1-enero-1967 * OPAs en efectivo * 50 objetivos aleatorias y 50 no obj. emparejadas por tamaño y sector	Influencia de las políticas contables conservadoras (que infravaloran los activos empresariales) en la ocurrencia de OPA.	Se rechaza la teoría. Parece que la adquirente prefiere omprar una empresa en funionamiento que acumular propiedades para después desinvertir.
Keown y Fields (1968)	Análisis discriminante	*1977-1978	Relaciones entre el efecto tamaño y las anomalías del perfil de sociedades candidatas a fusión.	El efecto perfil es una variación del efecto tamaño, no es una anomalía del mismo.
Vance (1969)	Índice de asaltante: función pronderada de variables financieras	* mayo-julio de 1968 * OPAs * 21 objetivo sin grupo control de no objetivo	Posibilidad de prever las empresas objetivo de OPA mediante el análisis de sus datos financieros históricos.	Es posible predecir las objetivos de OPA con datos históricos mediante una región crítica para las variables o mediante un índice.
Hindley (1970)	Univariante	* 1958-1963 * Intereses externos acumulan acciones con voto * 54 empresas	La separación propiedad-control provoca acciones diferentes en las empresas. Disciplina del mercado de control empresarial.	No se rechaza que las sociedades controladas por la dirección tengan libertad en sus operaciones.
Simkowitz y Monroe (1971)	*Análisis discriminante *Contraste univariante de diferencia de medias	* 301 empresas fusionadas o compradas por otras empresas de un sector distinto de la actividad. * 1968-1969	Influencia de los diferentes de sectores en el hecho de la ocurrencia de tomas de control.	Existen otras características no estrictamente financieras que distinguen a las empresas absorbidas.
Stevens (1973)	* Univariante: medias * Factorial en componentes princiales para reducir información * Análisis discriminante Múltiple	* 1966 * Empresas adquiridas según la FTC (activos superiores a 10 millones de dólares) * 40 objetivo y 40 no objetivo (no adquiridas entre 1966-1970) emparejadas por tamaño	Diferenciación entre los dos grupos de sociedades sobre la base de sus características financieras.	Diferencia significativa entre los dos grupos. Las variables financieras discriminan y clasifican relativamente bien tanto sobre la muestra de estimación como sobre otra de validación.
Binder (1973)	* 1960-1969 * Empresas fusionadas		Análisis de las características de las empresas objetivo a comienzo y final de la década de los años sesenta.	Los motivos de fusión pueden cambiar con el tiempo.
Austin (1974)	Descriptivo	* 1956-1972 * OPAs * 374 OPAs	Análisis de la influencia de ciertas variables financieras y características de la OPA: forma de financiación, hostilidad, prima y éxito.	Menor número de OPAs al final del período por causa de la regulación. La motivación de la OPA es diferente de la financiera.
Carleton, Harris y Stewart (1980) [citado en Stewart, Harris y Carleton, 1984]		* 1974-1977 * Empresas adquiridas según el criterio de la FTC frente a no adquiridas	Análisis de la importancia de la estructura de mercado para seleccionar la sociedad objetivo.	Se rechaza la estructura de mercado (concentración, intensidad en publicidad y en I+D) como variables determinantes de la fusión.

Gallinger (1982)	* Univariante: medias * Factorial. * Análisis discriminante cuadrático	* 1958-1973: 1958-1968 y 1968-1973 * OPAs * 93 empresas objetivo comparados con 93 (66/27) seleccionadas aleatoriamente del os Moody's *Industial Manuals*	Mediante variables de estructura, estrategia y resultados se puede detectar la estrategia defectuosa de ciertas empresas y, por tanto, su probabilidad de toma de control.	Resumen información, y el discrimiante revela que las empresas objetivos son menos rentables. El tamaño, el valor, la concentración y el crecimiento tienen débil poder discriminador.
Guerard Jr. (1980) [en Keenan y White, 1982]	* Univariante: medias * Análsis discriminante * Regresión lineal	* 1967-1974 * Empresas fusionadas o adquiridas una vez (Compustat) * 21 empresas con muestra de control emparejada aleatoriamente por sector y por empleados sobre ventas	Examinar la importancia del número de empleados y de los gastos de capital (ambas sobre ventas) sobre el proceso de fusión/adquisición (antes y después). Otras variables son: deuda, PER, rotación, liquidez y rentabilidad.	Los gastos de capital discriminan negativamente y el número de empleados lo hace positivamente al comparar adquirentes (adquiridas) con la muestra de control. La rotación y la liquidez influyen negativamente.
Schwart (1982)	* Análisis discriminante simple * Análisis discriminante múltiple * Probit	* 1968-1977 * Adquiridas según las fusiones de la FTC * Muestra aleatoria dentro de cada año	Modelo gerencialista de Marris (1964): influencia de la ratio de valoración en la posibilidad de toma de control.	Rechaza la versión fuerte del modelo de Marris, y tiene algún soporte la formulación débil.
Harris, Stewart y Carleton (19??) [en Keenan y White, 1982]	* Univariante: medias * Probit	* Subperiodos 1974-75 y 1976-77 * Serie de empresas adquiridas de la FTC *61 adquiridas *vs* 1.199 no compradas y 45 adquiridas *vs* 1.211 no adquiridas	Contrasta la influenca de variables: financieras, de fiscalidad, de beneficios, de diversificación, PER, el crecimiento, el tamaño y la valoración sobre la probabilidad de adquisición de la empresa.	El modelo probit es significativo pero muy poco explicativo (bajo R2). El principal resultado obtenido con cierta estabilidad es que el tamaño pequeño o la PER influyen en la probabilidad de adquisición.
Harris, Stewart, Guilkey y Carleton (1982)	* Univariante: medias * Probit coeficientes fijos *Probit coeficiente aleatorios	* 1974-1975 y 1976-1977 * Adquisición de más del 50%, sector manufacturas * Emparejamiento por sector. Proporciones similares a las de la población	Contraste de la estabilidad temporal de las variables. La variedad de sociedades oferentes puede hacer depender el signo y la magnitud de los coeficientes de características propias del adquirente.	Los modelos son poco significativos. El empleo de coeficientes aleatorios no mejoran el modelo.
Wansley, Roenfeldt y Cooley (1983)	* Análisis discriminante múltiple * Cálculo del CAR	* 1975-1976 * Fusionadas según Compustat * 44 objetivo y 44 no objetivo seleccionadas aleatoriamente, emparejadas por año	Modelo de predicción de empresas objetivo, basado en la información pública disponible, para ser empleado por inversores individuales al objeto de obtener ganancias (CAR) en el mercado.	Es posible ganar en el mercado con un modelo de predicción sobre el cálculo del CAR para diferentes períodos de tenencia de acciones. Algunas de las empresas clasificadas erróneamente llegan a ser objetivo en el futuro.

Wansley y Lane (1983)	Análisis discriminante múltiple	* 1975-1976 (1977 para contraste) * Fusionadas según Compustat * 44 fusionadas y 44 no objetivo seleccionadas aleatoriamente, emparejadas por año	Determinar las empresas objetivo de la década de los años setenta sobre la base de su perfil financiero y comparar su perfil con el de las objetivos de la década anterior.	Buenos resultados de clasificación, significatividad y estabilidad temporal.
Carleton, Guilkey, Harris y Stewart (1983)	* Univariante: medias * Logit condicional	* 1976-1977 * Adquiridas por toma de control en efectivo o con pago de títulos según la FTC en los sectores de manufacturas y de minas * 30/31/1.352	Relevancia de la forma de financiación en el perfil financiero de la objetivo.	Importancia de la forma de financiación por las consecuencias fiscales asociadas. Cierta evidencia del mercado de control empresarial.
Chappell y Cheng (1984)	Modelo Tobit: Activos adquiridos por fusion año t / Activos totales año t-1	* 1971-1978 * Fusiones según la FTC de empresas manufactureras pertenecientes al S&P 400 * 260 empresas manufactureras	Importancia de la ratio Q en la probabailidad de ser ofertante (Q>1), y la discrecionalidad directiva, la estructura financiera y el resultado.	La ratio Q es un determinante de la actividad de fusión: señala oportunidades de fusión favorables. La Q es más importante en la expansión por fusión que por crecimiento interno
Schwartz (1984)	Modelos Probit de ecuaciones simultáneas	* 1962-1977 * Ser empresa adquirente * Muestreo aleatorio de 100 empresas por año	Modelo gerencialista de Marris (1964). Hipótesis de maximización del crecimiento, el ciclo de vida y el coste del capital/*cash-flow*.	A mayor crecimiento interno y *cash-flow*, mayor actuación como adquirente en fusiones.
Stewart, Harris y Carleton (1984)	* Regresión lineal * Logit condicional	* Regresión lineal: 1970-1977, 83 empresas objetivos y sus sociedades ofertantes respectivas * Adquisición de más del 50% * Logit condicional: 1974-1977, 75 objetivos y 1.204 no objetivos del sector manufacturas	Vinculación de las características del par adquirente-adquirida.	Sí es relevante la estructura de mercado para los emparejamientos adquirente-adquirida. Es válida la explicación basada en economías de escala.
Dietrich y Sorensen (1984)	Logit	* 1969-1973 * Fusionadas en Compustat en cuatro sectores. * Todas las objetivo (30) y dos no objetivo por cada una, seleccionadas aleatoriamente y emparejadas por sector	Análisis de las variables que aumentarían el VAN de la adquisición.	Elevada clasificación correcta y capacidad predictiva. Refuerza al VAN como modelo válido en los procesos de fusiones y adquisiciones.

Hasbrouck (1985)	* Univariante: medias * Logit	* 1977-1982 * Interés por adquirir el 20% o más de las acciones * Todas las objetivo (86) y 2 no objetivo por cada una, emparejadas por tiempo-tamaño y tiempo-sector	Maximización del valor por parte de la adquirente. Diferenciar si las causas de adquisición de la objetivo son atribuibles a la empresa o al sector.	Una baja ratio Q es específica a la empresa y puede representar incompetencia directiva de la objetivo. La baja liquidez es específica al sector.
Palepu (1986)	Logit	* 1971-1979 * Adquisiciones y fusiones por eliminación de cotización o inclusión en la lista de la FTC. (minas y manufacturas) * 163 obj. y 276 no adquiridas selección aleatoria.	Examinar si un modelo de predicción de adquisiciones basado en la información pública disponible anticipa el rendimiento anormal en el mercado de valores, con el fin de obtener una ganancia con su empleo.	Modelo significativo pero con capacidad explicativa muy reducida (12%). Pobre clasificación de no objetivos (45%) para una muestra de validación (30/1.087) y aceptable de las objetivo (80%).
Bartley y Boardman (1986)	Análisis discriminante múltiple		Determinar si la ratio de valor de mercado a valor contable ajustado por inflación clasifica mejor que dicha ratio a coste histórico.	Son significativas algunas variables financieras a coste histórico. La inclusión de Q ajustada por inflación aumenta la capacidad clasificatoria.
Browne y Rosengren (1987)	Análisis del rendimiento en exceso y de los residuos medios acumulados	*152 empresas *1983-1985	Análisis de las tomas de control hostiles en comparación con otras tomas de control .	La reacción del mercado a una toma de control hostil no es distinta a la de otras tomas de control. Las compañías objeto de tomas hostiles no difieren mucho de las que sufren tomas de control amistosas.
Pound (1987)	Cálculo del rendimiento por exceso sobre el modelo de mercado Test de igualdad de medias	*100 empresas de la NYSE que adoptaron acuerdos anti-fusión *1973-79	Efectos de los acuerdos anti-toma de control sobre las ganancias esperadas por los accionistas como resultado de la toma de control.	Los acuerdos confieren a los directivos de la empresa objetivo un poder de negociación en detrimento de los accionistas. Los acuerdos reducen la frecuencia de las tomas de control sin que mejoren los efectos sobre la renta de los accionistas.
Rose (1988)	Análisis univariante de diferencia de medias Análisis logit	*1970-1980 *Bancos comerciales de EE.UU. implicados en fusiones *409 bancos adquirentes y 458 bancos adquiridos	Influencia en la probabilidad de adquisición de las ganancias que obtengan los accionistas.	Los bancos adquirentes tienden a operar en mercados menos concentrados, son los que crecen a mayor velocidad. Los bancos adquirentes no crecen más rápido después de la fusión.

Morck, Shleifer y Vishny (1988) (1988a)	Univariante: Medias Probit separados	* 1981-1985 * Empresas Fortune 500 cotizadas en 1980 adquiridas * Hostil (40)/ no adquirida (414) y amistosa (42) no adquirida (412)	Relación entre el carácter de la toma de control (amistosa/hostil) y la motivación (sinergia/disciplina).	Existen algunas variables diferenciales entre la motivación de adquisición cuando esta es amistosa y cuanto es hostil. Es más adecuado el análisis separando la tomas de control en amistosas/hostiles.
Morck, Shleifer y Vishny (1989)	Modelo Logit Multinomial	* 1981-1985 * Empresas Fortune 500 cotizadas en 1980 (454) * Hostil (40), amistosa (42), cese (93)	Análisis de diferentes mecanismos alternativos de control empresarial: toma de control (amistosa/hostil) *vs.* cambio interno completo de la alta dirección.	Las operaciones hostiles se dirigen hacia empresas pertenecientes a sectores en dificultad. El cese total o la adquisición amistosa hacia empresas con malos resultados pertenecientes a sectores de rendimiento normal. Las tomas de control son un "tercer mejor" si el mercado de cese interno es barato y se preocupa de la planificación a largo plazo.
Hunter y Wall (1989)	Análisis cluster	* 559 fusiones de bancos estadounidenses *1981-86	Características financieras de los bancos que son objeto de toma de control	*Los bancos con mayor precio de compra son los que presentan más rentabilidad, tienen una mayor tasa de crecimiento y se encuentran más apalancados
Cheng, Gup y Wall (1989)	Regresión mínimo-cuadrática Regresión en componentes principales	*135 tomas de control bancarias con activos superiores a 100 millones de $ *1981-1986	Énfasis en las características de la empresa adquirente.	Los factores geográficos desempeñan un papel importante en los procesos de toma de control.
Mikkelson y Partch (1989)	Univariante: Medias y medianas Modelos Logit Multinomial Modelos Logit Binario	* 1972-1987 con tres cortes: 1973/1978/1983 * Adquisición, privatización, quiebra o liquidación, seguir negociándose * 240 empresas selec. aleatoriamente		
Servaes (1989)	Univariante: diferencia de medias y de medianas	*1972-87 *Adquisiciones *704 empág. obj., 385 oferentes comparando con la media sectorial	Trata de investigar la existencia de costes de agencia en las empresas objetivo: para ello observa la q de Tobin y otras variables financieras comparando con las empresas oferentes y con un grupo de control.	La q es inferior en las obj. respecto al sector, con descensos previos en los años precedentes. Las adquirentes tienen q superior. Se corrobora la teoría del *free cash flow*: las objetivo tienen menos deuda, pagan menos dividendos y mayor nivel del *free cash flow*.

Bartley y Boardman (1990)	Univariante Análisis Discriminante Múltiple paso a paso	* 1979-1981 * Intentos de toma de control superior al 5% * 41 objs. y 153 no objs. (proporciones similares a la población)	Diferencia en el empleo de datos históricos *vs.* datos a coste actual y a dólares constantes.	Significatividad de los tres modelos. Buena capacidad de explicación y de clasificación del modelos que incorpora las tres medidas de las variables.
Ambrose (1990)	Univariante: Medias Logit	* 1981-1986 * Intento de compra del 50% o más de acciones * De las 1.897 empresas de AMEX y NYSE, 475 seleccionadas aleat. (170 obj. y 273 no obj. emparej. por fecha)	Importancia de las propiedades inmobiliarias en las tomas de control. Los bienes raices como activo especializado. Desarrollo de un modelo explicativo y predictivo similar a Palepu (1986)	El modelo con variables de propiedades inmobiliarias no clasifica mejor que el esquema aleatorio, pero esas variables ayudan a explicar la toma de control.
Mitchell y Lehn (1990)	Logit	* 1982-1988 * Tomas de control: OPAs, fusiones, *proxy fights* y adquisiciones importantes por inversores externos. * 1.158 empág. (value line): 228 obj. amistosa, 240 hostil y 600 no obj.	Explicación de agencia en la empresa oferente. Las empresas objetivo de adquisición con anterioridad realizaron compras poco rentables.	Las empresas objetivo obtienen rendimientos negativos por sus aduisiciones, mayores para las hostiles. El q rendimiento es menor para desinversiones tras la compra. La oferente de compras poco rentables llega a ser objetivo con mayor probabilidad.
Jaggi y Considine (1990)	Univariante: Medias Logit	* 1977-1979 * Empresas adquiridas eliminadas del Compustat del sector manufacturero * 83 obj. y 83 no obj. emparejadas por sector y tamaño	Efectos del control de la propiedad (alfa) en las características de la objetivo. Hipótesis del bienestar de los accionistas *vs.* bienestar de los directivos.	Las empresas adquiridas controladas por la propiedad (fuerte propoiedad directiva) influye en la condición financiera de las mismas.
Clayton y Fields (1991)	Análisis Discriminante Múltiple Logit Probit	* 1976-1977 (estimación) y 1978-1979 (validación) * Adquisiciones * 71 obj. y 71 no obj. selecc. aleator. Para validación: 171/1.796	Contraste de la capacidad explicativa y clasificatoria de las tres técnicas.	No existen grandes diferencias entre Logit y Probit, alcanzando niveles de más del 80% para clasificación y no siendo significativo el porcentaje de clasificación correcta para la muestra de validación.

Ambrose y Megginson (1992)	Univariante: Medias Logit	* 1981-1986 * Intentos de adquisición o acumulación de la mayoría de las acciones * Selección aleatoria del 25% de las cotizadas en NYSE o AMEX (475): éxito (135), fracaso (34), no adquiridas (267) y otras (39)	Examen de variables económico-financieras, de estructura de activos y de estructura de propiedad para determinar la influencia en la probabilidad.	Disminuye sustancialmente el poder explicativo con relación al modelo de Palepu (1986). Significativo el modelo que incorpora todas las variables, pero con poca capacidad explicativa.
Amburgey y Miner (1992)	Análisis de Supervivencia	* 1949-1977 * Fusiones recogidas en la FTC * Selección aleat. de Fortune 500: 262 empr. de manufacturas y minas	Las rutinas organizativas y los patrones de decisiones cognitivas determinan tres tipos de "ímpetu estratégico": repetitivo, posicional y contextual.	Se confirma el ímpetu repetitivo y contextual, en tanto que el posicional sólo parcialmente.
Davis y Stout (1992)	Análisis de Supervivencia	* 1980-1990 * OPAs * Fortune 500 (144 objetivos)	Teoría de la Agencia y Teoría de la Organización como explicaciones complementarias de las OPAs.	Algún soporte a la explicación de tomas de control disciplinaria e hipótesis del *free cash flow*.
Song y Walkling (1993)	Univariante: Media y Mediana Logit	* 1977-1986 * Intentos de adquisición con finalidad de toma de control * 153 objs. y 153 no objs., selección aleat. y emparejadas por sector	Examen de la relación entre alfa, valor, probabilidad de OPA y rendimiento anormal de los accionistas de la empresa objetivo.	Se produce un aumento de valor por toma de control de las empresas objetivo ineficientes.
Kim, Henderson y Garrison (1993)	Contraste de muestras pareadas ajustadas por el sesgo Análisis probit	*180 empresas divididas en 4 grupos de 45 empresas según el tamaño y el sector *A partir de 1976	Relación entre la teoría de Tobin de la inversión y las tomas de control.	No se advierten diferencias significativas entre la q de las empresas objetivo y la q de las empresas adquirentes. La q no sirve para predecir fusiones
Ivancevich (1993)	Probit	* 1986-1989 * Adquisiciones de empresas de EE.UU. por empresas de EE.UU. o R.U. * 128 oferentes EE.UU. y 26 oferentes R.U.	La relevancia de las normas nacionales relativas al fondo de comercio influirán en las características de las objetivos en función del país de origen de la oferente.	Se confirma la hipótesis: El país de procedencia de la oferente influye en las características de la objetivo.
Clark y Ofek (1994)	Regresión logística	*38 tomas de control que tenían como finalidad reestructurar empresas en dificultades financieras *1981-88	Comparación del resultado obtenido con posterioridad a la fusión con el resultado previsible si no se hubiese producido la fusión.	Elementos que influyen en el éxito de la reestructuración son el nivel de endeudamiento y el tamaño de la empresa adquirida.

Asquith, Gertner y Scharfstein (1994)	Análisis probit	*76 empresas que adoptaron medidas de reestructuración de la empresa como respuesta a las dificultades financieras *1976-89	Reacción de las empresas en dificultades financieras para evitar incurrir en un proceso de quiebra.	La probabilidad de fusión depende positivamente de la emisión de deuda que cotice en mercados públicos.
Bacon, Shin y Murphy (1994)	Univariante: Medias Logit	* 1942-1988 * Fusiones de cooperativas eléctricas rurales * 50 fus. y 50 no fus. emparej. por tamaño, tiempo y otras variables.	Análisis de un sector en el que se puede controlar por diferentes variables.	Modelo significativo con un 70% de clasificación correcta.
Sen y Gibbs (1994)	Logit Red neuronal	* 1984 para estimación y 1985 para validación * Empresas fusionadas que dejan de cotizar en NYSE * Estimac: 39 obj. y 39 no obj. selecc. aleator. Validac: 78 objs. y 1.285 no obj.	Comparación de la capacidad clasificatoria y predictiva de las dos técnicas.	No existen grandes diferencias en la capacidad de ambas técnicas.
Barber, Palmer y Wallace (1995)	Análisis de supervivencia	* 1962: seguimiento hasta dic. 1968 * adquisiciones en Fortune 500 del año 1962 * 407 empág. no adq., 71 adquiridas (37 hostiles, 34 amistosas, 31 de congl., 40 de no conglom.)	Analizar las especiales motivacines de las adquisiciones hostiles *vs*. amistosas y de las de conglomerado *vs.* no conglomerado.	Las adquisiciones hostiles se realizan por motivos disciplinarios mientras las amistosas lo son por "escaparate". Conglomerados o no, tienen motivos disciplinarios.
Barber, Palmer y Wallace (1995)	Técnica de sucesos históricos en tiempo continuo	*84 empresas adquiridas *1963-1968	Análisis de las adquisiciones en conglomerado	Estas adquisiciones responden a motivaciones disciplinarias. La propiedad directiva, el tamaño y las motivaciones de organización industrial influyen en la probabilidad de adquisición.
Comment y Schwert (1995)	Análisis univariante de diferencia de medias Análisis de sensibilidad Modelos de predicción	*1977-91 *Empresas que han dejado de cotizar por acuerdos de fusión y OPAs	Influencia de las modernas medidas anti-tomas de control.	Hay fundadas dudas de que las medidas anti-tomas de control hayan surtido efecto. La ola de fusiones de finales de los años ochenta se debió a un amplio conjunto de fuerzas políticas y económicas.

Sen, Oliver y Sen (1995)	Redes neuronales Regresión logit	*78 empresas objetivo y 1.285 empresas no objetivo *1980-85	Aplicación de las redes neuronales a la predicción de fusiones.	Las redes neuronales pueden ser usadas para predecir objetivos de fusión mediante análisis de pesos y de sensibilidad. Las redes neuronales tienen ventajas sobre los modelos estadísticos para predecir fusiones.
Berger y Ofek (1996)	Univariante Medias Multivariante: Logit binomial, logit multinomial y regresión	* 2.277 observaciones de empresas diversificadas y 1.836 de empresas no diversificadas pertenecientes ambas a los años 1984 y 1987. * De las primeras, 334 sufrieron toma de control en los 5 años siguientes al de toma de datos.	Analiza la posibilidad de que las pérdidas de valor derivadas de las actividades de diversificación constituyan una de los principales motivos de toma de control. Para ello compara las características de estas empresas frente a otras no diversificadas teniendo en cuenta las que son y no son objeto de toma de control.	Se confirma la hipótesis planteada: la probabilidad de ser objeto de toma de control es notablemente superior ante pérdidas de valor sufridas en el caso de empresas que previamente han practicado la diversificación. Además, en las empresas diversificadas objeto de toma de control se observan con mayor frecuencia compras a través de LBO y ventas o liquidaciones parciales posteriores a la adquisición.
Billett (1996)	Análisis logit	* 1977-90 *Empresas adquiridas, LBO y MBO	No existe una teoría precisa en ese área. Influencia del riesgo de la deuda en la probabilidad de adquisición.	La probabilidad de sufrir una adquisición disminuye conforme aumenta el riesgo de la deuda.
Theodossiou, Kahya, Saidi y Philippatos (1996)	Análisis logit de respuesta secuencial	*85 empresas en dificultades financieras del sector manufacturero de NYSE y AMEX *1981-1989	Examen de los determinantes de la adquisición de empresas en situación de dificultades financieras.	Los factores más influyentes de la adquisición de una empresa son la capacidad de generar ventas y la presencia de una dirección ineficiente. El control interno por la dirección y el nivel de endeudamiento influyen negativamente en la adquisición de la empresa.
Crawford y Lechner (1996)	Análisis probit Predicción mediante análisis de regresión	*305 fusiones sin cambios fiscales de importancia *1971-1981	Estudio de los efectos directos y anticipados de los atributos de la empresa objetivo sobre la prima de adquisición.	Las empresas objetivo menos atractivas reciben una mayor prima de adquisición. El endeudamiento influye negativamente en la probabilidad de ser adquirida y la liquidez lo hace positivamente.
Carroll, Zumpano y Elder (1998)	Análisis logit múltiple	*123 empresas que comprenden LBOs y empresas no adquiridas * 1982-85	Análisis de los factores de la probabilidad de un LBO.	En general las empresas adquiridas apenas presentan rasgos específicos. Las empresas adquiridas tienen un mayor porcentaje de reparto de dividendos.

5.2.- Revisión de los estudios empíricos. Reino Unido

Autores (año)	Técnica	Muestra	Hipótesis y Teoría subyacente	Conclusiones
Kuehn (1969)	Modelo lineal de probabilidad	* 2-1-61 al 30-6-67 * Intentos de toma de control * 250 emp.: 51 objeto de toma de control (38 con éxito y 199 fallidas)	Influencia de la ratio de valoración, tamaño y sector sobre la probabilidad de toma de control.	La ratio de valoración influeye sobre la probabilidad de toma de control aunque la capiacidad explicativa es muy pequeña.
Newbould (1970)	Análisis de medias	* 74 fusiones y adquisiciones en 1967-68	Comparación de variables financieras entre empresas oferentes y objetivos.	Las objetivo tuvieron un mayor PER que las oferentes. Las empresas adquiridas no tuvieron ratios de valoración bajos.
Singh (1971)	Univariante: medias Análisis discriminante	* 1955-60: sub-periodos 1955-68 y 1959-60 * tomas de control * 38 tomas de control, 711 no objeto de toma de control	Trata de distinguir las empresas objetivo de las no objetivo en presencia de mercados de capitales no perfectos y estructuras de propiedad dispersas.	La discriminación entre objetivo y no obj. aumenta (65% de clasificación correcta) cuando las empresas son emparejadas sólo por tamaño y no además por sector y año. Las variables de mayor poder discrimanatorio son rentabilidad y tamaño.
Buckley (1972)	Análisis Univariante	* 65 ofertas de fusión y adquisición en 1971 superiores a 2,5 millones de libras	Test de hipótesis alternativas sobre fusiones entre las que destacan la teoría de Marris y teoría de las sinergias financieras fundamentalmente	Las empresas objetivo frecuentemente poseen menor ratio de valoración, ganancias estáticas o en declive, ratios más bajas comparados con la media sectorial y una ligera tendencia al infraapalancamiento.
Singh (1975)	Análisis univariante Análisis Discriminante	* 1967-1970. Adquisiciones superiores al 50% de sectores de comestibles, bebidas, ropa e ingeniería no electrónica. Muestra de control emparejadas por sector y año.	Comparar empresas objetivo, oferentes y no objetivo sobre la base de variables justificadas en su trabajo de 1971. Comprobación de hipótesis derivadas de la teoría neoclásica de la empresa y de la seleccion natural, y de teorías directivas o del comportamiento.	Mayor apoyo de las tesis derivadas de las teorías directivas o del comportamiento. Aunque las empresas poco rentables son adquiridas en mayor medida,esto sucede menos si son de gran tamaño.
Kuchn (1975)	Regresión univariante y múltiple Modelos de probabilidad lineal Probit	* 1959-69 * adquisciones * 1.544 adquisiciones, 1.244 por 643 empresas que cotizadas y 310 por no cotizadas.	Pretende desarrollar un modelo teórico para su contrastación empírica basado en comparaciones de datos de resultado (*performance*) y valor de empresas obj. y no obj. alrededor de la Teoría de maximización del crecimiento de Marris con la restricción de la ratio de valoración.	Relación inversa entre ratio de valoración y probabilidad de adquisición. Relación inversa entre rentabilidad y crecimiento. La retención de dividendos es positiva (muy débil). La liquidez y el tamaño no son relevantes.
Firtbh (1976)	Análisis univariante	1973-1974. 190 tomas de control, excluyendo aquellas en las que el adquirente tenía el 30%	Contrastar la eficiencia del mercado de capitales al analizar los rendimientos de las operaciones de tomas de control.	Las empresas adquiridas respecto al grupo de control parecen tener unos peores resultados: rentabilidad y crecimiento de la rentabilidad.

Meeks (1977)	Univariante: medias comparadas con la media del sector	* 1964-72 * adquisiciones de empresas que cotizan en Bolsa * 233 adquisic., compág. media sector	Analiza los argumentos que motivan las fusiones: elemento disciplinario, aumento del poder de mercado, disparidad de objetivos entre directivos y accionistas.	Las empresas adquirentes son algo mayores y bastante más rentables que la media del sector. Las adquiridas son pequeñas y más rentables que la media.
Levine y Aaronovitch (1981)	Análisis univariante: diferencia de medias Análisis Discriminante Múltiple.	* fusiones con éxito en el año 1972 y de más de 3 millones de libras. Sectores manufacturero y al detalle	Comparar las características financieras de las empresas adquirientes, adquiridas y empresas de control. Intento de contrastar la tesis del crecimiento de Marris.	Escaso soporte de preocupación por el crecimiento de las empresas adquirentes, tampoco son más eficientes. Las empresas mayores (adquirentes) tienen mayores ratios de valoración que las de menor tamaño (adquiridas) y la variabilidad de sus ganancias es menor.
Barnes (1990)	Análisis factorial. Análisis Discriminante Múltiple.	* 92 ofertas de toma de control anunciadas con anterioridad al crash de 1987. Comparación con el sector. 37 empresas para evaluar capacidad predictiva.	Analizar si algunas ratios financieras permiten predecir que las empresas puedan ser objeto de toma de control.	Influencia negativa de liquidez, margen de ganancias neto y ROE. Positiva de margen de ganancias antes de impuestos y fondo de maniobra. Clasificación correcta de un 69% y de un 74% sobre la nueva muestra de 37 empresas.
Acker y Attfiled (1996)	Modelo RGW (Roll, Geske y Whaley).	* 3 ofertas de toma de control 1995: Glaxo sobre Wellcome, Hanson sobre Eastern Group y Rhône-Poulec Rorer sobre Fisons.	Tratan de modelizar el salto inminante del precio de la acción que ocurre en procesos de toma de control dada la desviación típica implícita antes de la fusión. Estudia las opciones de la sociedad amenazada.	Estima el salto predecible con un ajuste semiparamétrico de la sonrisa de la desviación típica implícita antes de la fusión y lo lleva al momento post-fusión, siendo capaz de explicar la aparente violación de los precios post-oferta de las opcines *'deep in the money'*.
Thompson (1997)	Análisis logia	* fusiones de *building societies* ocurridas en el periodo abril 1981- abril 1993: mezcla de serie temporal y corte transveral. 200 entidades y 1650 observaciones.	Comparar los motivos de fusión en estas sociedades de tipo mutualista frente a otras. Hipótesis: sirven como mecanismo de selección natural, para perseguir objetivos directivos como tamaño y crecimiento o son promovidas por el regulador para estabilizar el sector.	Se encuentra algo de soporte a la hipótesis de la selección natural: las empresas objetivo son adquiridas para mejorar el *performance* de las mismas y para lograr economías de escala. Nulo soporte de la hipótesis regulatoria.

Tabla 5.3.- Revisión de los estudios empíricos. Otros mercados anglosajones y Japón

Autores (año) País	Técnica	Muestra	Hipótesis y teoría subyacente	Conclusiones
Chambers (1965 Australia	?? No hay grupo de control	??	Infravaloración de activos netos como elemento predictivo de las tomas de control.	Muchas empresas son objeto de toma de control porque no se suministra adecuadamente información financiera a los inversores.
Chapman y Junor (1987) Australia	Análisis discriminante lineal paso a paso	* 29 empág. objeto de toma de control * 69 empág. objetivo supervivientes * junio 1978 - junio 1981	Análisis de los factores que permiten predecir una toma de control: *performance*, variables financieras, ratio de valoración e infravaloración de activos.	Porcentaje de un 77% de clasificación correcta, siendo los factores con mayor poder predictivo la infravaloración de activos, la falta de liquidez, el menor tamaño y aplancamiento, y una mayor rentabilidad.
Belkaoui (1978) Canadá	Análisis univariante: diferencia de medias Test de clasificación dicotómica Análisis discriminante	* 25 empág. objeto de toma de control elegidas aleatoriamente emparejadas con otras 25 no obj. por sector y tamaño * 1973 * 11 empág. objeto y 11 no objeto para validar los resultados	Importancia de la distinción entre activos líquidos y no líquidos a la hora de construir un modelo de clasificación de empresas objeto de toma de control.	La posición financiera de la empresa a largo plazo expresada a través de sus datos contables es suficientemente indicativa de la posibilidad de toma de control. Los resultados se confirman sobre una segunda muestra.
Rege (1984) Canadá	Análisis univariante Análisis Discriminante Múltiple	* 1962-1973 * 55 empág. objeto de toma de control para empresas canadienses y 55 para empág. no canadienses. (44 para el estudio original y 11 para su *validación*). * emparejadas por sector, año y tamaño con empág. no objetivo	Si las ratios contables utilizadas en anteriores estudios permiten encontrar diferencias entre empresas objetivo y no objetivo de toma de control.	No arrojan resultados significativos ni el análisis univariante ni el análisis discriminante múltiple. Plantea la necesidad de trabajar con valores esperados de las variables y con una mayor batería de ratios contables.
McGuinness (1993) Hong-Kong	Análisis univariante Análisis de componentes principales Modelo logit	* 1987-1989 * 42 empág. obj. toma de control (50% o más) emparejadas con no obj.	Analizar las variables determinantes en la probabilidad de ser objeto de toma de control: rentabilidad, liquidez, eficiencia y apalancamiento.	El porcentaje de clasificación correctamente efectuada por el logit asciende a un 68%. Contribuyen negativamente la rentabilidad de los fondos propios y el apalancamiento, y positivamente las ganancias y la liquidez. Se contrasta la capacidad predictiva sobre 12 de las 42 empresas de la muestra original.
Hoshino (1982) Japón	Análisis Discriminante Múltiple	* 1? muestra de 15 empág. fusionadas en 1970 * 2? muestra de 1967-1973 90 empág. objeto de fusión.	Se intuye que las fusiones no son motivadas por las propias entidades sino por fuerzas externas como el gobierno, los bancos, líderes empresariales...). Análiza las variables que influyen en la fusión de las empresas.	Los resultados inciden en términos generales en los resultados negativos de las fusiones y en la menor rentabilidad (pero más estable) de las fusionadas. Los porcentajes de clasificación del análisis discriminante entre 57% y el 77%.

Tabla 5.4.- Revisión de los estudios empíricos. Europa Continental

Autores (año) País	Técnica	Muestra	Hipótesis y Teoría subyacente	Conclusiones
Cable, Palfrey y Runge en Mueller (1980) R.F.Alemania	Univariante: medias	* 1962-74 * fusiones de empresas (50% o más) * 55 empág. fusionadas, emparejadas aleatoriamente por sector y tamaño	Examina los factores determinantes y consecuencias de las fusiones ocurridas en la R. F. de Alemania.	Las empresas fusionadas (especialmente las adquirentes) son de mayor tamaño que las de control. Los indicadores de resultados no revelan diferencias importantes después de la fusión.
Jenny y Weber en Mueller (1980) Francia	Univariante: medias	* 1962-72 * Fusiones o adquisiciones con menos de un 50% de propiedad inicial * 62 adquisiciones, 43 adquirentes. Grupo de control emparej. por sector, tamaño y ventas sobre activos	Diferenciar empresas adquirentes, adquiridas y empág. de la muestra de control utilizando el tamaño, la rentabilidad, el riesgo, el apalancamiento, el crecimiento y para contrastar ciertas hipótesis relativas al tamaño, riesgo y la teoría del *disturbance* de Gort.	No hay diferencias significativas de tamaño. No parece que las economías de escala sean la motivación para la fusión, sí los motivos impostivos o el menor coste de capital para las empresas adquiridas. Éstas tienen menos beneficios, más variables y la deuda es mayor.
Dumontier, Brunet y Souton (1989) Francia	Análisis univariante paramétrico y no paramétrico Análisis Discriminante Múltiple	* 1970-1980: 48 empág. adquiridas (23 para adquirir la totalidad y 25 para tomar el control) por OPA y 73 empág. de control. * 1981-1986 para evaluar la capacidad predictiva: 37 empág. objetivo (21 para adquirir la totalidad y 16 para tomar el control) y 52 no adquiridas.	Analizar las características finacieras de las empresas adquiridas por OPA que además puedan ser utilizadas con fines predictivos.	Se obtienen porcentajes de clasificación del 71% y 80% para dos modelos: OPA frente a no OPA, empág. adquiridas con objeto de toma de contro frente a no adquiridas. Las ratios más significativas son: rentabilidad bursátil, sector, liquidez, dividendos y capitalización bursátil. La capacidad predictiva es bastante pobre. La estimación de los coeficientes en el segundo período varía bastante con respecto al primero.
Kumps y Wtterwulghe (en Mueller (1980)) Bélgica	Univariante: medias	* 1962-74 * adquisiciones del 100% de otra sociedad * 40 adquirentes, 35 adquiridas, 7 adquirentes y adquiridas. 80 empág. control emparej. por sector. Manufacturas y comercio al detalle.	Delimitar empresas adquirentes, adquiridas y empág. de la muestra de control, utilizando el tamaño, la rentabilidad, el riesgo, el apalancamiento y el crecimiento, para contrastar ciertas hipótesis relativas al tamaño, riesgo, Teoría *disturbance* de Gort y teoría de la ganga.	Se observa que las empresas adquirentes son de gran tamaño y elevado crecimiento. Las adquirentes + adquiridas son menos rentables pero sus ganancias son más estables. La deuda es mayor en adquirentes respecto a adquiridas y éstas, a su vez, tienen más deuda que el resto.

Mueller (1980) Suecia	Univariante: diferencias de medias	* 1962-1972 * 287 fusiones con un grupo de empresas de control emparejado por sector y tamaño.	Análisis de los factores determinantes y consecuencias de los procesos de fusión en las empresas suecas con especial atención a las economías de escala, variaciones de poder de mercado, redistribución del riesgo, Teoría del *disturbance* y de la ganga.	Las empág. adquirentes son mayores, crecen más y están más endeudadas. Las adquiridas son algo más pequeñas. Sólo en riesgo se observan reequilibros de deuda (las adquirentes están mucho más endeudadas que las adquiridas). Efectos: no se mejora ni la rentabilidad de la empresa ni la de los accionistas.
Peer (1980) Holanda	Univariante: diferencia de medias	* 1963-1972. * 34 fusiones y 205 empresas de una muestra de control emparejadas por sector (todas pertenecen a manufacturas o comercio al detalle).	Analizar los factores determinantes (con especial atención al riesgo y tamaño) y las consecuencias de los procesos de fusión ocurridos en Holanda en el período de referencia.	La eficiencia no mejora ni el riesgo es reducido tras la fusión. El poder de mercado tampoco se incrementa de una forma muy significativa. Las empresas fusionadas son de mayor tamaño que las de control.
Rydén y Edberg (1980) Suecia	Univariante: diferencia de medias	* 1962-1976. * 27 empresas adquirentes y 40 empresas adquiridas. * empresas del grupo de control emparejadas por sector	Análisis de los factores determinantes y consecuencias de los procesos de fusión en las empresas suecas, con especial atención a las economías de escala, variaciones de poder de mercado, redistribución del riesgo, teoría del *disturbance* y de la ganga.	Diferencias de tamaño entre adquirentes y adquiridas pero no con el grupo de control. El endeudamiento ha crecido mucho más que en el grupo de control. Cierto respaldo de la teoría del *disturbance* (la fluctuación de los PER de las adquiridas es notablemente mayor antes de la fusión). Los resultados son neutrales para trabajadores y accionistas y positivas para consumidores.

Tabla 5.5.- Revisión de los estudios empíricos. España

Autores (año)	Técnica	Muestra	Hipótesis y Teoría subyacente	Conclusiones
Vázquez Ordás (1991a)	Análisis Cluster	* 1983-1990 * Empresas objetivo de fusión (absorción, compra y OPA) * 34 empág. obj. emparejadas con 34 por actividad y tamaño	Dentro del contexto de la Teoría de Marris, siguiendo a Kuenh emplea la ratio de valoración para formar dos grupos de empresas y examinar si agrupa adecuadamente.	Clasificación correcta del 57'4%, presentando las empresas objetivo de fusión un menor valor de la ratio de valoración.
Vázquez Ordás (1991a)	Análisis univariante Análisis discriminante	* 1983-1990 * Empresas objetivo de fusión (absorción, compra y OPA) * 34 empág. obj. emparejasdas con 34 por actividad y tamaño	En el contexto de la Teoría de Marris y del Control Empresarial trata de comprobar la influencia de la rentabilidad, estructura financiera, liquidez, estructura de explotación, solvencia y valor sobre el perfil de empresas objetivo y no objetivo con tres análisis discriminantes basados en tres aproximaciones de la ratio de valoración.	El análisis univariante ofrece, sin que existan diferencias estadísticamente significativas, que las sociedades objetivo obtienen menor rentabilidad económica, sus activos se someten a mayor rotación, la rentabilidad financiera es menor, mayor endeudamieno, menor grado de autonomía financiera, menor liquidez, mayor peso de los gastos financieros sobre los ingresos totales y sobre el valor añadido bruto, mayor proporción de los gastos de personal sobre los ingresos totales y menor sobre el valor añadido bruto, mayor ratio PER y menor ratio de valoración (tomando el menor valor para la medida a precios históricos. La ratio de valoración de las socieddes objetivo aumenta conforme se aproxima la fecha de la presentación de la oferta, lo que se atribuye a una subida del valor de mercado de sus acciones. Para las tres medidas de la ratio de valoración las funciones discriminantes introducen el PER, la estructura de los fondos propios, el coeficiente de endeudamiento y la capacidad para hacer frenta a la deuda a corto plazo, siendo modelos estadísticamente significativos (signo negativo), siendo la mejor clasificación con la estimación con la ratio de valoración a coste histórico y el porcentaje correcto de clasificación del 66'18%. Véase también Vazquez Ord
Vázquez Ordás (1991a y 1992c) España	Análisis discriminante	* 1983-1990 * Empresas objetivo de fusión (absorción, compra y OPA) * 34 empág. obj. emparejasdas con 34 por actividad y tamaño	En el contexto de la Teoría de Marris y del Control Empresarial trata de comprobar la influencia de la rentabilidad, estructura financiera, liquidez, estructura de explotación, solvencia y valor sobre el perfil de empresas objetivo y no objetivo, basándose en la ratio de valoración.	Se confirman las teorías: las empág. objetivo tienen más reservas, más deuda, mayor liquidez, mayor PER y una ratio de valoración inferior, mediante el empleo de una medida de la ratio de valoración a coste histórico.
Escardíbul, *et al.* (1998) España	Análisis de la varianza Análisis Factorial Análisis Discriminante Regresión Logística	* 1994-1996 * Empresas objetivo de OPA * 25 empresas objetivo e igual número de no objetivo, emparejadas por sector, tamaño y año	Determinar las diferencias entre los dos grupos de empresas (OPA y no OPA) mediante el empleo de técnicas de predicción de quiebras y con ayuda de la información de ratios construidos con los datos de los estados financieros de los tres años anteriores.	Distribución no normal de las ratios financieros. (asímetría y apuntamiento) y presencia de valores atípicos en la mayoría de ratios. No existen diferencias significativas entre los dos grupos en el análisis univariante. Se alcanza un ajuste pobre en la función discriminante y las variables no separan de forma significativa los grupos, presentando el PER elevada correlación con la función discriminante, lográndose resultados similares con un modelo de regresión logística.

CAPÍTULO VI

MODELO, HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA DE ANÁLISIS

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

En el presente capítulo, siguiendo la lógica de la exposición de este trabajo de investigación, y una vez repasados los mecanismos de alineamiento, las teorías explicativas de las adquisiciones y la evidencia empírica previa con relación a los modelos de toma de control, obligadamente hemos de dar un paso más y entrar a formular nuestro propio modelo, con todas sus limitaciones.

Así, pasamos a analizar cómo son los modelos tanto teóricos como empíricos que hasta el momento conocemos y las carencias que presentan en cuanto a omnicomprensión de las diferentes teorías que se han formuladoen la literatura con relación a los procesos de toma de control, pasando a comentar posteriormente diversas cuestiones sobre su formulación, la utilidad del mismo o la justificación del enfoque de agencia.

Después exponemos el modelo general, centrándonos fundamentalmente en el modelo de probabilidad de OPA (tanto en su versión de modelos parciales como en su análisis conjunto), examinando con detalle los grupos de variables que integran (mecanismos internos, costes de agencia y eficiencia relativa) así como las relaciones, que de forma razonada, sirven de soporte al mismo, continuando con la consideración de las consecuencias de una OPA sobre el consejo de administración de la sociedad objetivo, para finalizar con el análisis de la incidencia de la variable de control (tamaño) y de otras variables (fiscales y de liquidez) en la probabilidad de OPA.

Una vez formulado el modelo y las relaciones que ligan sus diversos componentes rematamos exponiendo la tesis mantenida en esta investigación junto con las hipótesis objeto de contrastación empírica.

En los siguientes apartados, todos ellos previos al capítulo VII en el que pasaremos a exponer los resultados alcanzados en esta investigación, y una vez presentado el modelo y las hipótesis a contrastar, pretendemos realizar una descripción detallada de los procedimientos seguidos para la definición y delimitación del suceso objeto de estudio, la forma de selección de la muestra de contraste, así como una enumeración de las fuentes básicas de información que nos han permitido, con todas las limitaciones que tendremos ocasión de comentar posteriormente, formar la base de datos final sobre la cual se va a validar el modelo.

Por otra parte, las diferentes hipótesis formuladas que van a ser objeto de contrastación y el marco teórico que las sustenta, aunque ciertamente restringen el ámbito de intentar realizar un estudio "genérico" del mercado de control empresarial español, no por ello limitan en exceso las técnicas estadísticas adecuadas para su validación o refutación. En este sentido, y al hilo de lo recogido en el capítulo quinto, en el que reseñamos los trabajos previos realizados con la finalidad de encontrar los factores determinantes de la ocurrencia de una adquisición, hemos de optar finalmente por unas técnicas estadísticas que nos permitan conocer algo más sobre las relaciones que hemos expuesto y sobre las hipótesis de trabajo. Estas técnicas estadísticas, que incluirán análisis tanto univariante como multivariante, harán posible una mejor comprensión de las vinculaciones entre los mecanismos internos de incentivo y control, el problema de agencia, la ineficiencia empresarial y la ocurrencia de ofertas públicas de adquisición de acciones y los anteriores ceses en el consejo de administración de la sociedad objetivo.

En último término, pretendemos presentar un modelo que determine la probabilidad de ocurrencia de OPA en función de una serie de variables inherentes a la propia empresa objeto de estudio, por lo que deberemos justificar adecuadamente la técnica multivariante empleada, así como explicar la manera más adecuada para la validación estadística de los resultados alcanzados.

Para finalizar este capítulo, hacemos referencia a los grupos de variables, tanto dependiente como independientes, que se han considerado relevantes y que ya han sido avanzados con ocasión de la

presentación del modelo, entrando a desgranar la composición de cada grupo, la forma de medida de la variable y el signo previsto en relación con las hipótesis a validar.

1.- Justificación del modelo, alcance y extensiones.

Uno de los aspectos constatables de forma directa, tras un breve repaso por los trabajos publicados acerca del mercado de adquisiciones empresariales, es la carencia de un modelo teórico comprensivo de las diversas explicaciones que constituyen aportaciones relevantes a la literatura con relación a los motivos que sirven de desencadenante de las actuaciones de dicho mercado. Como hemos puesto de manifiesto en los capítulos segundo, tercero y cuarto, son muy diversas las explicaciones que se han argumentado en relación a los sucesos de fusiones y adquisiciones, así como las técnicas estadísticas aplicadas en los estudios empíricos (cuestión examinada en el capítulo quinto).

Si dentro de la variedad de enfoques optamos por la visión de la teoría de la agencia y nuestro objetivo final se restringe al análisis de la hipótesis del "mercado de control como mecanismo de disciplina ante el comportamiento ineficiente o excesivamente discrecional de la dirección ocupante", frente a otras teorías a contrastar, tampoco podemos decir que se hayan descrito, o estemos en disposición de proponer, una modelización teórica que englobe la multitud de variables que se han venido examinando, tanto desde una perspectiva meramente conceptual como desde el campo aplicado, en las diferentes modelizaciones teóricas e investigaciones empíricas publicadas hasta la fecha para diversos mercados de valores, con características muy diferentes, y en períodos temporales dispares.

En la vertiente teórica, tan sólo podemos afirmar que existen modelos parciales, por lo que respecta a la explicación del mercado de control como mecanismo de disciplina (entre los que destacan aquellos que incluyen exámen de las variables tan relevantes como la posesión de acciones por parte del equipo directivo ocupante[419]; los que estudian la forma más adecuada de remunerar a la dirección; los que analizan si la dirección de la adquirente debe o no luchar frente a la OPA; aquellos en los que se consideran determinadas variables financieras como variables que de forma aproximada, aunque inexacta, nos permiten acercarnos a la estimación del rendimiento del equipo directivo (su nivel de incompetencia y los costes de agencia en los que incurre); entre otro420s.

En lo que atañe a los trabajos empíricos revisados de probabilidad o discriminación de OPA, la mayoría carecen de un modelo teórico previo que les sirva de sustento[421](sobre todo en los publicados con anterioridad a mediados de la década de los ochenta), debilidad que hemos de tener presente a la hora de evaluar dichos estudios, llegando en algunos casos a ofrecer como única justificación para la inclusión del conjunto de variables consideradas (y no de otras), su empleo habitual en otros trabajos de índole similar.

---

[419] Véase a este respecto, por ejemplo, el modelo propuesto por Grossman y Hart (1980), en el que describen como la desatención por parte de la dirección hacia el bienestar de los accionistas es uno de los determinantes de la probabilidad de toma de control.

[420] Un ejemplo de una investigación que abarca, al igual que en estudio del mercado de control empresarial, la mayor parte de los campos genéricos de investigación la obra de Arcas (1992), en la que la autora examina tanto el empleo de la regresión con variable cualitativa como el rendimiento anormal de los títulos alrededor de un suceso con la técnica del análisis de eventos y la rentabilidad anormal como variable dependiente de una ecuación de regresión en la que se examinan los posibles factores determinantes de la misma.

[421] Quizás la única salvedad que debamos reseñar aquí sea la de aquéllos estudios que intentan contrastar la validez del modelo gerencialista propuesto por Marris en 1964. Aparte, claro está, de las formulaciones más recientes del mismo problema en términos de información asimétrica y problemas de agencia.

Por una parte, hemos comentado que no disponemos de una modelización teórica omnicomprensiva de las hipótesis que intenta explicar el por qué de las tomas de control. Las variables incluidas en los modelos teóricos y, sobre todo en los trabajos de marcada vertiente empírica, a veces carecen de una justificación suficiente. Algo similar podemos decir acerca de la argumentación que la mayoría de los autores realizan con relación a las técnicas estadísticas o econométricas a utilizar. Es fácil observar en el repaso que hemos realizado de la literatura, como las técnicas empleadas dependen en gran medida del nivel y experiencia en su aplicación a otros campos similares de las finanzas empresariales, así como de su grado de desarrollo y su disponibilidad de forma asequible para ser utilizada mediante el tratamiento automatizado de la información.

Por ello, haciendo un poco de historia, podemos observar cómo se evoluciona del más simple análisis puramente descriptivo o univariante en los trabajos pioneros en el tema, a las técnicas multivariantes de clasificación y agrupación (como el análisis discriminante o de conglomerados), para en fechas más recientes incorporar las técnicas de regresión logística, los modelos Probit, el análisis de supervivencia o las redes neuronales, como alternativas al análisis discriminante clásico.

Además, es muy común que, junto a la carencia de un modelo teórico que sirva de sustento a la hipótesis a validar o refutar, los trabajos dan un "salto" desde el planteamiento de la hipótesis a contrastar (cuando la hay) a la aplicación de una técnica estadística o econométrica determinada, sin que justifiquen la mejor o peor adecuación de su empleo al problema objeto de estudio y a su muestra, factores ambos que en tantas ocasiones condicionan de forma determinante la técnica estadística a emplear y la validez de los resultados alcanzados.

A continuación pasamos a exponer de una forma ordenada el modelo teórico propuesto. El centro son las tomas de control que instrumentadas a través de OPA suponen un mecanismo de disciplina de la alta dirección, tanto cuando éstas se producen, como por el simple hecho de la amenaza que supone la existencia del mercado de control empresarial sobre los equipos directivos que en el mismo compiten; y por tanto, un medio más para conseguir corregir (por la vía de los hechos o de las amenazas) el comportamiento ineficiente de la dirección ocupante de la futura entidad objetivo de adquisición.

La ineficiencia, en sentido general, se refiere al hecho de no lograr cumplir con el objetivo último de maximizar la riqueza de los accionistas (o el valor de mercado de todos los títulos de la empresa). Esto puede derivarse tanto de la ineptitud de la dirección, que es incapaz de saber cómo administrar los recursos de la empresa para obtener el máximo potencial; como de actuaciones deliberadas de la misma que suponen separarse del objetivo financiero, en la búsqueda de su propio beneficio.

En este segundo aspecto queremos abarcar componentes tales como el consumo de gastos extras o discrecionales en exceso (*perquisites*), el hecho de no fijarse una remuneración demasiado elevada, políticas subóptimas de inversión para no incurrir en mayores niveles de riesgo propio (y de esta forma proteger el capital humano específico invertido en la empresa), inversiones ligadas estrechamente a la capacidad de la dirección ocupante con relación a su sociedad frente a otros equipos alternativos, y otras. Esto es, al conjunto de factores que agregamos bajo el término genérico de variables aproximadas para medir el conflicto de agencia y los costes que se derivan del mismo, al menos particularizando para el caso de la relación entre la propiedad (accionistas) y la dirección.

Los costes de agencia, en un sentido más amplio, intentan ser una medida de la pérdida de riqueza con relación a la que se obtendría si la empresa fuera gestionada por una dirección eficiente, es decir, por aquel equipo humano que maximizara la riqueza de todos los partícipes de la red contractual, si nos estamos refiriendo a todos los problemas de agencia, o que buscara el aumento de la riqueza de los

accionistas, si nos referimos tan sólo al conflicto con los propietarios de los derechos sobre la renta residual.

Ante un comportamiento ineficiente cabe emplear diferentes mecanismos de control (internos y externos) para minorar en cierta medida el problema y los costes de agencia en la entidad. Así, nuestro trabajo se va a ocupar, en primer término, de examinar cuáles son las interrelaciones que existen entre las variables que definen los diferentes mecanismos internos y entre éstos entre sí, para posteriormente, y una vez evaluados de forma aproximada el grado de eficiencia relativa en la actuación de la dirección de la sociedad objetivo y la manifestación del conflicto de agencia, ver si un mecanismo externo de control concreto (el mercado de control empresarial, actuando a través de una oferta pública de adquisición de acciones, OPA), opera ante la debilidad de los mecanismos internos de alineamiento (fundamentalmente mecanismos de incentivo y disciplina o control) unido a la presencia de elevados costes de agencia. Por tanto resulta evidente que dejamos de lado otros mecanismos de control externos que interactuan a la vez, por la dificultad de poder medir sus repercusiones de forma fiable para ser incorporados en nuestro modelo, como sería el caso del grado de competitividad en los mercados de productos y factores, el mercado de trabajo directivo o las actuaciones de los mercados de capitales, entre otros.

Nuestro análisis se apoya en la hipótesis de que el motivo fundamental desencadenante de las operaciones de toma de control por OPA es la ineptitud del equipo directivo ocupante y las manifestaciones del conflicto de agencia en la entidad objetivo[422] ante el fallo de los mecanismos internos de incentivo y control, examinado a través del nivel de eficiencia logrado. En este sentido, tratamos de relacionar la ocurrencia de una OPA con el hecho de la presencia de elevados costes de agencia en la entidad objetivo y de la baja eficiencia de su equipo directivo ocupante, junto a la actuación de los mecanismos internos de alineamiento de intereses entre los gestores y los propietarios.

En resumen, el objetivo global del modelo teórico que formulamos es examinar si las operaciones del mercado de control empresarial español instrumentadas a través de Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) vienen determinadas (desencadenadas) porque la ineficiencia del equipo directivo ocupante, manifestada en la forma de elevados costes de agencia en la sociedad objetivo (costes que tendrían su origen en un comportamiento desleal de la dirección hacia los propietarios de los derechos sobre la renta residual, o bien en la propia ineptitud de la dirección[423]), no ha logrado ser limitada de forma adecuada por otros mecanismos internos.

Expuesto de esta forma, nuestro modelo se limitaría a contrastar independientemente las interrelaciones que existen entre y dentro de los diferentes mecanismos internos, para después analizar conjuntamente éstos con el grado de costes de agencia y de eficiencia empresarial. Con todo ello, intentaríamos averiguar cuáles son las variables influyentes en el hecho de que una sociedad sea adquirida mediante OPA, con el objetivo de alcanzar algún grado de explicación de este fenómeno desde el marco conceptual que nos brinda la teoría financiera de la agencia, finalizando con el análisis de las consecuencias de la OPA para la entidad objetivo. Para conseguir este fin, parecen adecuadas las técnicas

---

[422] Evidentemente, no descartamos que pudieran existir otras circunstancias en la entidad oferente, en la objetivo o vinculadas al par oferente-objetivo que influyeran, motivaran o desencadenaran el proceso de toma de control como, por ejemplo, la redistribución de riqueza entre los partícipes de la empresa, la diversificación, las rentas de monopolio, las sinergias fiscales o financieras, entre otras explicaciones abordadas en capítulos anteriores de la presente investigación; si bien, no serán consideradas en nuestro estudio.

[423] En otros términos, el problema de agencia expuesto es el resultado de un proceso de selección adversa en el momento de contratación del equipo directivo. A la par, la ineptitud directiva, si asumimos que ésta conoce sus propias capacidades, recursos y carencias, se puede interpretar como un engaño por parte de la misma hacia los propietarios. Por otra parte, las actuaciones que realiza la dirección, una vez que ha sido contratada, y que suponen una desviación manifiesta del objetivo financiero, serían una expresión de un problema de riesgo moral.

estadísticas y econométricasexpuestas en la revisión de la literatura, tanto univariantes como multivariantes; a la vez que un análisis de forma conjunta de las interrelaciones dentro de los diferentes componentes de los mecanismos internos de incentivo y suspensión, y entre éstos y los problemas de agencia y el grado de eficiencia empresarial.

De acuerdo con esta exposición, en último término estamos recogiendo en el modelo un conjunto de variables explicativas[424] susceptibles de medir, al menos de forma aproximada, el valor de la empresa y las desviaciones del objetivo financiero último, asumiendo la hipótesis de que ese valor se verá incrementado en aquellas sociedades que reciben una oferta de toma de control, puesto que la entidad adquirente será una gestora más eficiente del conjunto de recursos de la empresa objetivo o introducirá cierta disciplina en el comportamiento de esta. Es lo que comúnmente se denomina como "tomas de control eficientes". Por tanto descartamos, por hipótesis, que la presentación de la OPA pueda suponer un incremento del problema de agencia en la entidad oferente y, por ende, en la sociedad objetivo, con lo que asumimos que la OPA se formula con la pretensión de maximización del valor de la empresa adquirida (Hasbrouck, 1985).

En ese sentido, nuestro modelo de probabilidad de OPA deberá incluir las variables relevantes asociadas con el incremento en el valor que podría ser capturado por la entidad que realiza la oferta durante el proceso de adquisición y que se reflejan a través de medidas aproximadas (*proxy*) de los costes de agencia y de la eficiencia empresarial, a la vez que examinar el comportamiento de las variables que miden la presencia de mecanismos de alineamiento internos alternativos al mercado de control empresarial[425].

Por último, cabe esperar que de los procesos de toma de control se deriven algunas consecuencias que afecten al desarrollo de la sociedad objetivo en el futuro (ceses de los directivos y consejeros, reorganizaciones de activos y de actividades) y en este sentido vamos a controlar la ocurrencia de ceses en el consejo de administración[426].

Dado que toda la información de partida considerada en la construción de las variables de nuestro estudio está publicamente disponible, la hipótesis de maximización del valor debe también suponer que el aumento que surge a consecuencia de una adquisición con anterioridad a la oferta es, como mucho, sólo parcialmente reflejado en el valor de mercado de la empresa objetivo (Hasbrouck, 1985), pues de no ser así puede que surgiera el problema de *free-rider* que exponen Grossman y Hart (1980a, 1980b, 1981). En este caso, la justificación más simplista de la hipótesis de la OPA como mecanismo para maximizar el valor es que existe un desequilibrio con una valoración no racional de las empresas objetivo potenciales[427].

---

[424] Las variables explicativas del modelo serán evaluadas a través del análisis de su significatividad individual y conjunta, el signo de la relación y la importancia relativa de las mismas.

[425] En el modelo final de probabilidad de OPA, aún cuando no tienen cabida en el modelo teórico propuesto, también incluiremos variables fiscales y de liquidez dentro del grupo de variables explicativas.

[426] Aunque resulta evidente, conviene hacer notar que en el ámbito de la gestión y la dirección de la empresa cabe considerar que existe una posible doble relación de agencia. De una parte, la que une a los accionistas con aquellas personas que forman el consejo de administración, y de otra, la que liga a los altos directivos de la empresa con el consejo. Ésta última, si bien en otros países ha sido analizada con cierta profusión desde el marco de la teoría de la agencia, en nuestro estudio se ve limitada, a la hora de su contrastación empírica, por no haber conseguido recabar información relativa a cuál es la composición de la alta dirección (consejero delegado, comité ejecutivo, director general o figuras similares), en las que el consejo delega la mayor parte de sus funciones y cometidos relativos a la marcha diaria de la empresa.

[427] Sin embargo, y como demuestran Grossman y Hart, las explicaciones de equilibrio pueden ser avanzadas en presencia de información imperfecta y costes de producción de información y de toma de control.

Frente a la hipótesis de maximización del valor podríamos considerar como alternativa la existencia de una relación entre las variables explicativas y el suceso de adquisición debida a una serie de características relativas a la sociedad objetivo, motivo por el cual ciertas empresas, como, por ejemplo, aquellas que pertenecen a un sector determinado, son candidatas particularmente susceptibles como objetivo de OPA, resultando evidente que por fuerza, al menos en la primera situación, esas características harían también referencia a las propias de la entidad oferente (Hasbrouck, 1985), lo cual implica disponer de una muestra de parejas de entidades objetivo-oferente para la contrastación de esta hipótesis[428].

De forma similar, puede que determinadas características de la pareja "oferente-objetivo" también debieran ser consideradas, al menos si pretendemos contrastar algunas de las hipótesis formuladas en el marco clásico de las sinergias[429].

Por último, algunos factores inherentes al proceso mismo de la toma de control, que parecen ser relevantes en la selección de la sociedad adquirida, o al menos en las ganancias asociadas a la operación, como es el caso del medio de pago elegido, la forma de financiación de la operación por parte de la entidad compradora o los títulos a los que se dirige, son variables de interés a considerar que van más allá del alcance de esta investigación.

Conviene detenernos brevemente para explicar con mayor detalle qué entendemos por la hipótesis de "toma de control eficiente". En el caso del mercado de control empresarial, estamos suponiendo que dichas operaciones solo tienen lugar sobre aquellas empresas en las que se manifiesta un problema de agencia, es decir, que todas las actuaciones se realizan sobre sociedades gobernadas por una dirección ineficiente e iniciadas por una sociedad adquirente que conseguirá mejorar los resultados de la sociedad objetivo. Para ello es necesario que el mercado de control empresarial se comporte de forma eficiente, en el sentido de que, como es habitual en la mayoría de los trabajos y autores, la entidad adquirente presente una oferta de compra que no implique a su vez un aumento del conflicto de agencia dentro de su propia empresa (la oferente), o lo que es igual, que la empresa adquirente tiene capacidad para disminuir el conflicto de agencia que se manifiesta en la sociedad objetivo, pues si carece de la misma, produciría efectos perniciosos en el conflicto de agencia entre la dirección y la propiedad de la entidad oferente, a la vez que una **no** disminución de los costes de agencia en la sociedad objetivo[430].

La suposición de eficiencia en el sentido anteriormente mencionado lleva aparejada el hecho de que la mayor parte de los trabajos empíricos recogidos en la literatura evalúan fundamentalmente tan sólo las consecuencias de la OPA sobre la rentabilidad de los accionistas de la sociedad adquirida, con lo cual la posibilidad de aumento del problema de agencia en la adquirente o el resultado de la combinación no es objeto habitual de estudio, salvo en muy contadas excepciones.

---

[428] En nuestro modelo, debido a la forma de especificación del problema, la selección muestral y la técnica de contrate, hacemos caso omiso de los rasgos de la entidad adquirente, si bien no dudamos de la importancia de variables tales como las que midieran la presencia de costes de agencia en la sociedad oferente o el resultado (aproximación a la ineptitud) alcanzado por su equipo directivo.

[429] Sin embargo, ello no es posible, pues al diseñar nuestro estudio sobre el análisis de las características de las empresas objetivos enfrentadas con una muestra de entidades no objetivo, la información necesaria no estaría disponible para las sociedades adquirentes.

[430] Algunos autores mantienen que esto último es posible, como por ejemplo ya hemos comentado acerca de la denominada hipótesis *hubris* de Roll (1986) que hace referencia al exceso de confianza por parte de la dirección adquirente con relación a sus capacidades de gestión sobre los recursos de la objetivo, lo que le lleva a creer que la empresa posee un valor superior al que le asigna el mercado en el momento pre-oferta.

Una vez que lleguemos a aproximarnos a las interrelaciones entre los mecanismos internos, el problema de agencia y la eficiencia empresarial, proseguiremos con la estimación de un modelo probabilístico en el que se examinen los factores determinantes de la ocurrencia de OPA en términos de laactuación de estos mecanismos de control, los costes de agencia y la eficiencia relativa. Tras el modelo que, bien de forma conjunta o por separado, establezca las relaciones entre esas variables y la probabilidad de ocurrencia de una OPA por motivos de toma de control, finalizaremos examinando las consecuencias previsibles de las tomas de control en términos de ceses en el consejo de administración producidos con posterioridad a este hecho.

En una segunda fase, pero complementaria de la anterior, podríamos intentar conocer la validez del modelo planteado sobre la muestra empleada en la estimación de los parámetros del mismo o sobre otra muestra reservada a estos efectos (*hold-out*), al objeto de comprobar si el modelo clasifica correctamente a las sociedades incluidas en nuestra muestra de estudio en los dos grupos diferenciados y mutuamente ecluyentes: objetivo y no objetivo de OPA. Esto es, pretenderíamos analizar si el modelo supone una aportación significativa frente a un esquema de clasificación puramente aleatorio. Sin embargo, este aspecto al igual que otros también muy interesantes, los dejaremos para posteriores investigaciones.

Es evidentemente que, si de entrada limitamos nuestro enfoque al marco de la teoría de la agencia, no incluyendo de forma explícita otras causas posibles desencadenantes del proceso de toma de control muchas de la cuales han sido examinadas en capíyulos anteriores, no sería de extrañar, como ocurre con la mayoría de los trabajos revisados que emplean una técnica estadística y econométrica adecuada, que el modelo tuviera una capacidad clasificatoria bastante baja sobre la muestra de estimación, y normalmente mucho menor sobre una muestra diferente. Además, nuestro interés fundamental, por lo que respecta al modelo de probabilidad de OPA, se va a centrar en conocer no tanto la capacidad clasificatoria o predictiva del modelo sino en conocer si un conjunto de variables son significativas a la hora de determinar la probabilidad de ocurrencia de OPA, tienen el signo correcto que predice la teoría, y si el modelo en su conjunto es estadísticamente significativo.

Dando un paso más adelante, en un tercer nivel podríamos evaluar si el modelo estimado se puede emplear para predecir las sociedades que serán objetivo de OPA sobre una muestra diferente a la de estimación, lo cual nos serviría para contrastar la estabilidad de las relaciones encontradas entre variables determinantes y la ocurrencia de una OPA, a la par que para conocer su aplicabilidad para tomar posiciones como inversores en los mercados de valores ante la detección de las posibles candidatas a una toma de control. Sin embargo, nuestro objetivo podría ser mucho más ambicioso si ponemos en conexión, de una parte, el hecho de la presentación de la OPA y, de otra, el precio ofrecido por la empresa adquirente (habitualmente superior a la cotización de la sociedad objetivo en una cantidad denominada "prima") y las repercusiones que tiene el intento de toma de control sobre el valor de mercado de los títulos de la entidad adquida. Así, si consideramos que la mayoría de las OPAs se formulan por un precio de adquisición superior al que prevalecía en el mercado antes de la operación (o de sus rumores, dependiendo del nivel de eficiencia informativa que creamos que se verifica en el mercado de valores), y sin entrar en consideración de si la causa exclusiva por la cual la sociedad adquirente está dispuesta a pagar una prima es por las ganancias que obtendrá tras hacerse con el control de la objetivo y disciplinar al equipo directivo ocupante, o por otras causas[431], podríamos examinar la utilidad que le reporta a un inversor individual disponer de un modelo de predicción de empresas objetivo de OPA.

---

[431] Dando cabida de esta forma a otras explicaciones complementarias de los procesos y actuaciones del mercado de control empresarial, como son las sinergias de todo tipo, la infravaloración por el mercado, la redistribución entre los partícipes y otras.

Como reconocen diversos autores (Palepu, 1986; Wansley, *et al.*, 1983; y Fields, 1991), parece bastante obvio que un inversor que cuente con información suficientemente fidedigna sobre las empresas candidatas a una adquisición obtenida a través del empleo de un modelo de predicción de tomas de control participará en el mercado comprando con anterioridad los títulos de las sociedades que probablemente vayan a ser objetivo de toma de control a un precio inferior al de la OPA, y cuando ésta se produzca obtendrá una ganancia, que podemos denominar de arbitraje, igual a la prima que el adquirente se compromete a pagar a los accionistas de la empresa objetivo que acudan a la operación. De hecho, el inversor que se comporte de esta forma consigue "batir" el mercado obteniendo un beneficio sustancial y significativo. En este sentido, la disponibilidad de un modelo predictivo de las empresas candidatas a OPA permitiría a sus poseedores, basándose en la información pública que se recoge en el modelo, disponer de un "conocimiento" relevante para realizar sus operaciones de compra-venta de títulos en el mercado.

No obstante, se pueden plantear diversas preguntas a las que habríamos de dar una respuesta suficiente con relación a algunas cuestiones discutidas dentro del marco teórico del mercado de control empresarial: ¿el comprador de títulos, oferente principal o no, mantiene su posición en la sociedad objetivo con posterioridad a la OPA para obtener mayores ganancias que la prima inicial de oferta?, ¿por qué la sociedad adquirente paga una prima?, ¿supone la prima un reparto de los beneficios potenciales que se esperan lograr con la toma de control entre los accionistas de las dos empresas o sólo son absorbidos por una de las partes?, ¿la prima pagada influye a su vez en la probabilidad de OPA o en el resultado de la misma (éxito o fracaso)? Todos estos interrogantes sólo nos pueden permitirnos plantear el objetivo de futuras investigaciones, pero van más allá del alcance del presente proyecto, si bien expondremos algunos comentarios acerca de nuestra opinión al respecto.

En relación con la primera pregunta, el comprador puede no estar interesado en asumir riesgos en la gestión empresarial y pretender sólo obtener el beneficio de arbitraje (con lo que si este se corresponde con el adquirente inicial, la hipótesis de toma de control eficiente quedaría en entredicho). Por lo que respecta al origen de la prima, para nuestro estudio no se justifica por una infravaloración por parte del mercado de valores, sino que el conflicto de agencia preexistente en la sociedad objetivo determina que la cotización pre-oferta sea menor a la que se espera que alcance la entidad una vez resulte adquirida y sea modificado su equipo gestor[432]. En todo caso, lo que sí reflejaría el pago de la prima es un cierto retraso o "miopía" por parte del mercado de valores, que no es capaz de descontar con la suficiente antelación el aumento que experimentará el precio de cotización de los títulos de la entidad objetivo con posterioridad a la OPA, como consecuencia del nuevo rumbo que dará a la gestión la dirección de la empresa adquirente[433].

También son de interés las dos últimas cuestiones planteadas, y en este sentido parece ser que analizando el rendimiento acumulado en exceso sobre el normal de mercado, este es positivo para la empresa objetivo y a menudo casi nulo o negativo pero no significativo para la sociedad adquirente, y evaluando conjuntamente el rendimiento de la cartera, parece que el resultado total es positivo pero

---

[432] En tanto que la sociedad adquirente lograse reducir los costes de agencia, una vez que acceda al control, lo que motivará una subida del precio de la acción (en un importe que la sociedad compradora espera que sea mayor que la prima desembolsada) que compensará a la entidad oferente del sobreprecio pagado por las acciones de la empresa objetivo.

[433] Evidentemente, esto supone la quiebra de la eficiencia informativa del mercado de valores en su forma semifuerte, como así parece demostrarse en algunos trabajos empíricos, pues concluyen que el mercado logra predecir en alguna medida las empresas objetivo, cuando esta capacidad predictiva se evalúa por los cambios significativos en la cotización o rendimiento anormal en exceso de las acciones, que a menudo se mantienen en cartera durante un corto período temporal.

escasamente significativo, por tanto es una cuestión a debate el "reparto" de las posibles ganancias generadas en la operación entre los accionistas de las dos empresas.

Por último, no cabe duda que el precio ofrecido es un factor relevante, no sólo por su contenido económico, sino también por la diseminación de nueva información que supone dentro del mercado de valores, y normalmente cabría esperar que la oposición de la dirección de la empresa objetivo fuese menor (mayor probabilidad de éxito) y mayor la probabilidad de adquisición, cuanto mayor fuera la prima pagada (más aún si la dirección participa en la propiedad y los beneficios de control son escasos).

Si el modelo va a ser utilizado con fines predictivos sobre OPAs que todavía no han sucedido, es importante recordar el origen o naturaleza, (pública o privada) de la información empleada como variables de entrada en el modelo. Así, si la información necesaria para la estimación del modelo está a disposición de todos los partícipes del mercado, bajo la hipótesis de mercados financieros informativamente eficientes en su forma intermedia, dicha información debiera estar descontada en el precio de los títulos, con lo cual ya incluiría la futura revalorización de la sociedad objetivo como consecuencia del cambio de propiedad, y por ende, de la disminución consiguiente de los costes de agencia. Por tanto, el posible beneficio a obtener por el inversor-usuario del modelo provendría de la incorporación en el mismo de información privada desconocida por el mercado o del hecho que el modelo en su forma analítica no fuera conocido por el mismo. No obstante, al igual que ocurre con las operaciones de arbitraje, su empleo serviría para restablecer el desequilibrio temporal de valoración debido a la información que diseminarían en el mercado los inversores que operasen con este modelo.

Así, parece que el campo de más porvenir, desde un punto de vista aplicado, sería el diseño de modelos que al permitir determinar las entidades objetivo de OPA, les dieran la posibilidad a sus usuarios de obtener una ganancia igual o algo inferior a la prima. Pero como hemos comentado anteriormente, su empleo por algunos operadores haría que el mercado se fijara especialmente en ellos (incluidos los accionistas de la sociedad objetivo a la hora de valorar la opción de vender sus títulos), revelando al mercado la información que este no pudo anticipar en su momento y, por tanto, sirviendo al objetivo último de restablecimiento del equilibrio y de la eficiencia informativa.

En definitiva, el estudio de las características diferenciales de las empresas objetivo y no objetivo de una toma de control, como medio de contrastar la hipótesis de maximización del valor por las actuaciones de OPA, en último extremo podría obedecer también a ofrecernos un mejor conocimiento acerca de las fuerzas económicas subyacentes en la actividad de fusión y adquisición y en el funcionamiento de los mercados de valores en lo referente al propio mecanismo de actuación (Hasbrouk, 1985, págs. 351-352), que se vería ampliado con el conocimiento de la sustituibilidad o interdependencia entre los diferentes mecanismos limitadores de la discrecionalidad directiva complementado, por otra parte, con una prueba de la eficiencia informativa del mercado.

Finalmente, parece en cierta medida obligado exponer una breve justificación de por qué empleamos el marco teórico conceptual que nos proporciona la Teoría Positiva de la Agencia a la hora de examinar el mercado de control empresarial español, pues igualmente podríamos haber optado por teorías más en la línea gerencialista clásica de modelos como el de Marris (1964), o por un examen de los determinantes de las tomas de control que tuviera su origen en las sinergias de diverso tipo (financieras, fiscales, de poder de mercado, u otras). Sin embargo, la adopción del enfoque de agencia nos ha parecido adecuado por varias razones:

a) En primer lugar, la teoría positiva de la agencia ha experimentado un gran desarrollo en lo que se refiere a su aplicación al campo de las finanzas empresariales, incluida la parcela relativa a fusiones y

adquisiciones[434], por lo que parece adecuado analizar si este marco puede ofrecer aportaciones fructíferas al análisis de las causas desencadenantes de las OPAs y de otros mecanismos de control para el caso español.

b) En segundo lugar, tanto los trabajos teóricos como los estudios empíricos más recientes han optado por incluir, a veces de forma exclusiva (aunque no excluyente con relación a otras explicaciones), la motivación de la toma de control basada en la ineficiencia del equipo directivo ocupante, tomando como marco de análisis primordial el enfoque de agencia.

c) En tercer lugar, es un campo que parece prometedor en el análisis de las decisiones financieras de las empresas españolas a tenor de los resultados de investigaciones previas relativas a la estructura de propiedad, endeudamiento, y valor (Rodríguez Sanz, 1993, 1997), (Rodríguez Sanz y Vallelado González, 1994), (Andrés Alonso y Azofra Palenzuela, 1996), (Azofra Palenzuela, Rodríguez Sanz y Vallelado González, 1994), estructura de propiedad (Galve y Salas, 1992, 1994 y 1997); Crespí y Cladera, 1998), la decisión de dividendos (González Rodríguez, 1994), cese directivo (Gispert, 1999) e incluso el propio mercado de control empresarial (Vázquez Ordás 1991; Lozano García, 1996; Gómez Ansón 1997; Fernández Álvarez y Gómez Ansón 1997), así como para el exámen del correcto comportamiento de las bolsas de valores en una de sus múltiples finalidades: permitir el funcionamiento del mercado de control empresarial.

2.- Propuesta de un modelo e hipótesis a contrastar.

En origen, nuestro estudio surge por la necesidad de intentar "arrojar más luz" sobre la existencia de un mercado de control empresarial en nuestro país, tal y como se describe y se comporta, fundamentalmente, en los países anglosajones, aún con las dificultades que reconocemos que un proyecto de este tipo lleva aparejadas.

Con dicha finalidad tratamos de examinar si la motivación básica para la actuación del mercado de control es el conflicto de agencia entre los propietarios de los derechos residuales y la dirección de la empresa, así como la ineptitud de esta última[435], todo ello manifestado en una ineficiencia empresarial, a la par que completar nuestros conocimientos con un exámen de la interrelación existente entre los diferentes mecanismos internos y el mercado de control empresarial.

Descritos sucintamente en los capítulos precedentes tanto los mecanismos internos y externos de alineamiento de la dirección (tanto en la vertiente de incentivo como de disciplina o control) y repasadas las teorías explicativas del fenómeno de las fusiones y adquisiciones, y supuesta la validez, al menos parcial de la hipótesis de partida de "ineficiencia del equipo directivo ocupante"[436], que establece como causa desencadenante de los procesos de toma de control realizados a través de una Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) el hecho de que el comportamiento de la alta dirección se desvía

---

[434] Baste pare ello echar una mirada a los manuales de finanzas empresariales más al uso, viendo cómo en sus últimas ediciones examinan en profundidad el enfoque de la Teoría de la Agencia para las finanzas empresariales, y en particular, se han desarrollado y ampliado desde este enfoque, los temas relativos al mercado de control empresarial.

[435] Aún no descartando de antemano otras motivaciones para las operaciones de tomas de control, en el presente trabajo no nos centraremos en su análisis y contrastación.

[436] Esta hipótesis, como ya hemos repetido en numerosas ocasiones, no es excluyente de otras causas motivadoras o desencadenantes de las tomas de control empresarial, desde las hipótesis clásicas de sinergias (economías de escala, alcance, financieras, fiscales, ...) , pasando por el *hubris*, el sobrepago, la infravaloración por el mercado, la expropiación de riqueza a otros partícipes (trabajadores, directivos, accionistas, acreedores, el estado), etc.

(inconsciente o deliberadamente) de la consecución del objetivo financiero de la empresa, intentamos exponer a continuación la interacción que se produce entre los mecanismos internos, los problemas de agencia subyacentes en la empresa (centrándonos básicamente en los que se derivan de la relación entre los accionistas y la dirección), la eficiencia empresarial, el mercado de control empresarial y las consecuencias de su actuación.

Como hemos revisado en capítulos precedentes, ante el problema de agencia que surge en la gran sociedad anónima, derivado entre otras causas de la separación entre la propiedad y la gestión de los recursos empresariales, y que lleva a una actuación oportunista de los gestores en detrimento de la riqueza de los propietarios de la renta residual (o de traslaciones de riqueza de los acreedores a los accionistas), existen una variedad de mecanismos tanto internos como externos, como hemos explicado previamente, que podemos considerar que logran paliar, al menos en parte, el problema de agencia, alineando los objetivos de la dirección con los objetivos de los propietarios y, de esta forma reduciendo los costes de agencia.

En primer lugar, partimos de la base de que es imposible conocer con exactitud el grado de problema de agencia dentro de la red contractual, ni tan siquiera cuando lo ceñimos al estrecho ámbito de la relación dirección-accionistas; y menos aún realizar una estimación de la magnitud de los costes asociados de forma independiente o separada de la actuación de los mecanismos de alineamiento de intereses (sean internos o externos) entre la propiedad y la dirección, por un problema en muchos casos de "observación conjunta". Así, el nivel de costes de agencia que en un momento dado observamos en una empresa (medido por variables aproximadas de este concepto), está condicionado directamente por la actuación que en ese mismo instante están realizando los mecanismos de alineación (internos y externos) del comportamiento directivo, incluidas las actuaciones del mercado de control empresarial que son fruto de la simple amenaza *ex ante* con respecto a la posibilidad de una toma de control, de forma que a mayor presencia y mejor funcionamiento de dichos mecanismos, si su actuación es correcta, cabe esperar que mayor será la reducción conseguida en el problema de agencia y, por tanto, menores los costes de agencia observados[437].

En segundo lugar, dados los costes de agencia observados de forma conjunta e inseparable con el comportamiento de los gestores (medido al menos de forma aproximada a través de variables de eficiencia directiva, rentabilidad económica, rentabilidad del accionistas, márgenes sobre ventas y eficiencia productiva; en una búsqueda de aproximarnos al grado en que persiguen el objetivo de los accionistas) tras la actuación simultanea en cada momento de los diferentes mecanismos de alineamiento (esto es, una observación *ex post*, ante la imposibilidad de disponer de una observación *ex ante*), es de prever que cuanto menores sean los costes de agencia observados menor será el conflicto de intereses dentro de la empresa entre la propiedad y los gestores, y por tanto, mayor será la eficiencia relativa en el grado de funcionamiento de la dirección y los resultados del equipo directivo ocupante. El resultado de la gestión de la dirección podrá calificarse como eficiente o no, con carácter relativo, considerándose en el caso de aquellas empresas que encuadremos en el grupo de ineficientes, que los mecanismos internos de incentivo y control (fundamentalmente, que son los controlados en este estudio), no han logrado cumplir

[437] Este razonamiento adolece al menos de la debilidad que se puede atribuir al hecho de desconocer los niveles iniciales de los costes de agencia antes de que su reducción tenga lugar por la actuación de los mecanismos de incentivo y control, porque sin tener una estimación de los costes de agencia aislados de la actuación de los mecanismos de alineamiento de intereses, no podemos saber en qué grado los mecanismos logran limitarlos, pues un menor coste de agencia observado no implica necesariamente una mayor reducción del nivel de costes de agencia previo a la actuación de los mecanismos de control.

adecuadamente con su finalidad, de forma que se refleja la incapacidad y la discrecionalidad del comportamiento directivo en las medidas de la eficiencia relativa de la gestión empresarial[438].

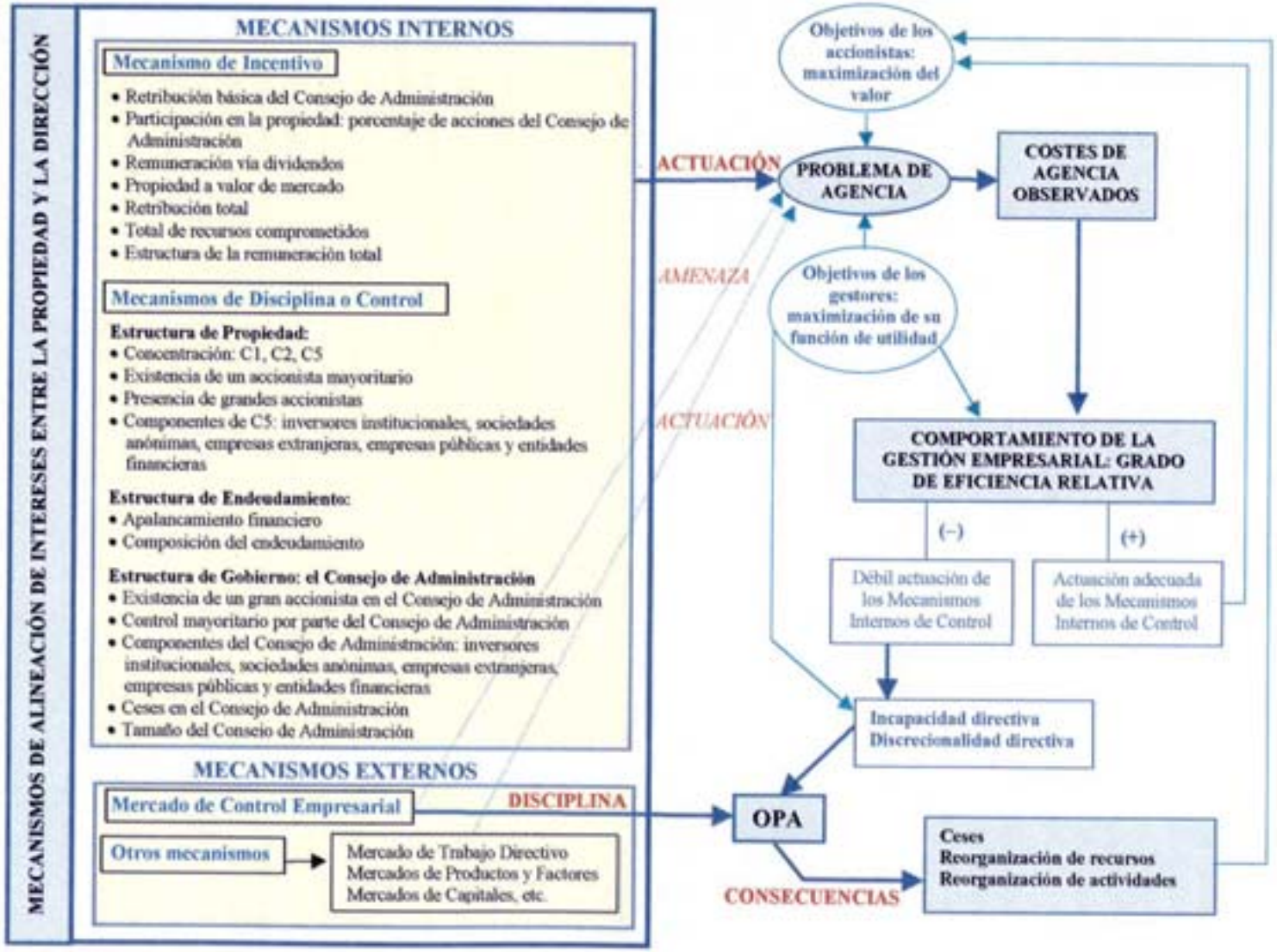
En tercer lugar, en el caso de que las sociedades muestren bajos niveles de eficiencia relativa suponemos que, en último término, son consecuencia de las desviaciones de los gestores empresariales con relación a la consecución del objetivo financiero, bien por incapacidad o por actuaciones deliberadas en términos de discrecionalidad directiva, ambas resumidas en el concepto de coste de agencia. Es en esta situación cuando ante aquellas empresas que siguiendo siendo ineficientes tras la actuación del resto de mecanismos de control se producirá la disciplina por medio del mercado de control empresarial, de forma que las entidades más ineficientes deberían tener una mayor probabilidad de ocurrencia de OPA.

Por último, consecuencias previsibles de la actuación del mercado de control societario son, entre otras, cuando su motivación viene dada por la búsqueda de la eficiencia de la sociedad objetivo en el sentido de disciplina al equipo directivo ocupante, la ocurrencia de ceses en el consejo de administración con mayor asiduidad en las entidades objetivo de OPA (variables consideradas en el estudio en el grupo denominado como "consecuencias de la OPA"), junto con la reorganización de los recursos y de las actividades de la entidad adquirida, que pueden implicar ventas de partes de empresas, liquidaciones, despidos, y otros cambios trascendentales. (que no han llegado a ser controlados en este estudio). El modelo propuesto y las relaciones hasta aquí expresadas se recogen de forma conjunta en el **GRÁFICO 1**.

Dado que nuestro objetivo último es establecer si existen diferencias significativas en términos de actuación de los mecanismos internos, de los costes de agencia y la ineptitud en el comportamiento directivo, factores todos ellos que determinen qué empresas serán previsiblemente objetivo de procesos de toma de control (por medio de OPA), el modelo que vamos a presentar especifica una serie de relaciones entre la probabilidad de ocurrencia de una OPA con las variables explicativas de la eficiencia empresarial, de los costes de agencia, de la actuación de otros mecanismos internos y de las consecuencias de la adquisición.

[438] Evidentemente, estamos considerando que la eficiencia empresarial observada es una estimación insesgada del esfuerzo realizado por la dirección, y como tal es valorado sin sesgo por el mercado de valores y por el mercado de control empresarial, lo cual supone una hipótesis muy restrictiva del modelo. Por tanto, niveles elevados de eficiencia relativa observada suponen mayor esfuerzo directivo, considerando que las circunstancias atribuibles al azar o a las posibles asimetrías informativas afectan (o se consideran que se distribuyen) por igual entre todas las empresas.

GRÁFICO nº 1
Modelo propuesto



Previamente a este razonamiento, en la vertiente empírica analizaremos las relaciones entre los mecanismos internos de alineación de intereses entre la propiedad y la dirección. Así, el planteamiento con relación a los mecanismos internos es doble. De una parte consideramos que cada uno de ellos está compuesto por una serie de dimensiones que se cuantifican en variables que guardan determinadas relaciones entre sí, que por extensión podríamos considerar generalizables a otras muestras de empresas. Esas relaciones lo que vienen a poner de manifiesto es que estamos evaluando un conjunto de Mecanismos de Incentivo así como de Disciplina y Control (estructura de propiedad, estructura de endeudamiento y estructura de gobierno) que vienen recogidos en distintas variables y donde la mayor presencia de una puede anular o al menos condicionar la presencia de otras de su mismo grupo.

En segundo lugar, examinadas las relaciones dentro de cada mecanismo, nos proponemos conocer cuáles son las interdependencias que guardan los distintos mecanismos entre sí. Dicho de otra forma, intentamos validar la hipótesis de que los mecanismos internos son complementarios o sustitutivos. Las dos opiniones podemos encontrarlas en la literatura, pero prácticamente no se ha obtenido previamente evidencia empírica a un nivel tan amplio de mecanismos internos analizados.

Debemos dejar constancia que un factor relevante y fundamental para el funcionamiento del mercado de control empresarial en los términos y de la forma expuesta en este trabajo deviene del nivel de eficiencia del mercado de valores del país, así como, de forma más genérica, del modelo de sistema financiero en el que nos encontremos. La forma de actuación del mercado de control de los países anglosajones es muy diferente (tanto en lo referente al número de ocasiones en las que actúa, al volúmen de las transacciones), como en su motivación, al de otros países con sistemas financieros decorte continental y con un componente más marcadamente de control del ejercicio empresarial por medio de participaciones bancarias o del control familiar de las sociedades, como sería el caso de los modelos de Europa continental[439].

2.1.- Grupos de variables del modelo y otras variables de control.

En primer lugar, como ya hemos tenido ocasión de exponer, estudiaremos las relaciones dentro de los mecanismos internos y entre estos entre sí para intentar dar una respuesta a su comportamiento en las empresas españolas.

Ciñéndonos al análisis del por qué determinadas empresas finalmente resultan ser adquiridas, de forma global podemos decir que a la hora de contrastar el modelo de probabilidad de ocurrencia de OPA la variable dependiente será la probabilidad (no observada) de que una empresa sea objetivo de OPA, considerando la presencia o ausencia de este suceso el elemento determinante para la asignación a uno de los dos grupos que, en un momento dado de tiempo, son mutuamente excluyentes. La contrastación empírica de este aspecto, como se expone y justifica con posterioridad, se realizará mediante un modelo de regresión logística.

Las variables explicativas consideradas en el modelo se reúnen en torno a tres grandes grupos diferenciados, como se puede fácilmente intuir de la formulación gráfica del mismo, aunque esto no quiere decir que la asignación de una variable a un determinado grupo sea excluyente de su consideración en algún otro.

---

[439] Mención aparte habría que hacer a la forma de control especial de las sociedades japonesas a través de lo que se conoce con el nombre de *keiretsu*.

Así, vamos a considerar las variables que pretenden medir la presencia de otros mecanismos de alineamiento alternativos al mercado de control empresarial (tanto mecanismos internos de incentivo como de disciplina o control). El segundo grupo de variables reúne un conjunto que mantiene como nexo común el hecho de intentar constituir unas medidas aproximadas de la magnitud del conflicto de agencia gestor-accionistas en la gran sociedad anónima. El tercer grupo contiene aquellas variables que se considera que reflejan el potencial que la dirección ocupante está obteniendo con relación a la consecución del objetivo financiero de la empresa (en términos de eficiencia directiva, rentabilidad del accionista, rentabilidad económica, eficiencia productiva y margen sobre ventas).

Por último, un conjunto de variables intentan medir algunas de las consecuencias previsibles, en términos de ceses dentro del consejo de administración, bajo la hipótesis de tomas de control eficientes, si bien no pertenece al modelo de probabilidad de OPA.

En el **ANEXO I** se recoge la información relativa a la estructura de los datos económico-financieros que han servido de base para el cálculo de la mayor parte de las variables financieras, de acuerdo con la estructura de los balances y cuentas de resultados en el formato presentado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV (tanto para sociedades individuales, como para grupos consolidados[440] y datos sectoriales agregados), así como las modificaciones introducidas por nuestra parte a la hora de definir las variables. Todos los grupos de variables considerados, la definición de las mismas, su forma de medida así como el signo predicho con relación a la probabilidad de toma de control, se recogen en el **ANEXO II**.

2.1.1.- Relaciones de sustituibilidad/complementariedad entre los mecanismos de alineamiento del comportamiento directivo.

Como se expuso en un capítulo primero, el análisis de los mecanismos de control (sean internos o externos) se puede enfrentar desde la perspectiva que la mayor presencia (peso) de unos viene provocada por la mayor debilidad de otros, en tanto que todos serían vistos como complementarios o sustitutivos para lograr que la actuación directiva no se desviara de la finalidad perseguida por los propietarios de la empresa. En este sentido, en la medida en que no actúen los mecanismos internos ni otros mecanismos externos, será más tanto más probable la toma de control.

Cuanto estamos considerando la hipótesis de complementariedad entre los distintos mecanismos de control hemos de tener en cuenta que la actuación de uno u otro, además de por su mayor accesibilidad o facilidad, puede venir motivada por el coste diferente que lleva aparejado el empleo de cada mecanismo de alineamiento. Así, parece lógico pensar que el coste de iniciar un proceso de cese a través del consejo de administración (mecanismo interno de la estructura de gobierno) es muy diferente a cuando la

---

[440] Para muchas de la entidades de nuestra muestra tuvimos que realizar la elección entre trabajar con datos individuales o consolidados de todo el grupo, del que una entidad objetivo de OPA o la compañera del grupo de control era la cabecera. Para ello comparamos tres magnitudes de los estados financieros individuales y consolidados del año en cuestión: inmovilizado material, inmovilizado financiero y cifra neta de negocios. En aquellos casos en los que hubo diferencias importantes en estas magnitudes entre la información suministrada de forma individual y de forma consolidada, se optó por esta última. Así ocurrió para todas las sociedades de las que se dispuso de información consolidada, pues de optar por los estados financieros individuales, la información económico financiera pudiera no ofrecer valores de contenido económico realmente significativo a los efectos de nuestra investigación. En todo caso, en un proceso de toma de control, aunque éste se plantee por la cabecera del grupo, en definitiva se persigue el control de todo el conjunto de recursos que operan bajo la coordinación de esa cabecera.

El problema que introdujo el hecho de manejar información consolidada fue emparejarla, en algunas magnitudes, con la de otras sociedades que tan sólo disponían de información individual, si bien las

disciplina actúa por una operación de OPA (en cuyo caso los costes principales pueden cifrarse para la empresa oferente en el importe de la prima pagada y para la sociedad objetivo en aquellos derivados de las medidas anti-toma de control adoptadas) o por medio de una lucha disputada por la delegación de voto en una Junta General de Accionistas (*proxy fight*).

De entre los mecanismos alternativos que exponemos en nuestro modelo, realizamos una agrupación de todos ellos bajo el término genérico de "mecanismos de alineación de intereses entre la propiedad y la dirección", para a continuación dividirlos en dos grandes grupos, según sean internos o externos a la empresa. A su vez, dentro de los mecanismos internos hemos diferenciado los mecanismos que hemos englobado con el nombre de mecanismos de incentivo, frente a los mecanismos de disciplina o control, considerado dentro de estos últimos, la estructura de propiedad, la estructura de endeudamiento (apalancamiento financiero y composición del endeudamiento) y la estructura de gobierno de la empresa.

Por lo que respecta a los mecanismos externos considerados inicialmente en el modelo teórico, éstos hacen referencia, por una parte, al mercado de control empresarial (tanto en su vertiente de actuación como de amenaza) y, por otra parte, a otros mecanismos externos de control (mercado de trabajo directivo, mercado de productos y factores, mercado de capitales), si bien, sólo la actuación del mercado de control empresarial será recogido en el modelo final a contrastar.

En lo relativo a los mecanismos internos de incentivo, en el modelo a validar incluiremos variables representativas de la compensación del consejo de administración (tanto por las remuneraciones fijas como por aquellas derivadas de los dividendos repartidos), su porcentaje de participación en la propiedad de la empresa, así como el volumen de recursos comprometidos que dicho porcentaje supone en términos de valor de mercado, junto con distintas combinaciones de estas variables básicas.

Con referencia a los mecanismos internos de disciplina o control hemos diferenciado tres grandes grupos: de una parte la estructura de propiedad, de otro las variables de estructura del endeudamiento y finalmente las de estructura de gobierno. Dentro del primero se analizan el grado de concentración de la propiedad, la presencia o no de un accionista con control mayoritario, la presencia de grandes accionistas (propietarios importantes de proporciones de los fondos propios) y, por último, el hecho de si dentro de los cinco mayores accionistas se encuentra alguno de los que agrupamos bajo el nombre genérico de "supervisores" (analizando su procedencia, diferenciando si había alguna sociedad financiera, no financiera extranjera o entidad pública), junto con otra variable que recoje el número de "supervisores" pertenecientes al grupo de los cinco mayores accionistas.

Las variables relativas a la estructura de endeudamiento empresarial se han incluido en la medida que éstas constituyen una decisión en cuanto a la forma y estructura de gobierno de la sociedad. En este sentido hemos considerado dos grupos: el primero formado por distintas variables que intentan estimar el grado de apalancamiento financiero y el segundo dedicado a analizar la composición del endeudamiento, intentando controlar tanto el plazo (corto o largo) como el origen (obligaciones, bancaria, deudas con empresas del grupo y comerciales).

El tercer grupo de los mecanismos internos de suspensión es la estructura de gobierno, dentro de la cual hemos incluido variables relativas al porcentaje de propiedad poseído por el consejo de administración en su conjunto, el hecho de que el consejo tenga una proporción mayoritaria en los fondos propios de la sociedad, la composición cualitativa del consejo (diferenciando si pertenecían al mismo alguno de los supervisores que anteriormente mencionábamos al hablar de las variables de la estructura de propiedad), el tamaño del consejo de administración, la pertenencia o no de los grandes accionistas al consejo y la ocurrencia o no de ceses en el consejo en el año anterior a la OPA. Todas estas

---

correcciones realizadas en las magnitudes de los estados financieros, se explican en el ANEXO I.

variables, cuando por su naturaleza era posible, se han medido tanto en términos absolutos como en términos medios (dividido por el tamaño del consejo de administración).

Dentro de los mecanismos de control empresarial externos tan sólo incluimos una variable relativa a las actividades del mercado de control empresarial, en su función de actuación disciplinaria, esto es, la ocurrencia o no de una toma de control por OPA en nuestra muestra objeto de estudio, dada la incapacidad de observar y medir la actuación del mercado en su vertiente de amenaza permanente y continua que pende sobre los gestores de las sociedades, así como la dificultad que entrañaba el hecho de analizar las repercusiones de otros mecanismos externos.

Mecanismo de incentivo.

Son muy diversas las formas en las que se puede materializar el hecho de incentivar a la dirección para que se comporte de manera consecuente con perseguir el objetivo de los accionistas. Vamos a examinar con cierto detenimiento la relación entre la propiedad de las acciones por parte de la dirección y su influencia en la probabilidad de OPA y el valor de la empresa.

Por lo que respecta al incentivo derivado directamente de su participación en la propiedad, ya hemos comentado en el capítulo primero las dos posturas enfrentadas referentes a la relación entre alfa (propiedad de acciones por parte de la dirección[441]), el valor de la empresa y la presencia de costes de agencia. Si abogamos por la hipótesis de "alineamiento", supuesta una relación no lineal, los aumentos de alfa, cuando toma valores reducidos o muy elevados, incentivan el comportamiento adecuado por parte de la dirección, en tanto que los valores intermedios conducirían al denominado efecto "atrincheramiento"[442].

El aumento de la participación de la dirección en la propiedad de la empresa (alfa), anima a una mayor diligencia y reduce los incentivos a consumir gastos discrecionales en exceso (*perquisites*), dado que los directivos soportan una mayor fracción del coste derivado de decisiones poco adecuadas (ver a este respecto, por ejemplo, Jensen y Meckling, 1976; Leland y Pile, 1977). A su vez, y por lo que se refiere al mercado de control empresarial, tanto las adquisiciones finalmente realizadas (es decir, aquellas operaciones que tienen éxito), como los intentos de adquisición (bien porque la operación fracasa, o bien porque siempre las sociedades están sometidas al escrutinio por parte de este mercado en el que los directivos compiten por los recursos empresariales), disciplinan a los directivos a través del mercado de control externo sobre los activos empresariales (Jensen y Ruback, 1983a). Por tanto, un mayor porcentaje de propiedad en manos de la dirección unido a la actividad del mercado de control empresarial alinean el bienestar de principal y agente (Song y Walkling, 1993, pág. 439).

Analizadas de forma conjunta la propiedad directiva y las tomas de control, se podrían considerar como mecanismos de alineamiento complementarios, si no sustitutivos (al igual que ocurre con los demás mecanismos). Así, podríamos preguntarnos cómo afecta el valor de alfa en la sociedad objetivo a la ocurrencia de la actividad de adquisición. Si la relación no lineal alfa-costes de agencia expuesta anteriormente es correcta, la actividad del mercado de control sería menos necesaria para los tramos

---

[441] Todo lo que expongamos para la dirección, consideramos que "igualmente" es de aplicación al consejo de administración, que en última instancia es la variable que nosotros hemos podido emplear por limitación de disponibilidad de datos.

[442] No es materia de común acuerdo (ni en el plano teórico, ni la vertiente aplicada) la relación alfa-costes de agencia, al menos para todos los tramos de alfa. Así, la evidencia parece decantarse por un proceso de alineamiento-atrincheramiento-alineamiento según aumenta la propiedad de acciones por parte de la dirección ocupante.

inferiores y superiores de alfa) en tanto que para el tramo intermedio, al producirse el atrincheramiento de una dirección ineficiente, cabría esperar un mayor número de operaciones de tomas de control.

El aumento de la propiedad directiva confiere a los ocupantes una capacidad de control sobre los recursos empresariales adicional que puede ser utilizada para desalentar la adquisición: los directivos, resistirán ante la presentación de una oferta de toma de control, aún en perjuicio de los accionistas de su empresa, cuando la ganancia obtenida por ellos como consecuencia de la adquisición no les compense suficientemente por su pérdida de beneficios como dirección ocupante[443]. Ese consumo de gastos extras podemos suponer que se manifestará como componente importante que afecte al valor de la empresa para tramos intermedios de alfa, tramos para los cuales la propiedad en manos de la dirección intentará bloquear la operación de toma de control. Por tanto, al carecer de incentivo para reducir el consumo de *perquisites* para tramos intermedios de alfa, es de suponer que deba manifestarse con mayor profusión la actividad del mercado de control, intentando sustituir al mecanismo de alineamiento (vía incentivo) que supone la propiedad directiva, a la vez que será más disputada la lucha por el control por parte de la dirección de la sociedad objetivo (mayor probabilidad de OPA hostil)[444].

Para los tramos muy bajos o muy elevados de alfa, si suponemos que actúa como incentivo hacia un comportamiento leal con sus accionistas, deberíamos encontrar una menor probabilidad de tomas de control (examinado alfa como un mecanismo alternativo que no es tan necesario emplear) a la vez que una mayor probabilidad, en caso de producirse, de que la oferta fuera amistosa, pues dado el menor conflicto de intereses, la dirección ocupante estaría menos dispuesta a entablar una batalla por defender el control de su sociedad.

En definitiva, lo que se prejuzga como "efecto negativo por desalentar" derivado de tramos intermedios de alfa puede quedar reducido a una cuestión de fijación del montante de la prima[445], pues si la oferta va acompañada de una prima de control suficientemente elevada[446], la empresa adquirente lograría que, si bien la dirección de la entidad objetivo puede que no ofrezca sus títulos, sí que lo hagan el resto de los accionistas, salvo cuando el grado de concentración de la propiedad en manos de la dirección ocupante sea tal que le permitia dificultar la adquisición de la sociedad objetivo, por la dispersión del resto del accionariado,de la demanda inelástica, o de otras circunstancias.

Por tanto, el hecho de desalentar no implica que la toma de control no se lleve a cabo finalmente, pero sí que se realizará a un coste mayor (y por ello, en términos netos, con una menor ganancia derivada de la solución del problema de agencia en la empresa objetivo) que si se contara con la aquiescencia de la dirección ocupante[447].

---

[443] En términos de *perquisites*, de otros beneficios de control y de los beneficios derivados de su propiedad de acciones (Baron, 1983; Walkling y Long, 1984).

[444] Esa mayor disputa o resistencia se traducirá, bien en que la dirección ocupante demandará una prima mayor (tal que la pérdida de *perquisites* se vea compensada por el precio ofrecido por la empresaoferente), prima de control que no tendría sentido que fuese compartida por igual por todos los accionistas de la sociedad objetivo, y que en caso de serlo supondría un derroche de recursos pertenecientes a los accionistas de la adquirente; o bien, en que los compradores se verían forzados a intentar conseguir una proporción mayor de las acciones poseídas por accionistas que no pertenecen a la dirección (lo que también implicaría elevar la prima, pero a un nivel tal que la dirección ocupante aún no resulta compensada por la pérdida de beneficios discrecionales).

[445] Prima que debe de servir de compensación no sólo por el concepto de consumos extras (*perquisites* o simplemente *perqs*), sino también por otros componentes dejados de percibir o que influyen en la dirección ocupante.

[446] Sin incurrir en *hubris*, ni agotar las rentas que la sociedad oferente conseguirá por aumentar la eficiencia en la empresa objetivo, pues en ambos casos nos encontramos con un problema de pérdidas soportadas por los accionistas de la adquirente, es decir, de traslación de riqueza de los propietarios de la entidad compradora a la sociedad objetivo.

[447] Dado ese incremento en el coste, algunos autores que han examinado la regulación del mercado de control

El motivo esgrimido por los directivos ocupantes para negarse a vender sus títulos puede ser doble: (1) no reciben una compensación suficiente (en la que si se incluyen todos los conceptos que deja de percibir la dirección como consecuencia de su pérdida de poder sobre la empresa, evidentemente es un importe muy superior a la compensación que demandarían por sus títulos, y que sería "justo" ofrecerles, frente a la prima pagada al resto de los accionistas de la objetivo), con lo cual en este caso se les entrega poco dinero en compensación de lo que vale su participación en la propiedad (para la dirección ocupante) y por ello se niegan a pactar sobre el precio inicial por estar infravalorado (desde su posición)[448]; o bien, (2) la dirección ocupante se comporta de forma leal con sus accionistas al defender no ofrecer los títulos si no es a cambio de una mayor prima, lo que supondría que aunque los directivos de la sociedad objetivo ganan con el hecho de ser adquiridas sus participaciones (pero sólo evaluando su remuneración ligada a las acciones), su "preocupación" por los intereses de sus accionistas les "impide" acceder a ese trato[449].

La cuestión fundamental es que si damos entrada en la renta percibida por la dirección ocupante tan sólo al concepto de los gastos extras como manifestación evidente del problema de agencia (aunque podrían incluirse otros componentes), la primera razón expuesta anteriormente sería que no se les compensa por los *perqs* y, por tanto, supone el reconocimiento de un problema de agencia en la sociedad objetivo que la empresa oferente podría evitar si al final logra desplazar al equipo ocupante; o según otras teorías, si el alfa del adquirente (nuevo ocupante) es suficientemente elevado (en la medida en que entonces tiene mayor peso en la remuneración su componente de propietario que de directivo unido a que exista una relación inversa entre alfa y consumo de *perqs*, al menos para determinados tramos), está justificada la adquisición a través del pago de una prima de control.

Para la segunda razón, si por ejemplo la dirección de la empresa adquirida es leal hacia sus accionistas por el prestigio que ello les reporta, no es por un problema de agencia pero sí por la consideración de otro componente remunerativo (valor de su capital humano o mercado de trabajo directivo). En otro caso, la lealtad puede ser manifestación de la ausencia de un conflicto de agencia en la entidad objetivo junto con la posible infravaloración de la oferta realizada por la adquirente (quizás motivada por un mercado de capitales ineficiente en su función valorativa).

En resumen, desalentar o impedir la compra, si hacemos omisión de otros factores (costes de agencia, otros componentes remunerativos,...) ocurrirá ante intentos de adquisición que ofrezcan un precio muy bajo[450], y en tal caso están justificadas.

---

empresarial abogan por la "regla de pasividad" por parte de la dirección ocupante ante una oferta de toma de control. Evidentemente, se basan en la hipótesis de que las estrategias adoptadas por el equipo gestor que dirige la empresa objetivo no van encaminadas a conseguir unas mejores condiciones para sus accionistas, sino tan sólo de alguna forma su propio beneficio.

[448] La solución a este problema bien pudiera ser que la empresa adquirente estuviera dispuesta a pagar un mayor precio por las acciones en manos de la dirección ocupante que por el resto de los títulos de la empresa objetivo, lo cual podría asemejarse a una OPA en dos tramos: el hecho de que la prima ofrecida sea diferente se justifica en el distinto valor de los tramos de títulos para la entidad adquirente, en aras a conseguir el control.

[449] Ante un comportamiento tan "loable" por parte de la dirección, ¿no se habría equivocado la dirección de la empresa compradora al creer que existía conflicto de agencia en la objetivo? En este caso la toma de control no es eficiente ni maximizadora del valor sino que reduce el valor conjunto del par adquirente-objetivo.

[450] No entramos aquí a discutir si la empresa no se encuentra valorada correctamente en el mercado, si las expectativas entre las respectivas direcciones y sus accionistas no son homogéneas, o si la sociedad adquirente considera que con la compra de la empresa objetivo puede obtener un mayor valor, entre otras justificaciones. Estas causas llevarían a pagar una prima elevada, y, por tanto, en ausencia de costes de agencia, a una aquiescencia de la dirección ocupante y a una destrucción de valor para las sociedades objetivo y oferente consideradas conjuntamente.

Si tiene consecuencias perjudiciales, la negativa o el impedimento a la operación por la postura adoptada por la dirección de la sociedad objetivo (motivada tan sólo por la propiedad de acciones que ostenta la dirección, alfa), se contrapone con el doble "efecto positivo" que se obtiene si la negativa inicial a vender hace aumentar el precio que se ofrece por las acciones[451] (en lo que estarán tanto más interesada la dirección ocupante cuanto mayor sea alfa y, por tanto a mayor alfa, mayor prima y mayor precio para todos: sean o no directivos), o si lleva aparejado el hecho de tener que adquirir títulos a más accionistas que no ostentan la condición de directivos[452], porque estos se niegan a ofrecer sus acciones[453].

Por lo que respecta a la relación funcional de intercambio entre alfa y valor de la empresa, Stulz (1988) argumenta en su modelo que el incremento no es monotónicamente creciente sino cóncavo con relación a alfa (definido en términos de proporción de votos). Las empresas con porcentajes de propiedad directiva cada vez mayores son más costosas de comprar, por tener un mayor valor en el mercado[454], y por ello menos probables como sociedades objetivo de adquisición.

Si el aumento en la propiedad por parte de la dirección de la sociedad objetivo reduce los costes de agencia de la misma, también reduce las ganancias potenciales que la entidad oferente persigue/puede conseguir con la adquisición (considerando tan sólo las derivadas de la reducción de los costes de agencia), y disminuye, por tanto, la probabilidad de que una empresa llegue a ser objetivo de oferta como consecuencia de que "hay menos beneficios en juego", al disminuir la ganancia neta derivada de la compra.

Song y Walkling (1993) realizan una distinción interesante entre el conjunto de empresas potencialmente objetivo de adquisición (que estaría constituido por todas las del mercado de valores), de aquéllas que ya se encuentran en el "punto de mira" del mercado de control empresarial. Así, estos autores mantienen que una vez que una empresa llega a ser vista como posible candidata a adquisición, niveles crecientes de alfa se asocian empíricamente con rendimientos anormales mayores (CAR, cummulativa abnormal retun) conseguidos con anterioridad a la OPA[455]. Esto implica que hay que compensar que a mayor alfa existe menor probabilidad de adquisición, en términos de posibilidad de que esa empresa sea elegida como objetivo, con el hecho de que una vez que realmente se piensa en ella

---

[451] Podríamos también pensar en que aumenten las compensaciones a la dirección ocupante por otros conceptos, criterio que no es considerado (fueran o no para compensar los costes de agencia).

[452] Nos estamos refiriendo a que la oferta se formulara por un límite máximo de acciones, por lo que algunos propietarios se pudieran quedar sin la prima, pero no si se extiende a la totalidad de los títulos en circulación, o al menos mitigada esa necesidad si existen reglas de prorrateo. Pudiera darse el caso extremo de realizar una oferta para lograr el control, y que esta tuviera éxito condicionada a la necesidad de que acudan un número de accionistas significativamente mayor que si los directivos ofrecieran sus títulos, con lo cual la ganancia global para la empresa objetivo es mayor, pero siempre habría sido positiva la renuncia inicial a vender por parte de la dirección ocupante, pues en caso contrario quizás no se hubiera aumentado el precio y los propios accionistas no directivos no hubieran ofrecido sus títulos.

[453] Lo cual no tendría sentido desde Nos estamos refiriendo a que la oferta se formulara por un límite máximo de acciones, por lo que algunos propietarios se pudieran quedar sin la prima, pero no si se extiende a la totalidad de los títulos en circulación, o al menos mitigada esa necesidad si existen reglas de prorrateo. Pudiera darse el caso extremo de realizar una oferta para lograr el control, y que esta tuviera éxito condicionada a la necesidad de que acudan un número de accionistas significativamente mayor que si los directivos ofrecieran sus títulos, con lo cual la ganancia global para la empresa objetivo es mayor, pero siempre habría sido positiva la renuncia inicial a vender por parte de la dirección ocupante, pues en caso contrario quizás no se hubiera aumentado el precio y los propios accionistas no directivos no hubieran ofrecido sus títulos.el punto de vista directivo, pues en último término podrían verse excluidos de percibir la prima, pero sí que supone un efecto positivo para los propietarios no directivos.

[454] Si bien, ello depende tanto de alfa como de la capitalización bursátil de los títulos.

[455] La relación "a mayor alfa mayor CAR" estaría en contradicción con la hipótesis de que a mayor alfa menores son los costes de agencia (linealidad) y por ello también menores las ganancias potenciales.

como futura candidata (subconjunto de las empresas potenciales), esto es, una vez que ya está en el "punto de mira" del mercado de control empresarial, un mayor alfa se asocia con una mayor ganancia para los accionistas de la sociedad objetivo. Estos autores apoyan su propuesta en la evidencia de Stulz, *et al.* (1990) quienes encuentran que la riqueza del accionista de la empresa objetivo aumenta con la propiedad directiva (de la adquirida) en ofertas con éxito y (que sean a la vez) múltiples (*multiple-bid*).

La relación entre alfa y el valor de la empresa podría establecerse a través de la segunda hipótesis que enuncian Song y Walkling (1993): a mayor alfa, mayor rendimiento en exceso para las acciones de la empresa objetivo, una vez que la empresa deja de ser simplemente una candidata más del mercado de control para convertirse efectivamente en objetivo de toma de control.

Song y Walkling (1993) reconocen de forma explícita que existe evidencia contrapuesta sobre la relación entre propiedad directiva y probabilidad de ser objetivo de adquisición. Por citar algunos de los trabajos más recientes de probabilidad de OPA, Morck, *et al.* (1988a), en su estudio en el cual analizan mediante la técnica probit la incidencia de la actividad de adquisición en la empresas del grupo Fortune 500 para un período de 5 años comenzando en 1980, encuentran que para el caso de empresas adquiridas de forma amistosa frente al resto del grupo Fortune 500, existe una relación positiva entre alfa y la probabilidad de adquisición, y que las empresas adquiridas en compras disputadas por la dirección ocupante tienen menores niveles (no estadísticamente significativos) de propiedad directiva frente a las restantes sociedades de la muestra. Por su parte, Mikkelson y Partch (1989) examinan una muestra aleatoria de 240 empresas industriales y encuentran que la propiedad directiva está relacionada negativamente con los conatos de toma de control, pero positivamente con la probabilidad de un cambio en el control. En el estudio de Ambrose y Megginson (1992) se analiza la relación entre la probabilidad de adquisición y las defensas anti-toma de control, la propiedad institucional y la propiedad de los directivos internos (*insiders*), no estando esta última relacionada significativamente con la probabilidad de ser objetivo.

Hasta ahora hemos abordado tan sólo el efecto de la participación accionarial de la dirección como mecanismo de incentivo que logre paliar en cierta medida el problema de agencia que surge en la gran sociedad anónima entre la dirección y el accionariado. Sin embargo, existe una diversidad de maneras de retribuir a la dirección, dentro de las cuáles el componente remunerativo desempeña el papel fundamental. Así, como examinamos en el primer capítulo, existe una multiplicidad de formas de remunerar el trabajo de la dirección y del consejo de administración, desde las que están totalmente ligadas a la marcha de la empresa (en términos de rendimientos, resultados, beneficios o cualquier otro concepto similar) y, por tanto, al supuesto esfuerzo de la dirección en el logro de su cometido, hasta las formas que sólo incluyen un componente remunerativo fijo totalmente independiente de la manifestación del esfuerzo directivo. Como ya hemos tenido ocasión de justificar y presentar cierta evidencia empírica, esta pone de relieve que la relación entre la remuneración y los resultados (*pay-performance*) parece más adecuada para solventar el problema de agencia que el establecimiento de salarios o cualquier otro tipo de remuneración no vinculada a una medida aproximada del logro en la consecución del objetivo financiero. En este sentido, las políticas de retribución más adecuadas (aunque no exentas de limitaciones, como a veces la preferencia por la búsqueda de resultados en el corto plazo o *short-terminism*), son aquellas que establecen la remuneración mediante la entrega de acciones, opciones o cualquier otro derecho contingente con el resultado empresarial en términos netos, es decir, de igual forma que obtienen su remuneración los accionistas como propietarios de la renta residual.

Dentro de los distintos conceptos que configuran el componente remunerativo accionarial de la dirección existe uno que nos permite poner en conexión cómo la participación accionarial de la dirección (alfa) y la remuneración sirven al propósito de incentivar la consecución del objetivo financiero. Por una

parte, el porcentaje de acciones poseído puede influir de forma determinante en la política de distribución de dividendos, (en la medida que el directivo también es un accionista de la sociedad) y, por tanto, un componente de su remuneración no se deriva de su relación laboral con la empresa sino de su esfuerzo en la misma: la cantidad de dividendos percibida por la posesión de su cartera de acciones como manifestación de la buena marcha económica de la empresa. En este sentido cabría esperar que a mayor alfa también resulte más generosa la política de reparto de dividendos[456].

Por otra parte, el valor de alfa tiene otra influencia en su faceta de mecanismo de incentivo a la dirección: el valor de mercado de la participación de la dirección en la propiedad de la empresa. Ha sido un aspecto discutido en la literatura si el efecto incentivo derivado del control de acciones por parte de la dirección ha de medirse en términos porcentuales (alfa), de su valor de mercado (dado que en este último caso representa el capital comprometido directamente por la dirección en la gestión de la empresa, alfa a valor de mercado), o de ambas formad. Es evidente que el porcentaje poseído de acciones supone mayor o menor incentivo en la medida en que exista una menor o mayor concentración de la propiedad en la sociedad, haciendo abstracción del tamaño de la empresa. Pero a la vez, el porcentaje relativo necesario para ejercer un control real sobre la sociedad está íntimamente ligado al grado de concentración de la propiedad, variable que posiblemente es dependiente del tamaño y del precio individual del título, lo que determina la cantidad de recursos comprometidos por parte de la dirección en la empresa cuyos destinos gobierna. Por tanto, cuanto mayor sea el valor de mercado de alfa (con independencia del porcentaje que represente sobre el capital de la empresa), mayor es el alineamiento de intereses entre la propiedad y la dirección, puesto que mayor es la "apuesta" en derechos contingentes sobre la renta residual y, por ende, menor el incentivo a desviarse del objetivo financiero que defiende a todos los accionistas por igual. Cabe esperar que a mayor remuneración, más aún si ésta se encuentra vinculada al logro de objetivos directamente relacionados con la riqueza del accionista, menor será la desviación oportunista en el comportamiento y, por tanto, menor la probabilidad de toma de control.

Mecanismos de disciplina o control.

Estructura de la propiedad.

Íntimamente relacionada con la variable del porcentaje de acciones poseído por los administradores (alfa) aparece en la literatura el grado de concentración de la propiedad (al que ya hemos hecho una breve alusión en el apartado anterior), medido de forma aproximada por la ratio de concentración de los accionistas con mayor participación en la propiedad (generalmente 1, 2, 3, 5 ó los 10 mayores accionistas, que se suelen representar como C1, C2, C3, C5 y C10), magnitud que nos intenta ofrecer una idea aproximada del grado de separación entre la propiedad y la gestión empresarial.

Dado que el conflicto de agencia se espera que sea mayor cuanto menor sea dicha vinculación, la relación predicha supone que a mayor concentración de la propiedad menor será el problema de agencia y, por tanto, menor será también la probabilidad de toma de control. Además, a mayor concentración, más difícil resulta para la entidad oferente obtener el control si los accionistas que poseen grandes paquetes accionariales, *blockholders*, no ofrecen sus títulos.

---

[456] Lo cual ayuda a mitigar los costes de agencia derivados del flujo de tesorería excedentario (*free cash flow*), pero igualmente puede suponer desatender proyectos de inversión rentables que no son acometidos o para los cuales se recaba financiación externa; si bien en este último caso, también tiene el efecto positivo derivado del peso que impone la deuda o el examen a que se ve sometido la empresa en el mercado de valores cuando ha de proceder a una nueva emisión de títulos y, por tanto, mayor será el incentivo a conseguir maximizar la renta residual.

Sin embargo, la estructura de propiedad, además de ser aproximada por las variables "C", depende también de la definición que realicemos de a partir de qué porcentaje definimos a un accionista como poseedor de una cartera significativamente "grande" (el porcentaje a partir del cual consideramos que un accionista tiene una capacidad para ejercer control mayor sobre la marcha de la empresa), lo que viene determinado por el grado de dispersión de la propiedad de la empresa y el tamaño de la sociedad (en términos de capitalización bursátil).

Además, nuestro modelo no se debe detener tan sólo en estos aspectos cuantitativos de la estructura de propiedad, sino complementarlo con un componente cualitativo, en el sentido de cuál es la identidad del propietario (no sólo el porcentaje de acciones que poseen los mayores accionistas de la empresa), fundamentándonos en la creencia de que la participación entre los grandes propietarios de determinados inversores (como, por ejemplo, otras entidades mercantiles, entidades financieras, entidades públicas, empresas extranjeras o inversores institucionales como fondos de inversión y de pensiones) supone que por incentivos bien diferentes, ejercerán una función de vigilancia mayor sobre la gestión empresarial de la entidad cuya estructura de propiedad es objeto de análisis.

Estructura de endeudamiento.

Dentro de la estructura de endeudamiento hemos diferenciado dos conjuntos de variables que pueden afectar a la ocurrencia de una toma de control: el grado de apalancamiento financiero y la composición del endeudamiento.

Por lo que respecta al primero, en la literatura (fundamentada o no en la teoría de la agencia) se sostiene habitualmente que el grado de endeudamiento (bien considerado de forma absoluta o en relación con los activos o fondos propios de la empresa) es un factor relevante y en lo que a nuestra investigación más nos interesa, constituye un mecanismo que disciplina a la dirección y hace disminuir determinados costes de agencia como los derivados del *free cash-flow*, por lo que un mayor nivel de apalancamiento financiero supondrá una menor probabilidad de toma de control, examinando tan sólo el conflicto que surge entre dos grupos partícipes, entre los directivos y los accionistas.

Por otra parte, no sólo el nivel de apalancamiento financiero puede resultar relevante, sino que es de interés entrar en "desmenuzar" el endeudamiento, diferenciando tanto por su plazo de vencimiento (corto o largo) como por su origen (empréstitos u obligaciones, bancario, comercial o de entidades del grupo). Todo ello nos puede ofrecer una información de índole cualitativa relevante para conocer el grado de discrecionalidad con el que cuenta la dirección de la empresa a la hora de recabar financiación ajena y, por tanto, la magnitud en la que cabe esperar que se presenten los costes de agencia y la probabilidad asociada de OPA.

Además, no debemos olvidar la consideración de que las relaciones entre el mercado de control empresarial y la estructura de capital es una línea de investigación bastante reciente a la hora de proponer una explicación a este tema tradicional de la Economía Financiera de la Empresa.

Estructura de gobierno: el consejo de administración.

Nos hemos referido en el capítulo primero a las funciones del consejo de administracióny su acción como mecanismo de disciplina frente a la dirección. La supervisión que ejerza el consejo cabe esperar que será tanto mayor cuanto más numerosa sea la presencia de consejeros externos (no directivos) si bien, la dicotomía entre consejeros internos y externos en parte ha quedado desplazada por la disminución acerca de la procedencia de los consejeros externos, planteándose si éstos siempre actúan en favor de aquéllos que les han nombrado; si bien, todavía este debate permanece abierto tanto en el plano teórico como en los resultados de los trabajos empíricos, por ejemplo, con relación a los inversores institucionales.

La presencia en el consejo de grandes accionistas no vinculados a la dirección promete ser un incentivo para la estrecha vigilancia por parte de los mismos, con lo cual será menor el margen de discrecionalidad directiva y, por tanto, la ocurrencia de adquisiciones. A su vez, la participación porcentual que dichos accionistas posean ejerce un papel fundamental como tuvimos ocasión de comentar al referirnos a los mecanismos de incentivo por la inclusión de entidades financieras, otras sociedades mercantiles, empresas extranjeras, entidades públicas o inversores institucionales entre los propietarios de acciones de la empresa. Un razonamiento similar se realizaría con relación a su pertenencia al consejo de administración. La presencia en el consejo de accionistas vinculados a la empresa por relaciones mercantiles (deudor-acreedor) también genera, de diferente forma, un incentivo para una estrecha vigilancia de la dirección y, por tanto, menor será la probabilidad de OPA.

Quizá el componente cualitativo más debatido ha sido el papel de los inversores institucionales ocupando puestos dentro del consejo, pues tanto en la vertiente teórica como en la empírica, su relación como supervisores más cualificados y con un mayor incentivo hacia una actuación incentivadora de la dirección empresarial choca, por una parte, con el argumento de que su vigilancia lleva a que los gestores busquen tan sólo el beneficio a corto plazo (es decir, que acorten el horizonte temporal en la planificación y decisión de sus inversiones, aún sacrificando una ganancia mayor a largo plazo). Por otra parte, se mantiene que los inversores institucionales suelen prestar en más ocasiones un apoyo a la dirección ocupante (aún siendo ineficiente); en tanto que en contra, contamos con los que opinan que en otras ocasiones ejercen de garantes de una actuación adecuada de supervisión y control del equipo gestor. Evidentemente, al igual que con otros mecanismos, si su actuación es correcta, a mayor presencia de la supervisión interna es de esperar una menor probabilidad de OPA, bajo la hipótesis de complementariedad de los mecanismos de control.

Un hecho que nos puede aproximar al grado de eficiencia en el funcionamiento del consejo es la ocurrencia de ceses previos a la toma de control, especialmente si van ligados a resultados pobres en la gestión empresarial.

Por último, parece ser que el tamaño del consejo también es un factor determinante del grado de control que el mismo puede ejercer sobre la dirección de la empresa y sobre sus propias actuaciones, pues cuanto mayor es el número de miembros que lo forman, mayor es el problema de supervisión y de posibilidad de manifestación de comportamientos oportunistas dentro del propio órgano.

La consideración de la relación existente entre los diferentes mecanismos de control y la probabilidad de OPA no puede hacernos olvidar que si estudiamos entre las variables explicativas varios mecanismos alternativos de forma conjunta, , éstos pueden a su vez presentar entre sí correlaciones positivas o negativas en función de la hipótesis de sustituibilidad parcial de unos con otros.

Es evidente que sólo de forma colateral hemos hecho referencia a las relaciones que pueden existir dentro de un grupo de variables que constituyan un mecanismo interno, así como entre los propios mecanismos internos entre sí. Ello se ha debido a que el centro de nuestro interés ha sido la relación con la probabilidad de OPA. No obstante, dado que dedicaremos una atención suficiente a ambas hipótesis en el capítulo de resultados, no consideramos necesario extendernos aquí en dichos comentarios. Por otra parte, cabría decir que el modelo de probabilidad de OPA al haber sido el estudiado de forma más extendida en la literatura, constituye quizás la parte más importante de nuestra investigación.

2.1.2.- Estimación de forma indirecta de diversas medidas de los costes de agencia.

En la literatura se han recogido distintos componentes que intentan referirse, analizar y medir el conflicto de intereses (objetivos) entre la propiedad y la gestión empresarial, y que se pueden resumir en el concepto de costes de agencia derivados de la relación accionistas-directivos.

Entre ellos cabe considerar por su especial relevancia en los procesos de adquisición, los de modificación del nivel de riesgo (incluyendo las políticas de diversificación), el *free cash flow*, el consumo de *perquisites* en exceso, la falta de esfuerzo en el trabajo (*shirking*) y el infra-endeudamiento[457].

La presencia de dichos costes, supuesto que mantenemos constantes el resto de variables, debiera implicar un aumento de la probabilidad de toma de control. Ahora bien, como hemos tenido ocasión de comentar al exponer el modelo en nuestra investigación es imposible conocer el nivel de conflicto, y por tanto de los costes de agencia en una empresa, de forma disociada de la actuación que en ese mismo instante están realizando los mecanismos de alineación de intereses (salvo el mercado de control empresarial en su faceta de mecanismo de actuación es el "último recurso"), dado que la observación que se realiza de la sociedad no nos permite conocer el nivel del problema de agencia previo a la actuación de los mecanismos de incentivo y control. Esto supone un serio inconveniente que tan sólo se puede solucionar parcialmente mediante la comparación de aquellas entidades en las que, como consecuencia de que es menor la actuación de los mecanismos de alineamiento y por tanto se supone que los costes de agencia de partida son menores (por tanto, la reducción lograda es menor), frente a las sociedades en las que sucede lo contrario (mayor actuación de los mecanismos de incentivo y control como manifestación de un mayor problema de agencia , y en caso de ocurrencia de una adquisición en que es menor la reducción lograda en el conflicto propiedad-gestión . Habrá que examinar de cerca por tanto la relación entre los mecanismos de incentivo y control y el nivel de costes de agencia "medido u observado".

2.1.3.- El logro de los objetivos de los accionistas.

Planteado el problema de agencia que deviene de la diferencia entre los objetivos de los gestores y de los accionistas así como su carácter de observabilidad, aproximada de forma al menos parcial a través de una serie de medidas de los costes de agencia en presencia de la actuación de los mecanismos de control mencionados anteriormente, nos encontramos con la observación del esfuerzo del equipo gestor en la búsqueda del logro del objetivo financiero de la empresa de forma conjunta e inseparable del problema de agencia y los mecanismos reductores. Ese esfuerzo, si bien de forma sesgada, se puede intentar aproximar mediante diversas medidas que pasamos a exponer a continuación.

Eficiencia directiva.

El aspecto más analizado, desde los primitivos modelos gerencialistas hasta las formulaciones más modernas de la teoría de la agencia de nuestros días, comienza por fijarse en el grado de eficiencia directiva, esto es, se intenta de nuevo realizar una aproximación al nivel de cumplimiento del cometido de los gestores. En este sentido, las medidas más comunes de la eficiencia han establecido relaciones entre el valor de los activos (o de los fondos propios) de la empresa a precios de mercado y su valor a

[457] En la sociedad oferente podríamos hablar de los mismos como factor determinante de operaciones de adquisición no eficientes. Además, añadiríamos la justificación del *hubris* propuesta por Roll, que también se podría considerar como causa desencadenante de la toma de control en la empresa objetivo, como consecuencia del programa previo de adquisiciones llevado a cabo por la misma.

coste de reposición (valor contable), cuando nos estamos refiriendo a la ratio Q de Tobin (la ratio de valoración).

En ambas medidas se hace difícil, si no imposible, establecer un límite claro que nos marque de manera meridianamente objetiva la distinción entre los equipos gestores eficientes y los ineficientes. Muchos autores han propuesto como término de comparación para tal distinción, en ambas medidas, la unidad; si bien, esto sólo se sostiene bajo determinadas hipótesis restrictivas. Como se ha argumentado recientemente, parece más apropiada la comparación con la misma ratio del sector, por un doble motivo: (a) de una parte, es común que la empresa adquirente evalúe distintas empresas objetivos pertenecientes al mismo sector y, en este sentido, las compare en términos de la ratio Q o de la ratio de valoración; y (b) por otra parte, los niveles de ambas ratios cambian mucho según nos movemos de sector a sector, por lo que establecer un único punto de corte (fuese o no la unidad) parece poco apropiado para valorar el grado de eficiencia directiva.

En todo caso, sí existe común acuerdo desde los modelos gerencialistas como el de Marris, en que la relación entre la probabilidad de ser candidata a una adquisición y la medida de la eficiencia directiva es inversa, con independencia de que procedamos a clasificar las empresas en dos grupos diferenciados de eficientes y no eficientes.

Rentabilidad del accionista.

Otra medida diferente que nos aproxima al logro de los objetivos de los accionistas es la rentabilidad obtenida por los mismos. En este sentido, podemos utilizar múltiples fórmulas para determinar y delimitar conceptualmente este término, desde aquellas que se basan en cifras contables, a las que atienden más a los valores de mercado; y desde las que trabajan con cifras de beneficios netos hasta las que se fundamentan en los beneficios repartidos (dividendos o cualquier otra forma de remuneración ligada a la participación de los accionistas en la renta residual como propietarios de los derechos sobre la misma).

Otras medidas pueden no hacer referencia al resultado (repartido o no) sino a la capacidad de generar renta o, más concretamente, a los flujos de tesorería (enfoque que entronca de forma más acorde con el planteamiento desde la perspectiva clásica de la inversión).

En todo caso, sí parece que cualquiera que sea la forma conceptual de definición y medida de la rentabilidad del accionista, ésta presentará una correlación negativa con la probabilidad de adqusición por motivos de ineficiencia del equipo directivo ocupante.

Rentabilidad económica.

Junto a la rentabilidad del accionista, que en último término representa una medida de la capacidad de generar renta de la empresa para los propietarios de los derechos residuales, es decir, una vez retribuidos los demás partícipes de la red contractual, deberíamos también examinar la rentabilidad económica o, si se prefiere, la vertiente productiva (frente a la financiera) de la gestión empresarial.

En este sentido, la medida más comúnmente adoptada es el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y la cifra de los activos totales, aproximación a la capacidad que tiene la dirección, con independencia de la estructura de capital de la empresa, de obtener una rentabilidad adecuada al conjunto de los activos que están bajo su gestión. Pero igualmente podríamos completar esta medida estableciendo en el numerador otras aproximaciones del resultado de las que aparecen en las cuentas anuales de las sociedades (el resultado de las actividades ordinarias, los resultados extraordinarios, el valor añadido ajustado), así como con otros denominadores vinculados al aspecto productivo (como el volumen del inmovilizado total o del inmovilizado material).

Margen sobre ventas (o eficiencia económica) y eficiencia productiva.

Para complementar las medidas que nos permiten aproximarnos al logro de los objetivos empresariales consideramos en nuestro modelo dos nuevos grupos de variables: margen sobre ventas (o eficiencia económica) y eficiencia productiva.

El margen sobre ventas o eficiencia económica hace referencia a la relación por cociente entre alguna de las magnitudes del resultado empresarial y la cifra neta de negocios.

El grado de eficiencia productiva, se podría establecer si bien de forma "muy aproximada" por comparación del peso que los distintos componentes de los gastos de la cuenta de resultados vinculados a la actividad productiva presentan sobre la cifra neta de negocios.

En ambos casos cabría esperar que a mayor margen sobre ventas y a mayor eficiencia productiva, sería menor la probabilidad de una oferta de adquisición.

Al igual que ocurrió al terminar de examinar los mecanismos internos, no vamos a entrar en la discusión acerca de las relaciones entre éstos y los costes de agencia, así como entre el problema de agencia y la eficiencia relativa, pues tendrá un momento más oportuno al hilo de los resultados, continuando por ahora con el modelo propuesto. No obstante, el comportamiento que cabe esperar es que a mayor presencia de los mecanismos internos, menor coste de agencia observado y, por tanto, mayor eficiencia relativa observada.

2.1.4.- Consecuencias de los procesos de toma de control.

Para finalizar, nuestro modelo postula que como consecuencia de las actuaciones del mercado de control empresarial se producirán una serie de resultados previsibles, bajo la hipótesis de tomas de control eficientes. Entre las consecuencias que se derivarían de las tomas de control cabría señalar cambios en la alta dirección y en el consejo de administración, dado su anterior comportamiento ineficiente; restructuraciones tanto en los activos como en las actividades a las que se dedica la empresa midiante la venta o la segregación de aquellos activos o partes de la empresa que tienen un mayor valor para otros adquirentes potenciales (procesos de *spin-off* y *sell-off*), procesos derivados del simple hecho de buscar la eficiencia productiva y asignativa en el mercado de activos reales por parte de la sociedad adquirente, a la par que con ello consigue lograr una ganancia económica la entidad oferente.

De todas estas consecuencias, la única que vamos a controlar en nuestro modelo va a ser la relativa a los ceses en el consejo de administración con posterioridad a la ocurrencia de la toma de control.

2.1.5.- Otras variables relevantes o de control: variables fiscales, de liquidez y de tamaño.

Muchas variables y relaciones se escapan de forma más o menos deliberada del alcance de nuestro modelo, siendo algunas de las más citadas en la literatura tanto la liquidez como el componente fiscal, por lo que en la medida que podamos las incorporamos cuando formulamos el modelo final de probabilidad de OPA.

El hecho de que no se hayan expuesto anteriormente las variables de liquidez responde a que no existe una opinión unánime en cuanto a su signo con relación a la probabilidad de toma de control, ni los estudios empíricos que incorporan tales variables han conseguido ofrecer una respuesta inequívoca al respecto. Por un lado, se analiza que un mayor control por parte de la dirección sobre los recursos empresariales implica mayor liquidez, y con ello mayor posibilidad de discrecionalidad, pero a la vez

también mayor flexibilidad de la empresa a corto y largo plazo, con lo que se dota a la sociedad de un valioso medio asequible para adaptarse a las necesidades que demanda el entorno en cada momento.

Otro de los conjuntos de variables que hemos tenido en cuenta, a efectos puramente ilustrativos, pues no son el factor más importante que examinamos como desencadenante de las tomas de control, son las consideraciones de índole fiscal, tal y como comentamos en el capítulo segundo, en el que examinamos las diferentes razones que se suelen englobar dentro del término genérico de "sinergias fiscales". La aproximación a esta posible fuente de riqueza, dadas las variables de las que disponemos, resulta poco exacta.

El último bloque de variables, a diferencia de todos los anteriores, no debe de tener ninguna influencia sobre la probabilidad de toma de control, [458] tal y como expondremos en un próximo apartado cuando abordemos el proceso de selección muestral que hemos realizado. Sin embargo, nos ha parecido conveniente contrastar la hipótesis de que el emparejamiento realizado por tamaño entre entidades objetivo y no adquiridas, es adecuado, esto es, no existen diferencias significativas en ambos grupos con relación al tamaño, además de examinar si la forma en la que definimos el concepto tamaño en orden al emparejamiento afecta al proceso de selección muestral, de forma que esta variable, en función de su definición, pudiera ser explicativa de las tomas de control.

2.2.- Hipótesis a contrastar.

De forma genérica podemos afirmar que nuestro propósito último se enmarca en el conocimiento de la actuación de los mecanismos internos y externos de control del comportamiento directivo, examinando dentro de ello el papel que desempeñan los costes de agencia así como el grado de eficiencia empresarial.

La tesis que proponemos establece que la interacción entre los componentes de cada mecanismo interno de incentivo y control, así como las interrelaciones de éstos entre sí, limitan el nivel del conflicto de agencia que se manifiesta en la gran sociedad anónima a consecuencia, entre otras causas, de la amplia separación entre la propiedad y la gestión empresarial. La relación inversa entre los costes de agencia observados y el grado de eficiencia logrado por la dirección proponemos que es la causa última desencadenante, ante la ineficacia de los mecanismos internos, de los procesos de toma de control empresarial mediante Oferta Pública de Adquisición de Acciones(OPA), operación que tendrá consecuencias en el devenir futuro de la sociedad objetivo, tales como la ocurrencia de ceses en su Consejo de Administración.

Esta tesis, a efetos de su contrastación empírica, la podemos desarrollar en las hipótesis que se exponen a continuación y que se representan en los **GRÁFICOS nº 2, 3, 4 y 5**:

Hipótesis: Las relaciones en los mecanismos internos de incentivo y control

1) Se producen interacciones entre las variables que permiten definir un mecanismo interno.

2) Existen interrelaciones de complementariedad/sustitución entre los diferentes mecanismos internos.

Hipótesis: La vinculación entre los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa observada

---

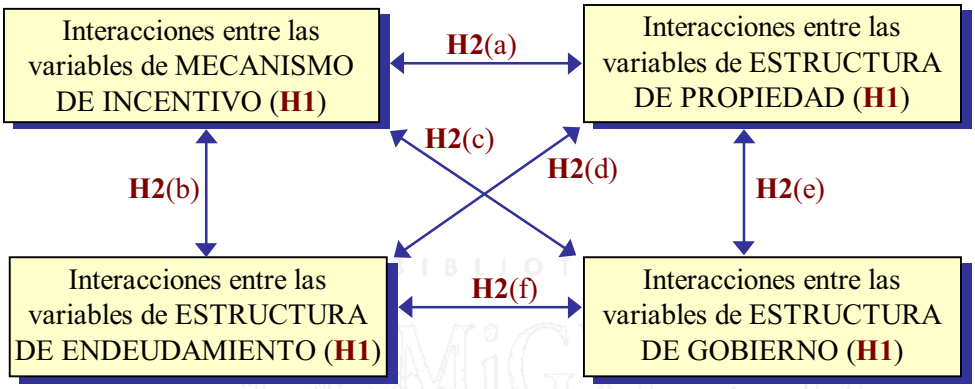
[458] Como ocurre en otros estudios que no realizan un emparejamiento por tamaño, manteniendo como hipótesis que el tamaño se relaciona negativamente con la probabilidad de adquisición.

3) Cuanto mayor es la presencia y actuación de mecanismos internos cabe esperar un menor conflicto de agencia.

4) Cuantos menores son los costes de agencia mayor es la eficiencia relativa observada.

GRÁFICO nº 2

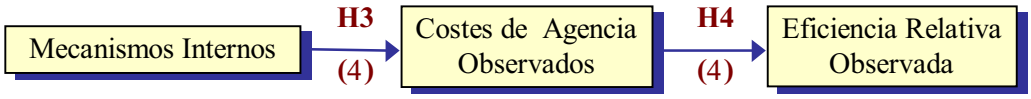
Hipótesis 1 y 2: Las relaciones en los mecanismos internos de incentivo y control*



(*) Las letras entre paréntesis indican las relaciones analizadas

GRÁFICO nº 3

Hipótesis 3 y 4: La vinculación entre los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa observada



Hipótesis: Hacia un modelo de probabilidad de ocurrencia de una OPA

5) A mayor presencia de los mecanismos internos menor probabilidad de una OPA.

6) A menores costes de agencia mayor probabilidad de una OPA.

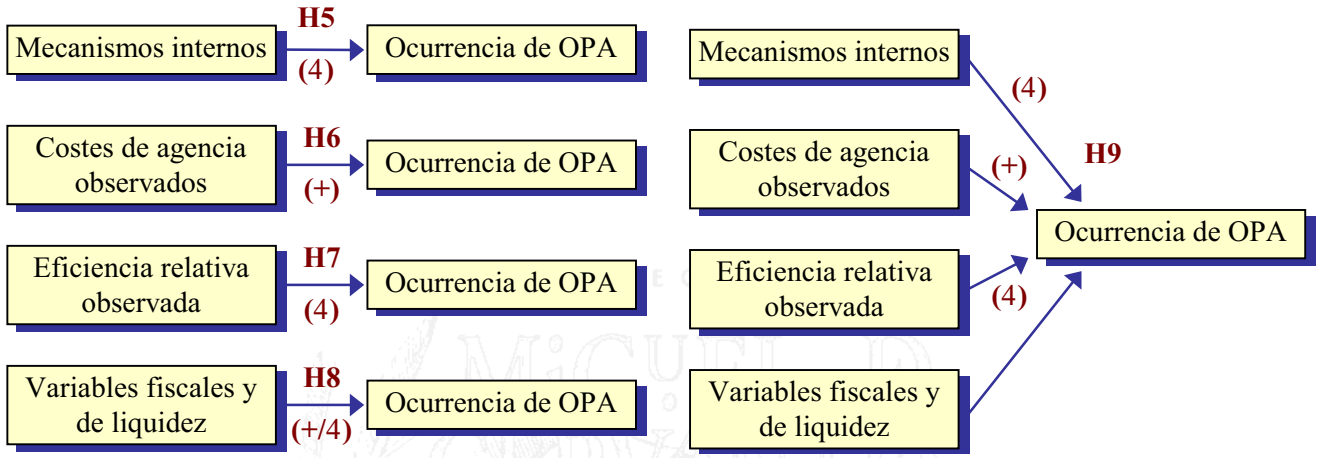
7) Cuanto mayor es la eficiencia relativa observada menor es la probabilidad de una OPA.

8) Las variables fiscales y de liquidez pueden influir en la probabilidad de una OPA.

9) Es posible formular un modelo explicativo de la probabilidad de ocurrencia de una OPA que resulte estadísticamente significativo a partir de los grupos de variables anteriores (los mecanismos internos, los costes de agencia, la eficiencia relativa observada, y las variables fiscales y de liquidez).

GRÁFICO nº 4

Hipótesis 5, 6, 7, 8 y 9: Hacia un modelo de probabilidad de OPA

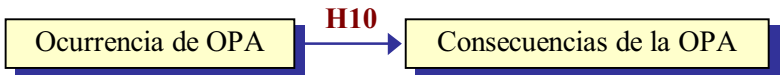


Hipótesis: Consecuencias tras la ocurrencia de una OPA

10) Existe una relación positiva entre la ocurrencia de una OPA y los cambios posteriores en el Consejo de Administración de la sociedad objetivo.

GRÁFICO nº 5

Hipótesis 10: Consecuencias tras la ocurrencia de una OPA



Las hipótesis anteriores, no exentas quizás de cierta generalidad, intentarán ser explicadas de forma más precisa al formular el modelo empírico a contrastar, las técnicas estadísticas empleadas y las variables incluidas en el mismo, momento en el cual volveremos a hacer referencia al signo concreto de la relación que liga a cada variable con la ocurrencia de una OPA, así como al signo que se establezca en la relación que ligue a los diferentes grupos de variables considerados.

Si bien las ocho últimas hipótesis establecen una relación directa unidireccional, no podemos decir lo mismo de las dos primeras. Con relación a la hipótesis primera, las interacciones entre las variables que definen o aproximan cada mecanismo de incentivo o control interno no implican causalidad. Con relación a la segunda, al ser examinados los diferentes mecanismos internos de control de forma

complementaria o sustitutiva, ello pudiera llevar a que una mayor probabilidad de OPA influyera en la menor o la mayor actuación de otros mecanismos internos alternativos; si bien, en nuestro razonamiento del modelo hemos ido de los mecanismos de alineación de intereses (fundamentalmente los mecanismos internos) al mercado de control empresarial, por lo que supondremos este sentido en dicha relación.

3.- Descripción de la muestra objeto del contraste empírico y de las fuentes de información.

3.1.- Definición de toma de control.

Dado que el objetivo primordial del presente estudio es realizar un contraste de la hipótesis (explicación) del mercado de control empresarial como mecanismo de control externo reductor de los costes de agencia, su relación con el nivel de ineficiencia empresarial y su mayor o menor incidencia ante la presencia de otros mecanismos internos de alineación de los intereses entre los propietarios y los gestores de los recursos empresariales, cuando nuestro ámbito de estudio va a ser el mercado de valores español, hemos de examinar las tomas de control sobre entidades cotizadas[459] en cualesquiera de los mercados de valores de nuestro país (Madrid, Barcelona, Bilbao, Valencia y el mercado continuo).

Delimitado el alcance geográfico de nuestro estudio, tenemos que realizar a continuación la difícil tarea de dar, sugerir o decantarnos por un concepto o definición de toma de control en el ámbito de nuestra investigación. En principio, el concepto es algo impreciso si se toma directamente como traducción del término anglosajón *takeover* y debe ser matizado, pues en los trabajos publicados en esta lengua y examinados en el capítulo quinto, a menudo se entremezclan los términos (y los sucesos que definen las muestras) de fusiones (*mergers*), adquisiciones (*acquisitions*), tomas de control (*takeovers*), OPAs (*tender offers*) y similares, más aún si nos referimos en general al mercado de control empresarial (*market for corporate control*).

Podríamos considerar que una toma de control hace referencia a cualquier adquisición de un porcentaje significativo del capital de la entidad objetivo[460], como realizan algunos de los estudios analizados en la revisión de la literatura; si bien, el establecimiento en términos numéricos de ese porcentaje para delimitar el concepto así como los casos de toma de control sería subjetivo pues debería tener en cuenta la estructura inicial de la propiedad de la empresa, en la que en muchas ocasiones ese nivel de participación fijado subjetivamente, dada la mayor o menor amplitud de la dispersión de la propiedad de la empresa, puede permitir ejercer o no un control real sobre las decisiones de la sociedad. Por contra, podríamos definir la toma de control como la adquisición de acciones en una única operación o en operaciones sucesivas, hasta lograr alcanzar un porcentaje mayoritario (superior al 50%) en el capital de la entidad objetivo.

Intentando restringir nuestro campo de análisis y al objeto de precisar algo más el concepto, vamos a identificar las tomas de control y el ámbito del mercado de control empresarial, al igual que hacen numerosos estudios, con aquellas operaciones que se han producido por medio de una Oferta Pública de Adquisición de valores (OPA) (*tender offer* en la terminología anglosajona), no partiendo por tanto de nuestra definición inicial del porcentaje perseguido o alcanzado, sino atendiendo a la forma jurídico-financiera a través de la cual se realiza la operación. Somos conscientes no obstante de que las fusiones

---

[459] Dada la limitación de información para las entidades no cotizadas.

[460] Habitualmente definido por un porcentaje en torno al 5 o el 10%, y condicionado fuertemente por el porcentaje que en cada legislación se establece como obligatorio para revelar al mercado las adquisiciones de participaciones consideradas como "significativas" en el capital de una sociedad.

también son operaciones de toma de control. Por supuesto, también forman parte de las actuaciones del mercado de control empresarial otros hechos tan relevantes, al menos en los países anglosajones, como son las disputas en juntas de accionistas por los derechos de delegación de voto (*proxy fight*).

La OPA, con carácter de generalidad para cualquier legislación, se suele caracterizar por ser una operación en la que una entidad (la sociedad oferente) desea adquirir un determinado porcentaje del capital de la sociedad objetivo (adquirida), estando obligada en función del porcentaje a comprar (o unido al que previamente mantuviera) a cumplir determinados requisitos legales especiales que se salen de la operativa normal de compra-venta de títulos en el mercado de valores, requisitos que en principio el legislador suele justificar en aras a la "protección" de los derechos de los inversores de la empresa objetivo. Estos requisitos, que se establecen de una forma específica por la legislación de cada país, abarcan aspectos tales como que la suspensión de contratación durante un plazo determinado de los títulos de la entidad objetiva o que la operación resulte ampliamente difundida en cuanto a las condiciones de la oferta, de manera que éstas lleguen a ser conocidas por todos los accionistas de la entidad objetivo, que no se permita adquirir menos de un determinado porcentaje, que se formalice la compra sobre todos los títulos que acuden a la oferta con independencia de quien sea el vendedor o que, en su defecto, se establezcan unas normas de prorrateo (siempre que se verifiquen algunas condiciones), que la oferta se dirija a todas las acciones o títulos convertibles o que dan derecho a la compra de las mismas, la fijación de un precio mínimo a pagar por el título (en algunos casos), los avales o garantías que se tienen que constituir por parte de la adquiriente para realizar este tipo de operaciones, entre otras cuestiones diversas.

En España y debido a la propia peculiaridad de la operación, la mayoría de los casos de OPAs que persiguen la finalidad de tomar el control de la entidad objetivo, (excepciones son las OPAs voluntarias que también contempla expresamente la legislación española) ocurren cuando la entidad adquirente intenta alcanzar un determinado porcentaje de participación en el capital, en cuyo caso nuestra legislación, al igual que la del resto de los países de nuestro entorno, impone la obligatoriedad de que la operación se realice mediante la presentación de una OPA[461].

Nuestra legislación contempla, además de las OPAs que persiguen la finalidad de lograr el control de la sociedad objetivo, otras situaciones en las que también es necesario realizar la adquisición de títulos mediante OPA[462]. A ello hay que añadir que nosotros tan sólo vamos a considerar aquellas OPAs en las que la entidad adquirente, o su grupo, o las personas que actúan de manera concertada con ella

---

[461] La legislación actual fundamental la constituye el Decreto 1197/1991, que en su artículo primero recoge para qué tramos del capital es necesario adquirir los títulos mediante OPA por razones de toma de control. Así, cuando el objetivo es alcanzar una participación mayor o igual, junto con la participación poseída previamente, de un 25% o de un 50%, existe obligatoriedad de presentar una OPA. Si la participación total a alcanzar es igual o superior al 25%, la OPA ha de presentarse por un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital. Si se posee más del 25% pero menos del 50%, y se quiere aumentar dicha participación en al menos un 6% en un período de 12 meses, la OPA será sobre un número de valores que represente como mínimo el 10% del capital. Como regla prioritaria frente a las dos anteriores, cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del capital, la oferta deberá formularse sobre un número de valores que permita alcanzar, al menos, el 75% del capital.

[462] Tal es el caso de las OPAs de exclusión, es decir, de aquellas que vienen obligadas cuando una sociedad inicia el proceso de salida de cotización del mercado de valores a petición generalmente de los accionistas con control mayoritario (los procesos conocidos como *going private* en la terminología anglosajona). Sin embargo, pueden verse obligadas, a petición de los accionistas minoritarios o por mandato directo de la CNMV, a que previamente a la exclusión de cotización se tenga que presentar una OPA sobre los títulos de los accionistas minoritarios. Otro caso diferente es el de las OPAs realizadas para proceder a la amortización de la autocartera de una sociedad. Ambos casos, evidentemente, aunque en España se realicen mediante una OPA y así consten en el Registro de la CNMV, no constituyen en su finalidad un proceso de toma de control (al menos en los términos aquí definidos), por lo que dichas OPAs no serán tenidas en consideración en nuestro estudio.

inmovilizando sus participaciones y asegurando así que no acudirán a la operación, no poseyeran, con anterioridad a la formulación de la oferta, la mayoría del capital de la sociedad objetivo[463], pues en caso contrario parece que carece de sentido considerar dicha operación como una toma de control, en contraposición a las adquisiciones que supongan mera tenencia temporal o permanente de títulos persiguiendo otras finalidades como la inversión financiera en general. Con ello no queremos olvidar que, dependiendo de la dispersión del accionariado, el control real sobre las decisiones empresariales se ejerce en cada sociedad con un porcentaje de acciones diferente (o hablando con más propiedad, de votos).

3.2.- Proceso de selección de las entidades objetivo de toma de control.

Puesto que nuestro propósito fundamental es analizar la importancia de ciertas variables representativas de los costes de agencia y la manifestación de la ineficiencia empresarial, a la vez que su interrelación con otros mecanismos internos en la ocurrencia de las tomas de control por OPA, quizás el mejor procedimiento para seleccionar la muestra objeto de estudio, desde un punto de vista estrictamente estadístico (tanto por lo que se refiere a las entidades objetivo como a las no adquiridas) hubiera sido proceder a realizar un muestreo aleatorio sobre la población de sociedades cotizadas en los mercados de valores de nuestro país. Sin embargo, dado el reducido número de operaciones de toma de control, tal y como hemos acotado el concepto en el apartado anterior, en el caso de que hubiéramos seguido un procedimiento de muestreo aleatorio, con toda seguridad el número de empresas objetivo que hubieran formado parte de la muestra, sslvo que aumentásemos en demasía el tamaño de muestreo, hubiera sido tan reducido que el análisis quedaría tanto o más invalidado que cuando se procede a realizar un muestreo no aleatorio. En nuestro caso, optamos por lo que en la literatura se denomina como "muestreo basado en la elección" (*choice based sample*) y formamos la submuestra de empresas objetivo con todas las entidades que fueron objeto de una toma de control por OPA siempre que cumplieran determinados requisitos.

Así, hemos creído conveniente establecer un marco temporal de análisis que pudiera ofrecer cierta homogeneidad a los procesos de la adquisición por OPA, a la vez que intentara salvaguardar los resultados, en la medida de lo posible, de los avatares debidos a los cambios en la legislación reguladora de ofertas públicas de adquisición. Por todo ello, en principio consideramos centrar nuestro estudio en el período temporal más reciente[464].

Dado que el cambio legislativo afecta de forma determinante a la ocurrencia del suceso "OPA", pues modifica los supuestos en los que se define la obligatoriedad de presentación de la misma, y dado que la formación de nuestra muestra de OPAs está determinada por el hecho de que la misma haya empleado

---

[463] Dodd y Ruback (1977) analizan también una muestra de 19 casos de OPAs en las que la oferente ya detenta previamente el control mayoritario sobre la sociedad objetivo (OPAs denominadas *clean-up*) por lo que consideran que los rendimientos anormales alrededor del anuncio de la oferta no pueden ser el reflejo de una posible sinergia, ganancia de monopolio o ganancia de eficiencia interna. No obstante, los rendimientos de la oferente y de la objetivo durante el mes anterior al anuncio no fueron muy similares a los de la muestra de OPAs con éxito, argumentando los autores que el exceso en la prima pagada por las OPAs de esta clase (*clean-up*) se debe a que incluye los ahorros en los costes de litigio con el accionista mayoritario.

[464] Debe tenerse presente que la legislación de OPAs se ha visto sometida en nuestro país a modificaciones sustanciales, desde el primitivo Decreto de 1984 (Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, declarado en vigor por el Real Decreto 726/1989, en el que se reforman y precisan algunos aspectos del mismo a raíz de las competencias de la CNMV tras la promulgación de la Ley del Mercado de Valores), legislación posteriormente modificada en 1988 por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (artículos 34 y 60), hasta que dicho decreto fue derogado finalmente por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, (BOE de 2 de agosto de 1991) que conforma y regula el

como instrumento una oferta pública de adquisición con la finalidad de toma de control[465], estudiaremos tan sólo las ofertas sometidas al régimen jurídico establecido por el Real Decreto 1197/1991, es decir, aquellas presentadas con posterioridad al 22 de agosto de 1991.

A las exclusiones debidas a que la entidad adquiriente ostente, por sí o mediante acuerdos con terceros, una participación mayoritaria en la empresa objetivo a la fecha de presentación de la oferta (y, por ende, a la legislación a la que está sometida la OPA), hay que añadir el hecho de que tampoco se han considerado las tomas de control que se han producido en el sector financiero (entidades bancarias, de seguros, sociedades de cartera, u otras entidades financieras). El motivo fundamental que podemos argumentar es que las particularidades del sector financiero y, entre otras, su especial regulación en cuanto a la tenencia de participaciones de entidades incluidas en este sector, parece que demandan un análisis diferenciado las operaciones de ofertas públicas de adquisición en las que se ven envueltas entidades financieras, por lo que expresamente hemos querido excluir las del alcance de nuestra investigación.

Tampoco se han considerado en la muestra final las OPAs ocurridas en otros sectores altamente regulados y que en ocasiones han venido inducidas por modificaciones en la legislación que ha motivado procesos de reordenación del sector (tal es el caso de las OPAs en el sector eléctrico y en el de los productos derivados del petróleo). Tanto la exclusión de las entidades financieras como de lo que en la terminología anglosajona se denominan *utilities* (las empresas de servicios públicos) es una característica muy común con los trabajos precedentes realizados para otros países[466].

Se ha procedido también a excluir aquellos casos de OPAs que de forma expresa han venido motivadas por la refinanciación de la deuda que mantenía previamente la entidad objetivo con la sociedad adquirente, según se desprende del análisis del folleto de OPA recogido en el Registro de la CNMV.

Además, cuando una sociedad ha sido objeto de OPA en más de una ocasión dentro del período de análisis, tan sólo la primera oferta forma parte de la muestra. La justificación radica en que las ofertas segunda o posteriores podrían venir directamente condicionadas por la existencia de la primera oferta, con lo que el análisis estadístico podría resultar afectado de alguna forma.

Las OPAs formuladas de manera voluntaria, es decir, aquellas ofertas de adquisición realizadas por una entidad compradora que no estaba obligada a materializarla a través de una OPA de acuerdo con la legislación vigente, también han sido excluidas de la muestra de estudio. La justificación es que las circunstancias que las motivan, aún cuando pudieran ser muy similares a las que subyacen en las OPAs obligatorias, desvirtuarían la muestra pues no podría controlarse el efecto imperativo de la obligatoriedad que la legislación hace recaer sobre el resto de las tomas de control analizadas que se producen a través de oferta pública de adquisición.

Por último, y aún cuando tan sólo disponíamos en nuestra muestra de una oferta en el año 1991 (Societe des Papeteries d'Ivry, S.A. sobre Corporación Comercial Kanguros, S.A.), en un principio

---

régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores en la actualidad.

[465] Dado que sólo nos interesan las OPAs cuyo fin es lograr el control sobre un determinado porcentaje del capital de la sociedad objetivo, no se van a considerar otros tipos de OPAs como las que se promueven con la finalidad de excluir de cotización la sociedad o de amortizar capital de la misma por procesos de compra de la autocartera. Las OPAs correspondientes a ambas situaciones se recogen en el mismo Registro de la CNMV, en el que se encuentran las OPAs por tomas de control (clasificadas por la CNMV como OPAs por aumento o por toma de participación).

[466] No obstante, y por no disminuir aún más la exigua muestra, hemos mantenido una OPA en el sector de la minería del carbón, que también podemos considerar como altamente regulado en los precios y, por tanto, quizás debiera haberse omitido de nuestro estudio.

pensamos en optar por eliminarla en aras a reducir las consecuencias que la amplitud temporal pudiera tener en el estudio[467], pero al final consideramos adecuado mantenerla en nuestro análisis.

La relación de todas las OPAs de acuerdo con el Registro público mantenido por la CNMV, cualquiera que fuese su finalidad, desde la entrada en vigor del Real Decreto 1197/1991 hasta el final de nuestro período de estudio (31/12/1995), se recoge en la **Tabla 6.1**. Por su parte, la **Tabla 6.2** reúne la distribución por años y causas de exclusión de la muestra final de análisis de OPAs por tomas de control con relación a la recogida en la tabla anterior, esto es, las no examinadas con relación a las que componen el Registro de la CNMV. Por último, la **Tabla 6.3** reúne la descomposición por sectores económicos de la muestra de empresas objetivo de OPA.

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

[467] Dado que suponía la pérdida de tan sólo una observación de empresa adquirida y a cambio se reducía la posible variabilidad derivada de pasar de un período temporal de estudio de cinco a cuatro años.

TABLA 6.1: OPAS SUJETAS AL REAL DECRETO 1197/1991, DE 26 DE JULIO (*), SOBRE RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES HASTA 31/12/1995

Nº de Registro en la CNMV	Fecha de Registro Oficial en la CNMV	Autor de la Oferta	Entidad Objeto	Clasific. CNMV1	Clasific. Posterior2	Valores Suspendidos3	Contraprestación4	Inclusión en el estudio o causa de exclusión5
41	26/08/91	NMB. POSTBANK GROEDP N.V.	G.D.S. LEASINTER SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO, S.A.	TP	PEX	RV	CV	SF
42	25/09/91	SOCIETE NATIONALE ELF AQUITAINE (SNEA)	COMPAÑIA ESPAÑOLA DE PETROLEOS, S.A.	AP	AP	RV	CV	Pacto previo entre ELF, Cepsa y Banco Central
43	02/10/91	BECTON, S.A.	FABRICACION CERAMICA, S.A.	AP	V	NC	CV	Voluntaria
44	02/10/91	BARLOCTON, S.A., BENILLES, S.A., BEMPEYTON, S.A., BITRAMTON, S.A. y BLUCTON, S.A.	TODAGRES, S.A.	AP	V	NC	CV	Voluntaria
45	02/10/91	BECTON, S.A.	ZIRCONIO, S.A.	AP	V	NC	CV	Voluntaria
46	04/10/91	EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD, S.A.	FUERZAS ELECTRICAS DE CATALUÑA, S.A.	AP	AP	RV, RFC	CV	RSE
47	23/10/91	SOCIETE DES PAPETERIES D'IVRY, S.A.	CORPORACION COMERCIAL KANGUROS, S.A.	TP	PEX	RV	CV	Inclusión en el estudio
48	30/10/91	GESINVAL EUROPA SIM, S.A.	GESINVAL EUROPA SIM, S.A.	TP	ACS	RV	CV	No se considera toma de control
49	30/10/91	GESINVAL IBERICA SIM, S.A.	GESINVAL IBERICA SIM, S.A.	TP	ACS	RV	CV	No se considera toma de control
50	04/11/91	TEXSA, S.A.	TEXSA, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
51	15/11/91	ESPASA CALPE	ESPASA CALPE	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
52	18/12/91	CONSORTIUM, S.A.	CORPORACION FINANCIERA HISPAMER, S.A.	AP	PEX	RV	PE	SF
53	27/12/91	PETROLEOS DEL NORTE, S.A., REPSOL, S.A.,COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE PETROLEOS, S.A., ERTOIL, S.A. y PETROLEOS DEL MEDITERRANEO, S.A.	COMPAÑÍA ARRENDATARIA DEL MONOPOLIO DE PETROLEOS, S.A.	AP	AP	RV	CV	RSP
54	30/01/92	EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD, S.A. y UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.	SALTOS DEL NANSA, S.A.	AP	AP	RV	MX	RSE
55	12/02/92	CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA	INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Exclusión por pacto previo
56	02/04/92	TABACALERA, S.A.	COMPAÑÍA GENERAL DE TABACOS DE FILIPINAS, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
57	06/04/92	NBM LEASE HOLDING, N.V.	LEASINTER SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO, S.A.	AP	PEX	RV	CV	SF
58	20/05/92	BIBBY IBERICA LIMETED	FINANZAUTO, S.A.	TP	TP	RV	CV	Inclusión en el estudio
59	19/05/92	CEMENTOS PORTLAND, S.A.	CEMENTOS ALFA, S.A.	AP	AP	RV	MX	Inclusión en el estudio
60	27/05/92	GESTION SUR EUROPA, S.A.	CEMENTOS REZOLA, S.A.	TP	PEX	RV	CV	Propiedad > 50%
61	05/06/92	CENTRAL HISPANO-GENERALI, HOLDING DE ENTIDADES DE SEGUROS, S.A.	BANCO VITALICIO DE ESPAÑA, S.A.	AP	AP ¿PEX?	RV	CV	SF
62	15/06/92	CORPORACION INDUSTRIAL Y FINANCIERA DE BANESTO, S.A.	LA AUXILIAR DE LA CONSTRUCCION, S.A. (SANSON)	AP	PEX	RV	CV	Propiedad > 50%
63	17/06/92	GRAND TIBIDABO, S.A.	BAMSA, S.A.	TP	PEX	RV	CV	Aplicación del dinero a suscribir obligaciones de la oferente

Continuación Tabla 6.1

64	08/07/92	GAS NATURAL SDG, S.A.	COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE GAS, S.A..	AP	PEX	RV	CV	Propiedad > 50%
65	15/07/92	SUNWARD ACQUISITIONS, N.V.	COMPAÑÍA VALENCIANA DE CEMENTOS PORTLAND, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
66	22/07/92	CORPORACION FINANCIERA ALBA, S.A.	BANCO DE PROGRESO (BANCO DE COMERCIO O BANCO URQUIJO)	AP	PEX	RV	CV	SF
67	22/07/92	VALENCIANA DE INVERSIONES MOBILIARIAS, S.A.	VALENCIANA DE INVERSIONES MOBILIARIAS, S.A.	TP	ACS	RV	CV	No se considera toma de control
68	29/07/92	DEUTSCHE BANK, S.A.E.	DEUTSCHE BANK, S.A.E.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
69	11/08/92	SUNWARD ACQUISITIONS, N.V.	LA AUXILIAR DE LA CONSTRUCCION, S.A. (SANSON)	AP	PEX	RV	CV	Inclusión en el estudio
70	02/09/92	ALLIANZ ERCOS, S.A. DE SEGUROS Y REASEGUROS	ALLIANZ ERCOS, S.A. DE SEGUROS Y REASEGUROS	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
71	07/09/92	CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, S.A.	CORPORACION NOROESTE, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Inclusión en el estudio
72	02/09/92	METALURGIA GALAICA, S.A.	METALURGIA GALAICA, S.A.	TP	ACS	RV	CV	No se considera toma de control
73	09/09/92	TABACALERA, S.A. y KOIPE, S.A.	ELOSUA, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Inclusión en el estudio
74	09/10/92	GENERAL DE VEHICULOS INDUSTRIALES, S.A. (GEVISA)	EL ENCINAR DE LOS REYES, S.A.	AP	PEX	RV, RFC	CV	Inclusión en el estudio
75	10/11/92	AURORA POLAR, S.A. DE SEGUROS Y REASEGUROS	AURORA POLAR, S.A. DE SEGUROS Y REASEGUROS	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
76	25/11/92	UNION CERVECERA, S.A.	UNION CERVECERA, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
77	28/12/92	SORMAN, S.A.	PORCELANOSA, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
78	20/01/93	MONTE DEI PASCHI DI SIENA	SINDICATO DE BANQUEROS DE BARCELONA, S.A. (SINDIBANK)	AP	PEX	RV	CV	SF
79	03/02/93	BANCO URQUIJO, S.A. (ANTIGUO)	BANCO URQUIJO, S.A. (ANTIGUO)	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
80	17/02/93	LAGUN-ARO, ENTIDAD DE PREVISION SOCIAL VOLUNTARIA	FILO, S.A.	AP	AP	RV, DS	CV	Inclusión en el estudio
81	04/03/93	ANTENA 3 DE RADIO, S.A.	ANTENA 3 DE RADIO, S.A.	AP	ACS	RV	CV	No se considera toma de control
82	10/03/92	BANCO DE CANTABRIA, S.A. (BANCO IBERCORP)	SISTEMAS FINANCIEROS, S.A.	AP	AP	RV	CV	SF
83	10/03/93	TORREAL, S.A.	OMSA ALIMENTACION, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
84	24/03/93	INDUSTRIAL CERVECERA SEVILLANA, S.A. (ICSSA)	INDUSTRIAL CERVECERA SEVILLANA, S.A. (ICSSA)	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
85	31/03/93	MACOE, S.A.	TORRAS DOMENECH, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Inclusión en el estudio
86	02/04/93	CIMENTS FRANÇAIS, S.A.	CEMENTOS MOLINS, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
87	05/04/93	CORPORACION INDUSTRIAL Y FINANCIERA DE BANESTO, S.A.	INMOBILIARIA URBIS, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
88	14/04/93	CORPORACION NOROESTE, S.A.	CEMENTOS COSMOS, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Propiedad > 50%
89	28/04/93	BARCLAYS BANK PUBLIC LIMITED COMPANY	BARCLAYS BANK, S.A.E.	AP	PEX	RV	CV	SF
90	21/04/93	MUTUALIDAD DE PREVISION SOCIAL DE TRABAJADORES ENDESA	GESTION COLECTIVA, S.A.	TP	TP	RV	CV	SF
91	05/05/93	CARTERA ZARAGOZANO, S.A.	BANCO ZARAGOZANO, S.A.	AP	AP	RV	CV	SF

Continuación tabla 6.1.

92	24/05/93	LAFARGE COPPEE, S.A.	ASLAND, S.A.	AP	AP	RV	PE	Inclusión en el estudio
93	02/06/93	PRAXAIR IBERICA, S.A.	ARGON, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Propiedad > 50%
94	02/06/93	FIATIMPRESIT, S.P.A.	CONSTRUCCIONES LAIN, S.A.	TP	TP	DS	CV	Inclusión en el estudio
95	09/06/93	COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE PETROLEOS, S.A. (CEPSA)	COMPAÑÍA LOGISTICA DE HIDROCARBUROS CLH, S.A.	AP	AP	RV	CV	RSP
96	23/06/93	ELOSUA, S.A.	ELOSUA, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
97	23/06/93	INMOBILIARIA CENTRAL ESPAÑOLA, S.A.	BANCO DE FOMENTO, S.A.	AP	AP	RV	PE	SF
98	30/06/93	INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.	INMOBILIARIA COLONIAL, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
99	01/07/93	AIR LIQUIDE INTERNATIONAL CORPORATION (ALIC)	SOCIEDAD ESPAÑOLA DEL OXIGENO, S.A.	AP	AP	RV	PE	Propiedad > 50%
100	14/07/93	BANCO SANTANDER, S.A.	SOCIEDAD DE APARCAMIENTOS DE BARCELONA, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
101	14/07/93	CONTROL Y APLICACIONES, S.A.	CONTROL Y APLICACIONES, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
102	28/07/93	SERRATOSA RIDAURA, JOSE Y OTROS	INMOBILIARIA ELECTRA, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
103	08/09/93	EL ENCINAR DE LOS REYES, S.A.	EL ENCINAR DE LOS REYES, S.A.	EX	EX	RV, RFC	CV	No se considera toma de control
104	13/10/93	BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A.	CORPORACION INDUSTRIAL Y FINANCIERA DE BANESTO, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
105	01/12/93	NISSAN EUROPE, N.V.	NISSAN MOTOR IBERICA, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Propiedad > 50%
106	15/12/93	ERSHIP, S.A.	ERSHIP, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
107	26/01/94	INVERSIONES ALISIAS, S.A.	GRUPO FOSFORERA, S.A.	TP	TP	RV	CV	Inclusión en el estudio
108	02/02/94	BANCO CENTRAL HISPANOAMERICANO, S.A.	ESPAÑOLA DE INVERSIONES, S.A.	AP	PEX	RV	CV	Propiedad > 50% y SF
109	02/03/94	LOPEZ ABAD, MIGUEL	URBANIZADORA SANTA CLARA, S.A.	TP	TP	RV	CV	Inclusión en el estudio
110	24/03/94	UNITED TECHNOLOGIES HOLDINGS, S.A.	INTERCLISA/CARRIER, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
111	13/04/94	ABEL MATUTES TORRES, S.A. BANCO DE IBIZA	ABEL MATUTES TORRES, S.A. BANCO DE IBIZA	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
112	20/04/94	SISTEMAS FINANCIEROS, S.A.	SISTEMAS FINANCIEROS, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
113	04/05/94	TICIANO TRADING INTERNACIONAL, LDA.	ALGODONERA DE SAN ANTONIO, S.A.	AP	AP	RV	CV	OPA por refinanciación del endeudamiento
114	18/05/94	ELECTRA DE VIESGO, S.A.	SALTOS DEL NANSA, S.A.	AP	AP	RV	CV	RSE
115	25/05/94	GENERALE AGRO-ALIMENTAIRE DE PARTICIPATION, S.A.	SAN MIGUEL, FABRICA DE CERVEZA Y MALTA, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
116	25/05/94	ALLIEDSIGNAL AUTOMOTIVE EUROPE, S.A.	ALLEDSIGNAL AUTOMOTIVE ESPAÑA, S.A. (BENDIX ESPAÑA, S.A.)	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
117	08/06/94	TABAGU, SIM	TABAGU, SIM	TP	ACS	RV	CV	No se considera toma de control
118	13/07/94	BILBAO COMPAÑIA ANONIMA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A.	BILBAO COMPAÑIA ANONIMA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
119	29/07/94	COMPAÑIA DE INVERSIONES MOBILIARIAS BARCINO, S.A.	COMPAÑIA DE INVERSIONES MOBILIARIAS BARCINO, S.A.	TP	ACS	RV	CV	No se considera toma de control
120	07/09/94	EXIDE CORPORATION	SOCIEDAD ESPAÑOLA DEL ACUMULADOR TUDOR, S.A.	TP	TP	RV, RFC	CV	Inclusión en el estudio
121	28/09/94	AUTOPISTAS, CONCESIONARIA ESPAÑOLA, S.A.	SOCIEDAD DE APARCAMIENTOS DE BARCELONA, S.A.	AP	AP	RV	CV	2ª OPA

Continuación Tabla 6.1

122	27/10/94	COMPAÑIA GENERAL DE TABACOS DE FILIPINAS, S.A.	COMPAÑIA GENERAL DE TABACOS DE FILIPINAS, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
123	16/11/94	AIR PRODUCTS NEDERLAND, B.V.	SOCIEDAD ESPAÑOLA DE CARBUROS METALICOS, S.A.	AP	AP	RV	CV	Contrato preparatorio concertado con el grupo mayoritario
124	15/02/95	SMURFIT INTERNATIONAL, B.V.	CELULOSAS DEL NERVION, S.A.	TP	TP	RV	CV	Acuerdo de venta previo
125	22/02/95	SONAE INDUSTRIA, SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇOES, S.A.	TABLEROS DE FIBRAS, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
126	01/03/95	HISPANOWIN, S.A.	LA EQUITATIVA, S.A. DE SEGUROS SOBRE LA VIDA	TP	TP	RV	CV	SF
127	15/03/95	MINERO SIDERURGICA DE PONFERRADA, S.A.	MINAS DE TORMALEO, S.A.	AP	AP	RV	CV	Inclusión en el estudio
128	29/03/95	ACERINOX, S.A.	ROLDAN, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
129	29/03/95	CREDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A.	CREDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
130	19/04/95	CEMENTOS PORTLAND, S.A.	CEMENTOS ALFA, S.A.	AP	AP	RV	CV	2ª OPA
131	03/05/95	CORPORACION INDUSTRIAL Y FINANCIERA DE BANESTO, S.A.	AG ACTIVOS Y PARTICIPACIONES, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
132	10/05/95	BANCO DE FOMENTO, S.A.	BANCO DE FOMENTO, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
133	10/05/95	CAIXA GENERAL DE DEPOSITOS, S.A.	BANCO SIMEON, S.A.	TP	TP	RV	CV	SF
134	10/05/95	GRUPO FERROVIAL, S.A.	AGROMAN, EMPRESA CONSTRUCTORA, S.A.	TP	TP	RV	CV	Fondos Propios negativos y acuerdo previo
135	10/05/95	BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A.	CORPORACION INDUSTRIAL Y FINANCIERA DE BANESTO, S.A.	AP	AP	RV	MX	Propiedad > 50%
136	24/05/95	SOCIEDAD ANONIMA DAMM	CERVEZAS TURIA, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
137	07/06/95	CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA	BANCO HERRERO, S.A.	TP	TP	RV	CV	SF
138	06/07/95	GENERALE AGRO-ALIMENTAIRE DE PARTICIPATIONS, S.A.	SAN MIGUEL, FABRICAS DE CERVEZA Y MALTA, S.A.	AP	AP	RV	CV	2ª OPA
139	26/07/95	TEXTIL DIFUSION, S.A.	DUSEN, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
140	09/08/95	MOULINEX, S.A.	MOULINEX ESPAÑA, S.A.	AP	AP	RV	CV	Propiedad > 50%
141	13/09/95	AIR PRODUCTS IBERICA, S.A.	SOCIEDAD ESPAÑOLA DE CARBUROS METALICOS, S.A.	AP	AP	RV	CV	2ª OPA
142	20/09/95	ASLAND, S.A.	ASLAND, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
143	08/11/95	BANCO DEL DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL, S.A.	BANCO DEL DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL, S.A.	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
144	10/11/95	S.A. METALOGENIA	S.A. METALOGENIA	EX	EX	RV	CV	No se considera toma de control
145	29/11/95	CORPORACIÓN BANCARIA DE ESPAÑA, S.A.	BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, S.A.	AP	AP	RV	CV	SF

NOTAS

(*) BOE de 2 de agosto de 1991, con entrada en vigor a los 20 días de su publicación (22-8-91), estando sujetas a este régimen todas las OPAS desde la registrada con el número 41.

1 Clasificación de la OPA según la CNMV:

- TP= Toma de participación.
- AP= Aumento de participación.
- EX= Exclusión de cotización.

2 Clasificación posterior de la OPA:

- TP= Toma de participación
- AP= Aumento de participación.
- EX= Exclusión de cotización.
- PEX= Exclusión posterior de cotización (TP o AP en la clasificación de la CNMV).
- ACS= Amortización del capital social (TP o AP en la clasificación de la CNMV).

3 Valores suspendidos de cotización:

- RV= Renta variable.
- RFC= Renta fija convertible.
- DS= Derechos de suscripción.
- NC= No cotiza.

4 Contraprestación:

- CV= Compraventa de títulos.
- PE= Permuta de títulos.
- MX= Mixta.

5 Inclusión/Exclusión en el estudio:

- Participación > 50%. La entidad oferente posee o actúa de forma concertada con empresas que controlan al menos el 50% del capital de la entidad objetivo, inmovilizando estas últimas su cartera.
- RSE. La OPA es consecuencia de la reestructuración del sector eléctrico español.
- RSP. La OPA es consecuencia de la reestructuración del sector petrolífero español.
- SF. La entidad objetivo pertenece al sector financiero.

- No se considera toma de control. La operación no supone una toma de control por ser una OPA de exclusión o de amortización del capital social.

- Voluntaria. La OPA no viene impuesta por la regulación del Real Decreto de OPAs.

- 2ª OPA. La entidad adquirida, dentro del período de estudio, ya ha sido con anterioridad empresa objetivo de una OPA.

TABLA 6.2: DISTRIBUCIÓN DE LA MUESTRA DE OPAS POR CAUSAS DE EXCLUSIÓN

	1991(*)	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**Total**
OPA de exclusión	2	4	7	4	5	22
OPA de amortización del capital social	2	2	1	2		7
OPA sobre entidad del sector financiero	2	3	6	1	4	16
La sociedad adquirente controla al menos el 50% de la sociedad objetivo1	1	3	6	2	5	17
OPA derivada de la regulación del sector petrolífero	1		1			2
OPA derivada de la regulación del sector eléctrico	1	1		1		3
OPA voluntaria	3					3
Otras causas de exclusión del estudio	1	2		3	6	12
Número total de OPAs excluidas por año	13	15	21	13	20	82
Número total de OPAs incluidas por año	1	9	8	4	2	24
Número total de OPAs por año	14	24	29	17	22	106
Números de Registro del expediente de OPA en la CNMV	41-53	54-77	78-106	107-123	124-145	41-145

(*) Desde la entrada en vigor del Real Decreto 1197/1991 (22 de agosto de 1991).

1 Aún cuando la sociedad que presenta la oferta en algunas ocasiones no controla directa o indirectamente la mayoría del capital de la sociedad objetivo, en este estudio se incluyen en esta causa todas aquellas empesas adquirentes que por sí mismas, o en virtud de acuerdos con terceras sociedades (que, según consta en los expedientes de OPA registrados en la CNMV, inmovilizan sus partipaciones, esto es, deciden no acudir a la OPA) controlan una fracción del capital que supone una participación mayoritaria en la empresa objetivo, por lo que no podemos estar hablando estrictamente de toma de control.

TABLA 6.3: AGRUPACIÓN SECTORIAL EMPLEADA POR LA CNMV EN LA PRESENTACIÓN DE DATOS, ANEXOS Y CUADROS SECTORIALES EN LA PUBLICACIÓN "INFORMACIÓN DE SOCIEDADES COTIZADAS (2º SEMESTRE)"

Número	**Nombre del Sector**	**Equivalencia C.N.A.E.-93**
0	Petróleos	11
1	Energía y Agua	40, 41
2	Minería y Metálicas básicas	10, 12, 13, 14, 27, 28
3	Cementos y Materiales de construcción	26
4	Químicas	24
5	Textil y Papeleras	17, 18, 19, 20, 21
6	Metal-Mecánica	29, 30, 31, 32, 33, 34, 35
7	Alimentación	15, 16
8	Construcción	45
9	Inmobiliarias	70
10	Transportes y Comunicaciones	60, 61, 62, 63, 64
11	Otros	Resto de los sectores
12	Bancos	65121
13	Seguros	66
14	Sociedades de Cartera	65232
15	Sociedades de Inversión Mobiliaria	65231
16	Entidades de Financiación	65222

BIBLIOTECA MIGUEL DE CERVANTES

3.3.- Selección de las entidades no objetivo.

El muestreo realizado para la selección e inclusión de las entidades adquiridas, que como hemos expuesto anteriormente se basa en el "caso" u ocurrencia del suceso objeto de análisis, incluye a todas las sociedades objetivo de OPA (primer grupo) que cumplen los requisitos especificados en el apartado precedente.

Por lo que respecta a las entidades no objetivo de toma de control (segundo grupo o grupo de comparación/referencia), podríamos haber realizado una selección aleatoria entre el resto de sociedades cotizadas en los mercados españoles, o bien entre las empresas cotizadas pero con exclusión de las que hubieran sido objetivo de OPA (fuese o no por motivos de toma de control), o cualquier otra forma de selección. Además, optando por estos procedimientos, dado que el marco temporal de análisis abarca más de un año (1991-1995), hemos de considerar si sólo permitía que una misma empresa pudiera aparecer una vez en el grupo de comparación o tantas veces como fuese seleccionada, si se procede en todo caso a una elección vinculando la sociedad no objetivo con aquellas que cotizaban en el mismo año que la sociedad objeto de OPA.

Con el fin de controlar los efectos derivados del tamaño, el año de ocurrencia y el sector, al igual que realizan otros estudios precedentes, procedimos a seleccionar, de forma no aleatoria, pues realizar el análisis de otra forma hubiera resultado de difícil viabilidad. Así extraímos una empresa para el grupo de referencia o control, por cada sociedad del grupo objetivo, detenida de entre las entidades cotizadas durante el mismo año, dentro del mismo sector y con un tamaño similar. Las empresas que componen la muestra completa objeto de investigación se muestra en la **Tabla 6.4.**

La agrupación de sectores elegida, bastante subjetiva en algunos casos y violada en otros, se fundamentó en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 1993 (CNAE 93) conjuntamente con la asignación a un sector bursátil, según constaban ambos datos en los registros de la CNMV, clasificación esta última que a su vez difiere de la clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid, como se pone de manifiesto en la **Tabla 6.5** y en la **Tabla 6.6**, respectivamente.

Por lo que respecta al tamaño, se pensaron en distintas formas de medida (el valor de mercado o valor contable de los fondos propios, la cifra de activos totales, el volumen de negocio), optando finalmente por el valor contable del total de los activos netos, si bien, el reducido número de entidades entre las que se podía escoger hizo que en algunos casos existiera gran disparidad entre los tamaños del par objetivo-no objetivo. En la Tabla 6.4 se expone la muestra completa de empresas objetivo y del grupo de control (no objetivo), con especificación del sector al que pertenecen y del tamaño.

Además, por construcción de la muestra, una sociedad del segundo grupo (no objetivo) no puede aparecer más de una vez ni puede coincidir con una empresa del primer grupo (objetivo), viniendo motivadas ambas consideraciones para evitar posibles problemas estadísticos en el análisis de los datos e interpretación de los resultados.

TABLA 6.4: RELACIÓN DE ENTIDADES OBJETIVO Y OFERENTE DE OPA QUE COMPONEN LA MUESTRA DE ANÁLISIS.

Número de Registro en la CNMV	Fecha de Registro Oficial en la CNMV (año t)	Nombre de la Entidad Objeto de OPA1 (origen de la información financiera)3	Sector CNAE Sociedad Objetivo2	Sector Bolsa Sociedades Objetivo y Control2 (código) [número de empresas que integran el sector en la información de la CNMV año t-1]	Tamaño Sociedad Objetivo4	Nombre de la Sociedad Control1 (origen de la información financiera)3	Sector CNAE Sociedad Control2	Tamaño Sociedad Control4
47	23/10/91	Corporación Comercial Kanguros, S.A. (EFI)	613	Papel y artes gráficas (072) [17]	5.613'06408	Papelera Navarra, S.A. (EFI)	n.d.	11.639'92012
56	02/04/92	Cía. Gral. de Tabacos de Filipinas, S.A. (EFC)	n.d.	Alimentación, bebidas y tabaco (071) [30]	14.191'88228	Avidesa, Luis Suñer, S.A. (EFC)	413	16.359'87571
58	20/05/92	Finanzauto, S.A. (EFC)	610	Comercio y otros servicios (091) [33]	52.594'45994	Marco Iberica, Distribuidora de Ediciones, S.A. (EFC)	610	14.020'06412
59	19/05/92	Cementos Alfa, S.A. (EFI)	242	Cemento (041) [16]	6.166'94393	Alvi, S.A. (EFC)	242	6.575'97268
65	15/07/92	Cía. Valenciana de Cementos Portland, S.A. (EFC)	242	Cemento (041) [16]	72.565'46791	Hornos Ibéricos Alba, S.A. (EFC)	242	60.379'56780
69	11/08/92	La Auxiliar de la Construcción, S.A. (EFC)	242	Cemento (041) [16]	27.813'13860	Sociedad Financiera y Minera, S.A. (EFC)	242	65.552'61182
71	07/09/92	Corporación Noroeste, S.A. (EFC)	242	Cemento (041) [16]	30.912'20608	Cementos Lemona, S.A. (EFC)	242	16.411'94300
73	08/09/92	Elosua, S.A. (EFC)	412	Alimentación, bebidas y tabaco (071) [30]	31.203'26217	Conservas Garavilla, S.A. (EFC)	413	11.780'94152
74	09/10/92	El Encinar de los Reyes, S.A. (EFC)	833	Inmobiliarias (111) [52]	13.341'35683	Ahorro Familiar, S.A. (EFC)	833	10.971'09561
77	28/12/92	Porcelanosa, S.A. (EFI)	610	Comercio y otros servicios (091) [33]	12.319'97992	Rocalla, S.A. (EFC)	251	8.757'09377
80	17/02/93	Filo, S.A. (EFC)	833	Inmobiliarias (111) [52]	27.341'98244	Urbanizaciones y Transportes, S.A. (EFC y EFI)	830	15.412'03548
83	10/03/93	OMSA Alimentación, S.A. (EFI)	413	Alimentación, bebidas y tabaco (071) [30]	11.805'92446	Pascual Hermanos, S.A. (EFC)	414	16.759'84508
85	31/03/93	Torras Domenech, S.A. (EFI)	n.d.	Papel y artes gráficas (072) [16]	5.934'99012	Roberto Zubiri, S.A. (EFC)	n.d.	7.095'94107
86	02/04/93	Cementos Molins, S.A. (EFC)	242	Cemento (041) [15]	40.383'13213	Uniland Cementera, S.A. (EFC)	242	26.077'74294
87	05/04/93	Inmobiliaria Urbis, S.A. (EFC)	833	Inmobiliarias (111) [52]	103.838'88115	Inmobiliaria Metropolitana Vasco Central, S.A. (EFC)	833	66.731'36369
92	24/05/93	Asland, S.A. (EFC)	242	Cemento (041) [15]	115.859'05984	Portland Valderrivas, S.A. (EFC)	242	52.795'87598
94	02/06/93	Construcciones Laín, S.A. (EFC)	500	Construcción (081) [13]	42.915'08727	Sociedad General de Obras y Construcciones, S.A. (EFC)	50	26.012'97359
100	14/07/93	Sociedad de Aparcamientos de Barcelona, S.A. (EFI)	751	Aparcamientos y autopistas (102) [12]	11.304'98525	Estacionamientos Subterráneos, S.A. (EFC)	751	13.907'85006
107	26/01/94	Grupo Fosforera, S.A. (EFC)	819	Industria química (051) [14]	34.985'65426	Zeltia, S.A. (EFC)	25	14.569'00861
109	02/03/94	Urbanizadora Santa Clara, S.A. (EFC)	n.d.	Inmobiliarias (111) [52]	2.511'01901	Inmolevante, S.A. (EFI)	833	4.007'00607
115	25/05/94	San Miguel, Fábrica de Cerveza y Malta, S.A. (EFC)	427	Alimentación, bebidas y tabaco (071) [29]	26.667'97259	Bodegas y Bebidas, S.A. (EFC)	425	26.514'28987
120	07/09/94	Sociedad Española del Acumulador Tudor, S.A. (EFC)	343	Otras industrias de transformación de metales (062) [25]	75.302'60494	Zardoya Otis, S.A. (EFC)	325	41.017'57681
125	22/02/95	Tableros de Fibras, S.A. (EFC)	468	Otras industrias manufactureras (073) [17]	28.678'07525	Xey, S.A. (EFC)	468	6.008'00105
127	15/03/95	Minas de Tormaleo, S.A. (EFI)	212	Mineras y combustibles sólitos (021) [5]	1.845'99279	Hullas del Coto Cortés, S.A. (EFI)	212	11.096'09075

1 Denominamos Sociedad Objetivo a toda empresa que ha sido objeto de una OPA y cumple las condiciones de selección muestral. La Sociedad Control es aquella empresa, que a efectos de este estudio, ha sido elegida para confrontar sus características con la Sociedad Objetivo, buscando que perteneciera al mismo sector y fuese de tamaño similar, con el fin de controlar ambos factores potenciales de la probabilidad de OPA mediante la forma de selección/construcción de la muestra.

2 Los registros públicos que mantiene la CNMV de los cuales se ha obtenido la información referida tanto al Sector Bursátil como a la asignación a un grupo de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) para las Sociedades Objetivo y Control, en algunas ocasiones no presentaba este último dato, reflejado en la tabla como 'no disponible' (n.d.).

3 En ocasiones dispusimos de los estados financieros individuales y consolidados de las empresas de la muestra. Aquí se refleja con cuáles han suministrado la información para el estudio:

EFC: Estados Financieros Consolidados y EFI: Estados Financieros Individuales

4 Activo total expresado en millones de pesetas.

TABLA 6.5: DESCOMPOSICIÓN POR SECTORES ECONÓMICOS DE LA MUESTRA DE EMPRESAS OBJETIVO DE OPA

Denominación del Sector	Código del Sector	1991	1992	1993	1994	1995	Nº Soc. Objetivo por Sector
Agricultura y Pesca	011						
Energía y Agua / Mineras y Combustibles Sólidos	021					1	1
Energía y Agua / Petróleo	022						
Energía y Agua / Energía Eléctrica	023						
Energía y Agua / Agua y Gas	024						
Metálicas Básicas	031						
Cemento Vidrio y Material de Construcción / Cemento	041		4	2			6
Cemento Vidrio y Material de Construcción / Vidrio y Material de Construcción	042						
Industria Química	051				1		1
Transformación de Metales / Automóvil y Otro Material de Transporte	061						
Transformación de Metales / Otras Industrias de Transformación de Metales	062				1		1
Otras Industrias de Transformación / Alimentación Bebidas y Tabaco	071		2	1	1		4
Otras Industrias de Transformación / Papel y Artes Gráficas	072	1		1			2
Otras Industrias de Transformación / Otras Industrias Manufactureras	073					1	1
Construcción	081			1			1
Comercio y Otros Servicios	091		2				2
Transportes y Comunicaciones / Transportes	101						
Transportes y Comunicaciones / Aparcamiento y Autopistas	102			1			1
Transportes y Comunicaciones / Comunicaciones	103						
Inmobiliarias	111		1	2	1		4
Financiación y Seguros / Bancos	121						N.A.
Financiación y Seguros / Cajas	122						N.A.
Financiación y Seguros / Seguros	123						N.A.
Financiación y Seguros / Sociedades de Cartera	124						N.A.
Financiación y Seguros / Simcav	125						N.A.
Financiación y Seguros / Sim	126						N.A.
Financiación y Seguros / Sdades.Crédito Hipotecario y Otras Entidades Financieras	127						N.A
Financiación y Seguros / Sociedades de Arrendamiento Financiero	128						N.A.
Administración Pública / Dirección General del Tesoro	131						
Administración Pública / Comunidades Autónomas	132						
Administración Pública / Corporaciones Locales	133						
Administración Pública / Otros Organismos	134						
Organismos Internacionales	141						
Sociedades y Agencias de Valores	150						
Número total de Sociedades Objetivo de OPA por año de ocurrencia		**1**	**9**	**8**	**4**	**2**	**24**

(N.A.) No analizado en este estudio debido al fuerte componente que se espera que tendría la regulación, bien por el carácter público de las entidades encuadradas en ese sector, bien por tratarse del sector financiero.

TABLA 6.6: CLASIFICACIÓN SECTORIAL BOLSA DE MADRID (29/11/1993)

1. BANCOS Y FINANCIERAS.
    - 1.1 BANCOS.
    - 1.2 COMPAÑÍAS DE SEGUROS.
    - 1.3 OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS.
2. INVERSIÓN.
    - 2.1 SIM.
    - 2.2 SIMCAV.
    - 2.3 CARTERA.
    - 2.4 HOLDING.
3. CONSTRUCCIÓN.
    - 3.1. CEMENTOS Y MATERIALES DE CONSTRUCCIÓN.
    - 3.2. CONSTRUCCIÓN.
4. ELÉCTRICAS.
    - 4.1. ELÉCTRICO Y GAS.
    - 4.2. AGUA.
5. ALIMENTACIÓN.
    - 5.1. AGRICULTURA, GANADERÍA, AVICULTURA Y PESCA.
    - 5.2. ALIMENTACIÓN, BEBIDAS Y TABACO.
6. METAL-MECÁNICA.
    - 6.1. EXTRACCIÓN Y MINERÍA.
    - 6.2. METÁLICAS BÁSICAS.
    - 6.3. TRANSFORMACIÓN PRODUCTOS METÁLICOS.
    - 6.4. MAQUINARIA.
    - 6.5. AUTOMÓVILES.
7. PETRÓLEO Y QUÍMICO.
    - 7.1. PETRÓLEOS.
    - 7.2. QUÍMICAS.
    - 7.3. PAPEL Y MADERA.
8. COMUNICACIÓN.
    - 8.1. TRANSPORTES.
    - 8.2. APARCAMIENTOS Y AUTOPISTAS.
    - 8.3. COMUNICACIONES.
9. OTRAS INDUSTRIAS Y SERVICIOS.
    - 9.1. OTRAS INDUSTRIAS MANUFACTURERAS.
    - 9.2. INMOBILIARIAS.
    - 9.3. COMERCIO.
    - 9.4. SERVICIOS.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.4.- Fuentes de información.

El origen de la mayor parte de la información empleada en la construcción de la base de datos que recoge las variables utilizadas para contrastar nuestro modelo proviene de los registros (y a veces de su materialización en publicaciones) que mantiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las entidades objetivo de toma de control por OPA fueron todas aquellas sociedades, de entre las entidades involucradas en OPA y que se recogen en el correspondiente Registro de la CNMV, que verificaban todos los requisitos expuestos con anterioridad. Las entidades del grupo de comparación se eligieron de entre las empresas cotizadas en las bolsas españolas para cada uno de los años según constaba en los registros de la Comisión, y teniendo en consideración todas las precisiones expuestas en el apartado anterior. El hecho de que en ambos casos nos limitemos a entidades cuyas acciones estén admitidas a cotización en alguno de los mercados (al menos para aquellos años en los que necesitamos datos para definir nuestras variables) se debe a la valiosa facilidad de acceso tanto a sus cuentas anuales como a otros datos que tienen obligación de suministrar, de los que se extraerá gran parte de la información necesaria para definir las variables explicativas de nuestro modelo, pues las entidades cotizadas (y las emisoras, aún cuando no coticen sus acciones), de acuerdo con la legislación vigente, deben depositar sus informes de auditoría, que incluyen las cuentas anuales, en la CNMV.

La ocurrencia de ceses de administradores con anterioridad o posterioridad a la ocurrencia de la OPA (o en una época similar con relación al año de inclusión, para las entidades del segundo grupo de control) se obtuvo del examen del Registro de Hechos Significativos y del Registro de Participaciones Significativas (para el caso de los miembros del consejo de administración) que mantiene la CNMV[468].

Los datos referentes a la estructura de propiedad (participación del consejo en el capital de la entidad, existencia de un gran accionista, presencia de inversores institucionales, así como su participación en el consejo) se han obtenido del Registro de Participaciones Significativas que mantiene la CNMV, si bien también se podría haber complementado con la información recogida en la publicación *Shareholder Directory*, y con las propias memorias que las sociedades presentan a su Junta General de Accionistas, pero finalmente optamos por no mezclar las dos primeras fuentes de información de origen muy dispar, en tanto que la tercera no estuvo disponible para todas las entidades.

Las magnitudes económico-financieras de todas las sociedades provienen de las cuentas anuales recogidas en la Comisión[469] a través del Registro de Informes de Auditoría de Sociedades Emisoras, y de las cifras a valores de mercado de las cotizaciones de las bolsas de valores (principalmente el mercado continuo o la bolsa de Madrid, cuando ello fue posible, a través de la consulta del Boletín de Cotización)[470].

Una relación pormenorizada de las fuentes de información se incluye en el **Anexo III**.

---

[468] En su momento pensamos también acudir a otras tres fuentes de información complementarias, el análisis de la prensa económica, la consulta a través de la base de datos Baratz de noticias de prensa y el Boletín Oficial del Registro Mercantil (en el que por imperativo legal deben incluirse todos los actos de nombramiento de administradores y personas con poderes generales con relación a la actividad mercantil de la sociedad), pero diversas limitaciones restringieros su uso.

[469] En el **Anexo I** se exponen los formatos de balance de situación y cuenta de resultados, tanto para las entidades individuales como para datos consolidados o datos sectoriales, y las modificaciones que sobre los mismos hemos introducido para la definición de las variables.

[470] Nos hubiese gustado contar con otras magnitudes económicas de las empresas de la muestra, presumiblemente relevantes para nuestro modelo, como el gasto en I+D o en publicidad, pero ello, por diferentes circustancias, no fue

4.- Metodología y técnicas estadísticas de la investigación empírica.

Como hemos introducido en el capítulo anterior, el hecho de contar con una heterogeneidad de hipótesis a contrastar hace que, para todo aquello que no es el modelo final de probabilidad de OPA / No OPA, sea necesario la utilización de diversas técnicas estadísticas. El paquete estadístico empleado para todos los análisis ha sido el programa SPSS ejecutado en el sistema operativo Windows de Microsoft, en su versión inglesa 6.0.

Vamos a tratar de resumir en este apartado la metodología y las técnicas estadísticas empleadas para la contrastación de las hipótesis, reservando el próximo capítulo para el comentario de los resultados obtenidos.

4.1.- Análisis univariante.

Aún cuando el orden de contrastación de las hipótesis no requiere comenzar con el análisis univariante sino con el análisis multivariante, los resultados de este siempre pueden condicionar la técnica multivariante a aplicar. Así, este apartado va más ligado a las hipótesis quinta a novena (modelo de probabilidad de OPA) que al resto. No obstante, dado el peso relativo de estas hipótesis, y quizás también por motivos pedagógicos, acometemos primero el comentario de las técnicas univariantes empleadas, para pasar con posterioridad a las técnicas multivariantes.

En todo caso, conviene tener una aproximación a la caracterización de la muestra completa y de las submuestras de empresas objetivos o sujetas a OPA (en adelante O) y del grupo de control o no adquiridas (en adelante C), para cumplir con el propósito último de formular un modelo conjunto de probabilidad de OPA (hipótesis 9). Con este fin hemos realizado el cálculo de los estadísticos descriptivos media, mediana (dado el gran sesgo que suelen presentar las variables) y desviación típica en cada uno de los grupos de variables.

Además, hemos contrastado la homogeneidad de varianzas entre los dos grupos (con la prueba de *Levene*), para conocer la forma más adecuada en la contrastación de igualdad de medias mediante el estadístico *t* de *Student* (para muestras de igual o diferente varianza), si bien no son importantes los cambios debido a este hecho cuando los tamaños muestrales son iguales.

Aplicamos también el contraste de *Kolmogorow-Smirnov-Lilliefors*, con el fin de conocer si las variables se distribuyen normalmente y, al igual que en otros trabajos del campo de la economía financiera de la empresa, se pudo comprobar la no verificación estricta de la hipótesis de distribución normal en múltiples casos. La justificación de este contraste viene porque su resultado condiciona el contraste paramétrico de igualdad de medias de la *t* de *Student*, que asume distribución normal univariante, o, por el contrario, el empleo de técnicas no paramétricas.

Como hemos comentado anteriormente, y dado que la hipótesis de normalidad univariante de las variables resultó rechazada en numerosas ocasiones, creímos conveniente acompañar el contraste paramétrico de igualdad de medias con una serie de contrastes no paramétricos que no introducen restricción alguna acerca de la distribución de las variables. En concreto, la prueba adecuada se empleó dependiendo del carácter de las variables, ya fuesen nominales, ordinales o de razón[471], pues

---

posible.

[471] En el **Anexo II**, en el que se describen el diccionario de variables y su definición, se presenta una columna con la indicación del tipo de variable: 'N' para las nominales, aquellas que sólo pueden tomar los valores 0 o 1 (presencia o ausencia del hecho controlado); 'O' para las ordinales, es decir, las que pueden tomar un intervalo discreto de valores en los que un mayor valor tiene sentido frente a un menor valor, interpretándose como mayor presencia del atributo

en general los contrastes resultaban no aplicables a todas las clases de variables sino que su procedencia dependía de su forma de medida (tipo de variable).

En los resultados presentamos, junto a la prueba paramétrica de igualdad de medias (para muestras emparejadas y no emparejadas) a través del estadístico *t* de *Student*, los contrastes no paramétricos de *Mann-Whitney*, *Kolmogorov-Smirnoff*, *Wald-Wolfowitz* y de la *Mediana*, en el caso de muestras independientes y variables de razón o al menos ordinales; y los contrastes de *Wilcoxon* y de los *Signos*, para los mismos tipos de variables pero en muestras emparejadas. Para aquellas variables que por su naturaleza (sea por la forma de definición, o por la forma de construcción) eran nominales, tan sólo se estimó el contraste no paramétrico para muestras emparejadas de *McNemar*.

Por otra parte, a la hora de plantear la forma en la que debíamos de tratar los subgrupos O y C, consideramos oportuno realizar los contrastes tanto para el caso de considerar las muestras extraídas independientemente como para muestras emparejadas. De hecho, nuestra forma de selección muestral claramente se adecua mejor a este último caso, en el que en lugar de comparar los resultados de los estadísticos conjuntos calculados a partir de los datos de la variable para cada grupo, cualquiera que sea el individuo, se trabaja con parejas de individuos (como así de hecho hemos construido nosotros la muestra de contraste, emparejando por el año, el tamaño y el sector), en un intento de ver si existen diferencias significativas entre dichas parejas. En este sentido, los requerimientos estadísticos del tratamiento de muestras emparejadas son mucho más exigentes a la hora de poner de manifiesto diferencias significativas entre los grupos O y C.

Finalmente, y aunque sea a efectos meramente ilustrativos, en todos los casos hemos expuesto los resultados de las pruebas paramétricas y no paramétricas.

Esta información es acompañada en las tablas de resultados con los cálculos de los coeficientes de correlación de *Pearson* y de *Spearman*, no entre las variables de cada grupo (que será realizado posteriormente) sino entre los datos de una misma variable para los grupos O y C, con el fin de conocer si existe una correlación (tendencia) significativa para alguna variable concreta entre los valores que toma la misma para cada uno de los subgrupos. El hecho de calcular ambos coeficientes de correlación (acompañados de su nivel de significatividad) es porque el primero de ellos asume normalidad entre las variables, lo cual directamente suele ser rechazado para todas las variables ordinales y sólo se mantiene como aproximación, para grandes muestras (cual no es nuestro caso) para las variables nominales; en tanto que el coeficiente de correlación de rangos de Spearman nos permite eludir parcialmente este problema.

Toda la información obtenida en el análisis univariante nos ayudará en el análisis multivariante posterior y sobre todo en los modelos de probabilidad de OPA, pues nos brinda la posibilidad de conocer de antemano las variables que de forma más significativa permiten discriminar entre los dos grupos considerados; si bien esto no implica que cuando se empleen técnicas multivariantes necesariamente se mantenga la significatividad de las mismas variables, pero por lo pronto nos permite ofrecer cierta información acerca de cuán adecuada es una variable, considerada de forma aislada, para diferenciar entre nuestros grupos de empresas objetivo (O) y de control (C).

---

medido por la variable; y 'R' para las variables de razón, esto es, aquellas que además de cumplir con las características de las ordinales y de que la diferencia entre dos valores consecutivos es siempre la misma, se añade un origen absoluto, de forma que no sólo cabe hallar diferencias, sino también múltiplos exactos (Manzano, 1995, págs. 88-90).

4.2.- Técnicas de análisis multivariante: Reducción de la información y relación entre las variables.

A diferencia del análisis univariante, al aplicar las técnicas multivariantes vamos a hacer caso omiso de la división muestral en dos grupos (O y C) y se tomará la muestra completa sin que sirva para nada la referencia de la submuestra inicial a la que pertenece la observación.

Dado el elevado número de variables explicativas consideradas en cada uno de los grupos[472], a fin de contrastar la relación que mantenían dentro de cada uno de los mecanismos internos de incentivo y control, así como las relaciones entre los grupos de variables, aplicamos el análisis del coeficiente de correlación de Spearman[473] para contrastar si las diferentes especificaciones de las variables que definen un mecanismo (Hipótesis 1) presentan una elevada correlación estadísticamente significativa diferente de cero, de manera que existe información o dimensiones redundantes dentro de un mismo mecanismo, y de igual forma se aplicará cuando haya que examinar las relaciones entre los diferentes mecanismos internos de incentivo y control, sin marcar una dirección con significado de implicación (Hipótesis 2).

De forma complementaria, también nos planteamos (y aplicamos en algunas ocasiones) la posibilidad de aminorar la información dentro de cada uno de los grupos de variables, especialmente en aquellos en los que era muy elevado el número de éstas a consecuencia de que se han empleado diversas medidas, que podríamos calificar como "multi items", a fin de preservar la más adecuada; pero también cuando su justificación radica en una argumentación basada en la probable importancia explicativa de la variable, bien por razones teóricas o por la evidencia empírica precedente, o simplemente no hemos considerado conveniente la eliminación directa de las variables a través del coeficiente de correlación de Spearman. En estos casos procederemos a reducir la información, cuando ello sea necesario y una vez analizados los coeficientes de correlación de Spearman, mediante la técnica del Análisis de Componentes Principales (ACP)[474].

Esta técnica nos resultará tanto más valiosa cuanto menor sea el número de factores necesario para explicar un mayor porcentaje de la variabilidad del grupo, y cuanto más fácil comprensión económica presenten los factores a la vista del signo y significatividad de las variables que más peso tengan en cada uno de ellos. Una vez obtenidos los factores aplicamos la rotación VARIMAX, para así conseguir interpretar de manera más sencilla (y con menos sesgos derivado del peso de las variables)

---

[472] Resultado de intentar medir, por ejemplo, la aproximación a los costes de agencia del *free cash flow* de varias formas diferentes, tanto en términos absolutos como en magnitudes relativas, empleando diferentes variables de homogeneización (tamaño o valor).

[473] De forma alternativa, también nos planteamos la posibilidad de realizar dentro de cada grupo tantas regresiones, por el método paso a paso (*stepwise*), como variables formaban parte del mismo. El planteamiento del modelo de regresión múltiple sería que en cada regresión una de las variables del grupo se tomaría de forma sucesiva como variable dependiente y el resto como variables explicativas. Al final tendríamos que analizar la significatividad conjunta de cada uno de los modelos de regresión, eligiendo aquella o aquellas variables en las que el modelo tiene mayor capacidad explicativa (medida por el coeficiente R2 ajustado) y en el que un mayor número de variables fuesen individualmente significativas y con el signo adecuado al sentido económico subyacente que se establece en la formulación del modelo.

[474] De esta forma se reduce la información que proporcionan las variables originales a uno, dos o tres factores a lo sumo, que sean combinación lineal de las mismas y además presenten la característica conveniente de estar incorrelacionados entre sí. Previamente, con el fin de examinar la bondad de la técnica ACP, procedemos a realizar el contraste de esfericidad de Balett y el cálculo del Índice de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) (véase Bisquerra, 1989, págs. 295-297).

los factores retenidos en el análisis, al maximizar con ella la distancia entre los pesos de las variables que más influyen en cada uno de ellos para los diferentes factores obtenidos.

En cuanto al criterio relativo al número de factores a retener para su empleo en una fase posteriordel análisis, en primer lugar atenderemos al examen de su valor propio (que sea superior a la unidad) y del porcentaje de variación explicada por el primer factor y sucesivos, considerando razonable un número de factores (a ser posible no más de tres) que permitan explicar un porcentaje de la variabilidad de la nube de puntos en torno al 75%-80%, llevando a cabo la elección de los factores en función del valor propio que presenten, manteniendo por lo general todos los que sean superiores a la unidad, salvo que el incremento en el porcentaje de variabilidad explicada fuese muy reducido.

Las dos técnicas comentadas anteriormente (análisis de correlación de rangos de Spearman y Análisis Factorial de Componentes Principales con rotación VARIMAX) son también las que han servido de sustento básico para el contraste de las hipótesis 3 y 4 relativas a la relación entre mecanismos internos, costes de agencia y eficiencia relativa observada, pues igualmente a veces nos encontrábamos con amplios grupos de variables, y por otra parte no pretendíamos establecer ningún modelo explicativo que demandara otra técnica más refinada.

En algunos casos, como las variables definidas no eran más que un mismo concepto normalizado por diferentes magnitudes económico-financieras (activos totales, fondos propios o una aproximación al valor de mercado), de forma directa se optó por una de dichas formas de definición, desechando de entrada todas las demás, con lo que el conjunto de variables que constituía un grupo de disminuía de forma considerable.

Las hipótesis 5 a 8 se justifican como un paso previo para la consecución del modelo conjunto de probabilidad de OPA, y en ellas examinaremos la incidencia por separado de cada bloque de variables sobre la probabilidad de OPA mediante un modelo de regresión logística.

Toda la reducción de información a la que se procede a través de la contrastación de las hipótesis 5 a 8 con el fin de evitar problemas de multicolinealidad va a tener su aprovechamiento posterior al validar la hipótesis 9, sin olvidar que las cuatro primeras hipótesis, tanto por su forma de contrastación como por el objetivo perseguido, en ningún momento enfrentan a los grupos O y C, característica que si presentan las hipótesis quinta a décima.

En cuanto al modelo explicativo final de probabilidad de OPA se estimará mediante un modelo de regresión logística en el que la variable dependiente toma valor 1 si la empresa ha sido objeto de OPA y 0 en caso contrario. Dado que el modelo de probabilidad de toma de control a contrastar en la hipótesis 9 no persigue como fin primordial lograr la capacidad clasificatoria o predictiva máxima (porque de hecho sería imposible conseguirlo), sino exponer con cierta claridad las relaciones entre los grupos de variables considerados en las diferentes partes del modelo y la probabilidad de ocurrencia de adquisición por OPA, no consideramos de gran importancia la pérdida de alguna variable que evaluada en el análisis multivariante previo de las relaciones entre los grupos, pudiera ser significativa, puesto que ambos análisis responden a finalidades y a contrastes de hipótesis diferentes.

La última técnica a aplicar será el análisis de tablas de contingencia para el contraste de la hipótesis 10, relativa a la relación entre ocurrencia de OPA y cambios en el consejo de administración.

4.3.- Técnicas aplicadas para la contrastación de las hipótesis.

La validación de la hipótesis 1: “Se producen interacciones entre las variables que permiten definir un mecanismo interno” se contrastará con el simple análisis de los coeficientes de correlación de

rangos de Spearman (y el Análisis Factorial cuando fuese necesario a fin de reducir la información) dentro de cada uno de los grupos de variables (incentivo, estructura de propiedad, endeudamiento y estructura de gobierno) que constituyen los mecanismos internos de incentivo y control, tal y como se ha expuesto en el apartado anterior.

En el caso de la hipótesis 2: "Existen interrelaciones de complementariedad/sustitución entre los diferentes mecanismos internos", bastará con el examen de los coeficientes de correlación de Spearman, sin establecer un sentido determinado en cuanto a la relación que guardan las variables.

Para la hipótesis 3: "Cuanto mayor es la presencia y actuación de mecanismos internos cabe esperar un menor conflicto de agencia", se analizarán primero las relaciones intragrupo dentro del conjunto de variables de costes de agencia mediante el análisis del coeficiente de correlación de Spearman (combinado con el Análisis Factorial con el fin de intentar reducir la información y caracterizar algunos factores que nos expliquen la variabilidad) para pasar posteriormente a calcular los coeficientes de correlación entre las variables y los factores de los mecanismos internos con las variables y los factores de los costes de agencia, diferenciando si estamos trabajando con variables que aproximan una mayor o menor presencia de costes de agencia (cuya correlación también se examinará).

Para la hipótesis 4: "Cuantos menores son los costes de agencia mayor es la eficiencia relativa observada", de nuevo analizaremos en primer lugar las relaciones dentro del propio grupo de eficiencia relativa observada mediante el cálculo del coeficiente de correlación (y la aplicación de la técnica de Análisis Factorial), para posteriormente examinar las relaciones entre los diferentes grupos de variables que hemos considerado que son una aproximación de la eficiencia relativa observada, analizando sus correlaciones. Por último, examinaríamos las correlaciones entre las variables y los factores de mayores y menores costes de agencia con las variables y los factores de eficiencia relativa.

En cuanto a las hipótesis englobadas en: "Hacia un modelo de probabilidad de OPA", como expusimos en el apartado anterior, comenzamos su estudio con un análisis univariante enfrentando los grupos OPA y No OPA mediante la utilización de dichas técnicas, tanto paramétricas como no paramétricas, que pueden ofrecernos una primera aproximación sobre cuáles serán las variables relevantes en el modelo explicativo de probabilidad de OPA.

Según se describe en las tablas finales del capítulo quinto, han sido muy variadas las técnicas multivariantes aplicadas al estudio de la ocurrencia de tomas de control (fusiones, adquisiciones, OPAs, o compras de participaciones significativas). Entre otras, debemos recordar el Análisis discriminante simple o múltiple (lineal o no lineal), los modelos de regresión estimados por mínimos cuadrados ordinarios con una variable dependiente dicotómica, los modelos logit y probit, los modelos de análisis histórico de sucesos (análisis de supervivencia, fundamentalmente el modelo de Cox, que es el que presenta un mayor parecido con otras técnicas de regresión lineal múltiple)o las redes neuroanales, todas ellas aplicadas con el fin último de identificar, en alguna medida, los rasgos característicos (el "perfil") de las entidades objeto de toma de control, frente a las que no experimentan ese suceso.

A todas estas técnicas ya nos hemos referido en el precitado capítulo donde hemos evaluado, al menos brevemente, los logros conseguidos en los estudios empíricos con cada una de ellas, así como las ventajas e inconvenientes asociados a la elección de una u otra, hecho que venía fuertemente condicionado por factores como la definición de la variable dependiente, el procedimiento de muestreo empleado o la determinación del punto de coste óptimo para asignar las observaciones a cada uno de los grupos.

Sin embargo, como ya hemos tenido ocasión de exponer en la introducción de este capítulo, así como en el capítulo quinto, es muy común que en los trabajos analizados en la revisión de la literatura se pase directamente de la exposición del problema y la descripción de la muestra, al empleo de una de las técnicas estadísticas anteriormente mencionadas, sin que se justifique adecuadamente dicha técnica, no ya como soporte para la valoración de un modelo económico subyacente del que se deriva la misma con el fin de contrastar las hipótesis planteadas, sino que a veces ni tan siquiera se justifican las ventajas más genuinamente estadísticas de la técnica escogida frente a otras alternativas (por ejemplo, dada su mejor adecuación a la muestra objeto de análisis o al carácter de las variables).

Las técnicas que tradicionalmente se han empleado en los estudios realizados desde finales de la década de los sesenta han sido el Análisis discriminante múltiple y, con posterioridad, los modelos de probabilidad con variable dependiente transformada (logit y probit). Las últimas técnicas en aparecer en la literatura han sido la aplicación de los modelos de análisis de supervivencia (duración) y las redes neuronales.

En nuestro estudio, dadas las hipótesis más restrictivas del análisis discriminante múltiple lineal en cuanto a la normalidad de las variables y la igualdad de las matrices de varianzas, que no se verifican (a nivel univariante) para la mayor parte de las variables de nuestra base de datos con las que tratamos de caracterizar el proceso de OPA, junto con una abundancia de variables dicotómicas, hemos optado por un modelo de regresión logística frente al de análisis discriminante[475], pues en esta situación se considera más eficiente. Por otra parte, el modelo logit es más conveniente que el probit cuando el análisis proviene de una muestra emparejada, como es nuestro caso (Maddala, 1991, págs. 790-791) y más aún si no se verifica la hipótesis de normalidad multivariante de las variables explicativas, que no ha sido contrastada.

En lo que respecta a la aplicación en de un modelo logit especial, el denominado "logit condicional"[476] propuesto por McFadden (1973), aún cuando Palepu (1982, 1986) argumenta teóricamente el empleo de este modelo, Maddala (1991) se muestra muy crítico con este hecho y expone expresamente que el modelo propuesto por Palepu no deja de ser un modelo logit común, que no responde a las características del propuesto por McFadden (1973).

El empleo en nuestro análisis de regresión logística se realiza sobre una muestra no aleatoria basada en la elección (caso), lo que no afecta a la estimación de los parámetros, salvo al término constante[477], no siendo necesario aplicar un procedimiento de estimación ponderada u otros procedimientos diferentes al de maximaverosimilitud.

Descartamos el análisis de supervivencia porque en caso de aplicar dicha técnica hubiéramos debido trabajar con un conjunto bien definido de empresas (un sector, o las entidades que componen un índice, por ejemplo) lo que hubiera supuesto que necesitábamos recabar mayor información a fin de tener un número significativo de entidades objetivo (por ejemplo, información relativa a todas las empresas cotizadas en uno o varios sectores, o al conjunto de entidades cotizadas en alguno de los

---

[475] En todo caso, se podrían desarrollar diversos contrastes para determinar cuál de los modelos es más adecuado. Por ejemplo, Ohlson (1980, pág. 129) opta en función de los resultados en términos de la capacidad predictiva con uno y otro modelo, Lo (1986) sugiere un contraste del error de especificación, de forma similar al que recoge Maddala (1991, pág. 791).

[476] Éste hace referencia a un modelo diferente del logit más habitual que se deriva de un modelo de utilidad aleatoria basado en atributos específicos a las diferentes elecciones (Maddala, 1991, pág. 790).

[477] El término constante se ve disminuido en log p1 - log p2, donde p1 y p2 representan, respectivamente, la proporción de casos en la muestra sobre casos en la población para las entidades objetivo y no objetivo de OPA (ver Palepu, 1982, págs. 23-25; Palepu, 1986, págs. 6-10, Maddala, 1991, págs. 792-793).

mercados españoles), lo que unido a la escasez de tomas de control, en el sentido que nosotros empleamos este término, haría por ahora difícilmente aplicable dicha técnica.

Las hipótesis 5 a 9 se estimarán mediante modelos logit independientes utilizando como criterio para la selección de las variables explicativas el procedimiento de incorporación "paso a paso" hacia adelante, para limitar los posibles problemas de multicolinealidad que se pudieran presentar. Se partirá de los grupos de variables tal y como fueron definidos originalmente en el **Anexo II**, no tan sólo de las variables que hemos retenido en los sucesivos análisis estadísticos aplicados cuando hemos validado las hipótesis anteriores. Las especificaciones del programa para que una variable independiente salga del modelo es de 0'20, y de 0'10 para que entre a formar parte del mismo, con lo que los límites establecidos son bastante holgados para retener variables y pueden no resolver convenientemente la multicolinealidad del modelo..

En el contraste de la hipótesis 9: "Es posible formular un modelo explicativo de la probabilidad de OPA estadísticamente significativo" se considera que forman parte como variables explicativas del modelo de regresión logística aquellas que lo han sido en los modelos logit estimados para el contraste de las hipótesis 5 a la 8.

Los diferentes modelos de regresión nos ofrecerán información acerca de la significatividad individual y conjunta de las variables explicativas consideradas, el signo de la relación y la importancia relativa de cada una de ellas, que nos permitirán validar o refutar las hipótesis formuladas,. De mucho menor interés resultará, en principio, la probabilidad de que un individuo concreto de la muestra sea objeto de OPA, e íntimamente relacionado con ello, la capacidad de clasificación correcta global del modelo y la de clasificación de las sociedades objetivos, si bien nos referiremos a ello en el siguiente apartado.

La hipótesis 10: "Existe una relación positiva entre la ocurrencia de OPA y los cambios posteriores en el Consejo de Administración de la sociedad objetivo" se va a contrastar por medio de una tabla de contingencia de dimensión 2x2 donde se enfrentarán empresas objetivo y no objetivo de OPA frente a la ocurrencia o no de ceses en el Consejo de Administración con posterioridad a la fecha de OPA, examinando el estadístico chi2 de Pearson y la corrección al mismo propuesta por Yates a causa de la discontinuidad, junto con la ratio de maximaverosimilitud.

4.4.- Validación de la capacidad clasificatoria del modelo. Su empleo por el inversor con fines predictivos para obtener una ganancia de arbitraje.

Con el fin de conocer la precisión de nuestro modelo, en un cuanto a su capacidad de clasificación correcta de las sociedades objetivo y no objetivo de toma de control, procederemos a asignar las entidades empleadas en la muestra de estimación en cada uno de los dos grupos (OPA/no OPA) de acuerdo con la probabilidad estimada a través de los valores que toman los parámetros del modelo correspondiente a la hipótesis 9, examinando posteriormente el porcentaje de clasificación correcta dentro de cada uno de los dos grupos y para el conjunto, así como su significatividad frente a la asignación puramente aleatoria, para lo cual, como ya hemos tenido ocasión de comentar en el capítulo quinto, es fundamental la determinación de la probabilidad de corte óptima (*cut-off*) a partir de la cual se clasifica a la empresa como objetivo de OPA.

Con la finalidad de validar la capacidad clasificatoria hubiera sido preferible reservar una muestra no empleada para la estimación del modelo, si bien ello nos resulta imposible dado el escaso número de observaciones de las que disponemos. Para intentar paliar este problema en alguna medidapodríamos proceder a reestimar el modelo logit con una parte de la muestra (por ejemplo,

empleando el 75% de las observaciones de OPAs y su entidad pareja, escogidas aleatoriamente las primeras), lo que genera sesgos positivos en la capacidad clasificatoria, y mantener el resto como muestra de reserva (*hold-out*), para estimar con la primera el modelo y examinar la capacidad clasificatoria con la segunda. Si los nuevos parámetros estimados difieren sustancialmente de los resultados de la estimación para la muestra completa, tendríamos una evidencia de la dependencia del modelo con relación a la muestra de estimación; en tanto que si la elección de la muestra de reserva se realizase de forma que se escogiesen las operaciones más recientes, la capacidad de clasificación sobre dicha muestra nos podría dar una primera aproximación a la aplicabilidad del modelo propuesto para períodos posteriores al de estimación, y de esta forma, para ser empleado como modelo predictivo de futuras operaciones de toma de control por OPA en el mercado español. No obstante, para este último objetivo el procedimiento más adecuado es emplear el modelo estimado con la muestra completa de nuestro período temporal de análisis sobre las operaciones de toma de control por OPA que se hayan producido en nuestro país con posterioridad al mismo. Todo ello sobrepasa por ahora los límites de esta investigación.

Posteriormente, tal y como proponen algunos autores (Palepu, 1986; Wansley, *et al.* 1983; y Fields, 1991), la finalidad última del modelo puede ser la predicción de las entidades objetivo de toma de control por parte del posible usuario del modelo, que dado el carácter público de toda la información considerada, pudiéramos suponer que es cualquier inversor que actúa en el mercado de valores español. Con esta finalidad, y como hemos expuesto anteriormente al hablar de la validación del modelo, la reducida muestra considerada nos obligaría a una división de la misma para reservar una parte de ella para fines predictivos. Siguiendo los procedimientos comentados con anterioridad, procederíamos a calcular el rendimiento acumulado en exceso vinculado a las entidades predichas como objetivo y no objetivo, así como a las entidades que en la realidad pertenecieron a ambos grupos. Si mediante la aplicación del modelo el inversor individual logra obtener un rendimiento medio en exceso significativo sobre el habitual, dado el riesgo de mercado de ese título, aún cuando el número de empresas clasificadas erróneamente fuera muy elevado, ello sería una prueba de la ineficiencia en forma semifuerte del mercado de valores español, a la vez que de la validez, de cara a obtener una ganancia mediante su empleo, de las relaciones especificadas en el modelo planteado.

Para desarrollar este análisis tendríamos que proceder a calcular el rendimiento medio en exceso aplicando la técnica del análisis de sucesos (*event analysis*), de manera similar a otros estudios realizados para el mercado de control empresarial español (García Martín 1994, Gómez Ansón 1997, Lozano García 1996), según se expone en el trabajo original de Fama *et al.* (1969) y completado con la metodología propuesta por Brown y Warner (1980 y 1985), reduciendo la muestra a aquellas entidades para las cuales dispusiéramos en la actualidad de información sobre precios diarios de cotización[478].

[478] Esto puede producir un sesgo, pues la selección de las entidades no objetivo no se ha realizado tomando en consideración como factor de emparejamiento el mercado en el que cotiza la empresa objetivo de OPA, por lo que la eliminación de entidades por razón de falta de datos de cotización pudiera sesgar los resultados.

5.- Variables consideradas en los modelos de probabilidad de OPA.

5.1.- Definición y descripción de la variable dependiente.

Para el análisis de regresión logística, en el que es necesario especificar una variable dependiente observada (a diferencia, por ejemplo, del análisis discriminante), de acuerdo con formulaciones como la propuesta por Palepu (1982, 1986), ésta mide la presencia (valor 1) o ausencia (valor 0) de toma de control de una sociedad a lo largo del período 1991-1995, si bien hemos de recordar que del año 1991 sólo se consideran las tomas de control por OPA realizadas con posterioridad a la entrada en vigor del Decreto 1197/1991, que regula en la actualidad los procesos de oferta pública de adquisición. De esta forma, los valores de la variable dependiente en el modelo de regresión logística estimado nos ofrecen una estimación de la función de probabilidad de la distribución logística, basada en el perfil de una empresa (objetivo o no) de toma de control.

5.2.- Definición, medida y signo esperado de las variables explicativas.

De acuerdo con el modelo propuesto en este capítulo se han definido un conjunto de grupos de variables que tienen la consideración de variables explicativas en el modelo de probabilidad de OPA[479].

Junto a la medida y la definición original de las variables, para aquellas que verifican los requisitos para ser calificadas como variables de razón, hemos procedido a calcular dos o tres nuevas variables dicotómicas obtenidas a partir de las originales. La primera variable transformada toma valor 1 si el individuo de la muestra se sitúa por encima de la media del conjunto de la muestra total (O y C), y valor cero en caso contrario. De igual forma, se ha procedido empleando como criterio para realizar la dicotomización de las variables la mediana de la muestra total, dando lugar a la segunda variable transformada. La tercera, cuando la información estaba disponible, indicaba si la empresa se situaba por encima o por debajo del valor que tomaba la variable para el conjunto de su sector[480].

Igualmente, y también con exclusividad para las variables de razón, se han calculado dos variables ordinales. La primera de ellas toma los valores 1 y 2, respectivamente, en función de que el valor de la variable para la observación se sitúe por encima del percentil 33 y del percentil 66, calculado para el conjunto de la muestra, y 0 en caso contrario. La segunda de las variables ordinales puede tomar cuatro valores, asignando los valores 1, 2, y 3, respectivamente, en función de que el valor de la variable para el individuo se sitúe por encima del percentil 25, la mediana y el percentil 75, respectivamente, y 0 si no alcanza al valor del percentil 25, todo ello referido al conjunto de la muestra.

En aras a facilitar la comprensión del diccionario de variables no hemos procedido a recoger todas las variables transformadas en el **Anexo II**.

---

[479] El diccionario completo de variables con la definición, tipo (nominal, ordinal o de razón), y signo esperado con relación a la probabilidad de OPA se recoge en el **Anexo II**.

[480] De acuerdo con la clasificación de la CNMV y atendiendo a la agrupación sectorial de este organismo.

5.2.1.- Variables relativas a los mecanismos de incentivo.

Dentro de este grupo se han considerado distintas formas que permiten aproximarnos tanto al componente remunerativo directo que percibe el consejo de administración en su conjunto (dada la imposibilidad de conocerlo para la alta dirección) que adopta la forma de sueldos, salarios y dietas, como a otros factores que incentivan una actuación eficiente del mismo. En este último sentido se incluye la participación, en términos porcentuales, en la propiedad de las acciones de la empresa, el valor de mercado de dicha participación y la remuneración percibida vía dividendos como consecuencia de la tenencia de acciones de la sociedad, que consideramos que forma también parte del componente remunerativo.

Las variables se han tomado tanto en valores absolutos como empleando distintas formas de homogeneización (el tamaño del consejo, los activos totales, los fondos propios corregidos y el valor de mercado de las acciones). Además, con relación a la propiedad, hemos establecido la diferenciación entre la participación patrimonial directa y la participación de control, respondiendo esta última al porcentaje de acciones que controlan (no tan sólo que poseen) los miembros del consejo.

También se han considerado las relaciones por cociente entre los diferentes componentes de la remuneración y su "apuesta" por la sociedad, en términos de valor de mercado de las acciones poseídas en la empresa. Todas estas variables u otras similares han sido empleadas en estudios anteriores, si bien hubiera sido deseable, como ya hemos comentado, poder contar con todas ellas referidas no sólo al consejo sino también a la alta dirección, lo cual no fue posible conseguir fácilmente a través de datos públicos.

En principio cabe esperar que las variables de incentivo, en su conjunto, se relacionen negativamente con la probabilidad de ocurrencia de OPA y con el nivel de costes de agencia observados, en tanto que positivamente con el nivel de eficiencia empresarial relativa observado. Como comentario general para todos los mecanismos internos de alineamiento, particularizado para los mecanismos de incentivo, su relación con estructura de propiedad, la estructura de endeudamiento y estructura de gobierno, en cierta medida debería presentar signo negativo si es válida la hipótesis de sustituibilidad de los mecanismos internos de incentivo y control; o en cambio positivo, si aceptamos que los mecanismos se complementan entre sí. En cuanto a las relaciones intragrupo cabe suponer que unas medidas de incentivo sustituyan a otras, por lo que deberían ser predominantes las correlaciones negativas pero dada la definición de las variables, tampoco se descartan correlaciones positivas.

5.2.2.- Mecanismos de disciplina o control.

Estructura de propiedad de la empresa.

Entre las variables que configuran este grupo se encuentran los porcentajes de acciones poseídas por el mayor (C1), los dos mayores (C2) y los cinco mayores (C5) accionistas, así como una transformación en términos ordinales de esas variables. Otro factor determinante es la presencia o ausencia de un accionista que ostente el control mayoritario de la sociedad, término que hemos extendido también a aquellos casos en que los dos o los cinco mayores accionistas controlan más del 50% de las acciones de la empresa. A su vez, y con la finalidad de desgranar aún más la estructura de propiedad, se han incluido una serie de variables nominales que comparan el porcentaje poseído por C1, C2 y C5 con diferentes niveles de participación en las acciones de la empresa (30%, 40% y 50%). Asimismo, se incluyen una serie de variables dicotómicas que indican la presencia dentro de C5 de un inversor en la propiedad de la empresa que podría estar realizando las labores de "supervisión" (presencia de otra sociedad anónima, de una entidad pública, de una entidad extranjera o de una

entidad financiera), así como el número total de supervisores que existe en la estructura accionarial de la empresa definida por C5.

De forma similar al grupo de variables de incentivo, esperamos que las variables de estructura de propiedad, en su conjunto, se relacionen negativamente con la probabilidad de ocurrencia de OPA así como con el nivel de costes de agencia observados, en tanto que positivamente con el nivel de eficiencia empresarial relativa observado. También es válido lo expuesto con relación a las vinculaciones de las variables de estructura de propiedad con otros mecanismos de disciplina o control internos (estructura de endeudamiento y estructura de gobierno), y con los mecanismos de incentivos; si bien en este caso quizás debamos de dar preponderancia a la hipótesis de sustituibilidad entre los diferentes mecanismos internos de disciplina.

En cuanto a las relaciones intragrupo existe una gran redundancia entre las medidas de algunas variables, por lo que comúnmente encontraremos correlaciones positivas, en algunas ocasiones muy elevadas.

Estructura de endeudamiento.

A) Apalancamiento financiero.

Los modelos de probabilidad de OPA tradicionalmente han incorporado la variable que mide la relación por cociente entre recursos ajenos y recursos propios y, en este sentido, hemos introducido distintas medidas del grado de apalancamiento financiero, con magnitudes tanto a valores contables como de mercado.

En cuanto a la relación previsible en el modelo de probabilidad de OPA, la evidencia teórica y empírica se inclina por una relación negativa , con la ocurrencia de toma de control que es la que nosotros mantendremos. Por otra parte, la ligazón con los costes de agencia observados esperamos que sea negativa, dado que el endeudamiento es un medio de limitarlos, con lo que en principio la relación con la eficiencia relativa empresarial debiera ser positiva. Con otros mecanismos internos nos decantamos más por la sustituibilidad con aquellos que resuelven en parte los problemas derivados de la separación entre la propiedad y la gestión. La relación entre los componentes del grupo de variables de apalancamiento financiero presentarán correlaciones muy elevadas, próximas en muchos casos a la unidad, por lo que no podremos trabajar con todas y será conveniente la aplicación de alguna técnica de reducción de las dimensiones de la información.

En relación con la composición del endeudamiento, en principio no formulamos ningún signo de relación que ligue ambos grupos de variables.

B) Composición del endeudamiento.

Creemos que no sólo resulta de interés conocer el grado de apalancamiento financiero, sino también la composición de la deuda, en el sentido de si predomina la financiación a corto o a largo plazo, y de si tiene una mayor preponderancia la deuda con coste explícito (bancaria y empréstitos, fundamentalmente) frente a otro tipo de deuda. En este sentido se presentan distintas ratios que tienen por denominador la deuda a corto plazo, a largo plazo o la deuda total de la sociedad.

A priori, no prejuzgamos el signo de la relación con la probabilidad de OPA, si bien cabría esperar que el mayor peso de la deuda a largo plazo y de la deuda con coste explícito (cualquiera que sea su plazo), se relacione negativamente con la probabilidad de toma de control, al suponer una mayor supervisión sobre la discrecionalidad directiva, pero como éstas no son las únicas variables que configuran la composición del endeudamiento, para otras cabría esperar un signo positivo, si es que revelan una mayor discrecionalidad por parte del equipo gestor.

Es difícil conocer cual será el signo que relacione las variables de composición del endeudamiento con los costes de agencia. Creemos que dependiendo de la definición (como hemos argumentado para la probabilidad de OPA) podrá ser positivo o negativo, y viceversa con relación a la eficiencia empresarial. En cuanto a la relación de este grupo de variables con el resto de variables representativas de mecanismos control interno, nos remitimos a lo expuesto en términos generales dentro del apartado de mecanismos de incentivo. La relación entre las variables que conforman este grupo cabe suponer que unas veces será positiva y otras negativa, derivada del hecho de que los numeradores son descomposiciones del propio denominador.

Estructura de gobierno: el consejo de administración.

Aquí incluimos como variable relevante, de forma similar a como sucede en el grupo de variables de estructura de propiedad, el porcentaje de acciones poseído por los miembros del consejo (y su transformación en variable ordinal), junto con una estimación del grado de control del accionista con mayor peso en la propiedad, al ostentar mayor participación accionarial dentro de los que forman parte del consejo así como si el consejo de administración ostenta la mayoría del capital. Suponemos que todas se relacionarán de forma negativa con a la probabilidad de OPA. Asimismo, al igual que en el grupo de variables de estructura de propiedad, hemos controlado de forma especial al mismo conjunto de inversores que podrían realizar las funciones de "supervisión" dentro del consejo, previendo para todas ellas un signo negativo con relación a la probabilidad de ocurrencia de toma de control.

Por otra parte, el hecho de que se produzcan ceses que son anteriores a la fecha de ocurrencia de una toma de control puede ser una manifestación de que el accionariado o el resto de consejeros fuerzan la dimisión ante la actuación ineficiente de uno o varios de sus miembros, por ello hemos incluido variables que reflejan tanto la ocurrencia o no de ceses como su número, en fechas anteriores a la ocurrencia de la OPA, siendo negativo el signo esperado con relación a la probabilidad de OPA.

Otro factor que parece determinante en el grado de supervisión ejercido por el consejo es el tamaño del mismo, variable que ha sido incluida tanto de forma directa, como para determinar el porcentaje medio de acciones poseído o controlado por un miembro del consejo o el número medio de ceses que se han producido en el último año, proponiendo que el tamaño debería presentar un signo positivo con la probabilidad de ocurrencia de OPA, dado los mayores costes de supervisión y control internos del consejo de administración según aumenta su tamaño.

En relación con el signo que ligue la relación entre la estructura de gobierno y los otros dos mecanismos internos de disciplina (estructura de propiedad y estructura de endeudamiento) es más fácil que sea de sustituibilidad, en tanto que de complementariedad con el mecanismo de incentivo.

De igual forma, también se espera un signo negativo en la relación que guarden las variables de estructura de gobierno (salvo el tamaño) y el nivel de costes de agencia observados, y al contrario con relación al nivel de eficiencia relativa observada. Dentro de las variables que conforman el grupo, hay algunas que presentarán elevados coeficientes de correlación positivos, pero para algunas magnitudes no nos atrevemos a decantarnos *a priori* por un signo esperado.

5.2.3.- Estimación de forma indirecta de diversas medidas de los costes de agencia.

Dado el marco teórico elegido para el análisis del mercado de control empresarial, el enfoque de la teoría positiva de la agencia, resultaba imprescindible realizar una medida, aunque resulte tan sólo aproximada, de los costes de agencia derivados de la relación entre la dirección y los propietarios de la renta residual. Las variables que configuran este grupo se pueden subdividir, a su vez, en función de si

aproximan un mayor o un menor nivel de costes de agencia. Así, existen variables que tomaremos como indicativas de una mayor presencia de los costes de agencia para las que esperamos una relación de signo negativo con los mecanismos internos (por suponer una actuación más deficiente de los mismos), una menor eficiencia relativa observada y una mayor probabilidad de OPA. Por el contrario, otras variables intentarán aproximar el concepto de unos menores costes de agencia, por lo que su signo esperado será negativo con relación a la probabilidad de toma de control y positivo con el grado de eficiencia relativa empresarial observada y la presencia de otros mecanismos internos. Para el conjunto de las variables que configuran el grupo de costes de agencia, el sentido de la relación con la probabilidad de toma de control y con las otras hipótesis no es siempre el mismo, sino que depende de si la aproximación es a una mayor o a una menor presencia del conflicto de agencia entre la propiedad y la gestión.

Aquellas variables que reflejan un mayor nivel del conflicto de agencia se relacionarán inversamente con las variables que miden un correcto funcionamiento de los mecanismos internos y con la aproximación al grado de eficiencia empresarial observada, en el sentido de que una mayor presencia de costes de agencia implica un funcionamiento menos adecuado de los mecanismos internos y una eficiencia empresarial relativa observada menor. En el caso de las variables que miden un menor conflicto de agencia, también es de esperar una relación inversa con los mecanismos internos, pues a menores costes de agencia, se presupone una mayor y mejor actuación o una menor necesidad en el empleo de los mecanismos internos. Asimismo, la relación también será inversa por lo que respecta a la eficiencia empresarial relativa observada, pues un menor conflicto de agencia presumiblemente se manifestará en una mayor eficiencia.

Dentro de las variables que podemos considerar como reveladoras de elevados costes de agencia se encuentran diferentes medidas aproximadas del concepto de recursos de tesorería en exceso sobre las oportunidades rentables de inversión (*free cash flow*, con la limitación de que dichas oportunidades las desconocemos), la relación entre el beneficio y los intereses, el *cash flow* generado dividido por diferentes variables con la finalidad de proceder a su homogeneización, la autofinanciación (beneficio neto de intereses, impuestos y dividendos, con sus respectivas homogeneizaciones), así como alguna medida de la liquidez. Además, se recogen los ratios de inmovilizado financiero sobre activo total, en el sentido de que supone colocar los recursos en activos financieros a falta de inversiones productivas rentables (si bien, por otra parte, con ello podría evitarse que esos recursos fuesen malgastados, en cuyo caso se incluirían en el grupo de variables que representan un menor conflicto de agencia, y sería de esperar el signo contrario); y la ratio de inmovilizado inmaterial sobre el activo total, como una medida del valor intangible de la empresa, que suele ir asociado a una mayor discrecionalidad en el empleo de los recursos y, por tanto, a una mayor probabilidad de OPA. Las variables que se esperan que tengan un signo negativo con la probabilidad de OPA, las que nos aproximan a una menor presencia del conflicto de agencia, intentan reflejar el compromiso de recursos a los que se ve obligado la dirección (dividendos, intereses e impuestos) y que consideran que ayudan a solventar el problema del *free cash flow*.

Resulta obvio decir que dentro de los dos subgrupos de variables de costes de agencia es de esperar que las medidas presenten una correlación positiva y que entre las aproximaciones de mayor y menos coste de agencia la relación sea negativa.

5.2.4.- Medida del logro de los objetivos de los accionistas.

Hemos diferenciado cinco grupos que de alguna forma pudieran referirse al grado en el que la dirección de la sociedad está persiguiendo el objetivo financiero: la maximización del valor. Es de esperar que todos ellos presenten una relación inversa con la probabilidad de ocurrencia de toma de control así como con la mayor presencia de costes de agencia observados, entendida en el sentido de que a menor eficiencia relativa empresarial mayor será el conflicto de agenciaprevio y, de igual forma, la probabilidad de OPA; en tanto que si el grado de eficiencia relativa empresarial observado es elevado, también las relaciones anteriores serán inversas, pues supondrá que existen menores costes de agencia, por lo que se demanda una menor ocurrencia de tomas de control. El razonamiento contrario cabe plantear para la relación entre eficiencia relativa observada y la actuación de los mecanismos internos. Así, a mayor eficiencia, se supone una actuación más adecuada de los mecanismos internos, y viceversa.

En principio cabre augurar relaciones positivas entre los cinco grupos formados, pero esperaremos a la evidencia empírica.

Eficiencia directiva.

Como medidas aproximadas del grado de eficiencia del equipo directivo proponemos cuatro aproximaciones de la ratio Q de Tobin, si bien resultan muy limitadas, pues en todas ellas carecemos del valor de mercado de la deuda y del coste de reposición de los activos empresariales. Por otra parte, y como recoge y justifica Marris en su modelo de corte gerencialista, también hemos incorporado la ratio de valoración o cociente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios.

Rentabilidad del accionista.

La rentabilidad del accionista la hemos medido tanto por medio de los recursos generados por la empresa (beneficio neto), como por los dividendos repartidos, ambas variables consideradas en términos absolutos y relativos y con magnitudes contables y de mercado. También se ha empleado la ratio PER.

Rentabilidad económica.

El conjunto de variables que conforman el grupo de rentabilidad económica se ha obtenido del resultado de dividir por los activos totales, el inmovilizado material y el inmovilizado total, los distintos niveles de desagregación del resultado que presentan los estados financieros en el formato de la CNMV (valor añadido ajustado, resultado bruto de explotación, resultado neto de explotación, resultado de actividades ordinarias, resultados extraordinarios, resultados antes y después de impuestos), así como el beneficio antes de intereses e impuestos.

Margen sobre ventas o eficiencia económica.

Las variables de margen sobre ventas o eficiencia económica se han obtenido por cociente con la cifra neta de negocio de los distintos niveles de desagregación del resultado que presentan los estados financieros en el formato de la CNMV, (salvo el resultado después de impuestos) así como el beneficio antes de intereses e impuestos.

Eficiencia productiva.

Hemos considerado una aproximación al grado de eficiencia productiva mediante la relación por cociente de distintos componentes de la cuenta de resultados y el importe neto de la cifra de negocio. En concreto, tomamos como numerador de nuestras ratios de eficiencia productiva los gastos de

explotación brutos, los gastos de producción, la dotación a las amortizaciones del inmovilizado material y la variación de las provisiones.

5.2.5.- Consecuencias de los procesos de toma de control: Los ceses en el consejo de administración.

En último lugar, nuestro modelo presenta las consecuencias previsibles que tendrán de las operaciones de toma de control sobre la sociedad objetivo. En este sentido, cabe esperar que ocurran ceses en la dirección y en el consejo de administración, así como que el nuevo equipo gestor tome un nuevo "rumbo", lo que en muchas ocasiones implica la redefinición de las actividades productivas (con operaciones de ventas de activos o partes de empresas) o de toda la organización empresarial. El único factor que hemos controlado en nuestro modelo ha sido la ocurrencia de ceses en el consejo de administración tanto por medio de una variable dicotómica como con el número de los mismos (en términos absolutos y considerando el tamaño del consejo como variable para homogeneizar los resultados). Cabe esperar que una mayor ocurrencia de ceses en las entidades venga aparejada de forma directa con una mayor ocurrencia de tomas de control, y viceversa. Por otra parte, las consecuencias de la OPA se relacionarán inversamente con el grado de eficiencia relativa observado, un menor nivel de costes de agencia y con la actuación correcta de los mecanismos internos, y de forma directa con una mayor presencia del conflicto de agencia.

5.2.6.- Otras variables relevantes o de control: variables fiscales, de liquidez y de tamaño.

Como ya hemos tenido ocasión de comentar en capítulos precedentes, existen otras teorías explicativas acerca de los procesos de fusiones y adquisiciones diferentes del enfoque de agencia. Entre ellas, para algunos autores ha sido especialmente relevante la que hace referencia a la fiscalidad de estas operaciones. En este sentido, y aún cuando no sea el propósito de este trabajo, a título meramente descriptivo hemos formado un grupo de variables fiscales que tendería a medir la posible revalorización de activos, los créditos fiscales por pérdidas acumuladas o el importe de los impuestos satisfechos, grupo que finalmente incorporamos al modelo de probabilidad de OPA..

Otro grupo de variables que consideramos de mayor relevancia son las relativas a las medidas de la liquidez. La literatura, tanto en su argumentación teórica como en los resultados empíricos alcanzados, no parece clarificar la relación entre la liquidez y las tomas de control, por ello estas variables no han sido tratadas anteriormente en la exposición de nuestro modelo. Fundamentalmente, las medidas empleadas hacen referencia al fondo de maniobra, la tesorería, el conjunto de cuentas financieras o el activo circulante, magnitudes todas estas con relación por cociente con otras partidas, a efectos de lograr su homogeneización.

Por último, aún cuando podría haber sido comentada al comienzo de la exposición, hemos incluido un grupo de variables de tamaño, no con la finalidad de conocer si el tamaño influye en la probabilidad de toma de control, sino con el propósito de saber si el emparejamiento por tamaño que se ha realizado en el momento de seleccionar una empresa no objetivo por cada empresa adquirida realmente ha resultado satisfactorio. En este sentido, para las variables de tamaño no deben existir diferencias significativas entre ambos grupos, si el emparejamiento está bien construido. Además, dado que empleamos distintas medidas del tamaño, y el emparejamiento se realiza con los activos totales, podremos observar si cambiando a la capitalización bursátil o a la cifra neta de negocio, por ejemplo, hace que el tamaño sea una variable significativa para diferenciar los dos grupos de nuestra muestra, al menos a nivel univariante.

Para finalizar, tan solo comentar que la selección de las variables a incluir en este estudio y su forma de definición vienen determinadas en gran medida, como suele ser habitual, por la facilidad y disponibilidad de la información requerida. Entre el modelo, las hipótesis y las variables se forma un estrecho lazo que los interrelaciona y puede condicionar los resultados obtenidos. Tomando prestada la frase de Weston, *et al.* (1990, págs. 634-635), "ciertamente cualquier estudio fructífero de las fusiones debe estar relacionado con proposiciones contrastables en sus efectos. Sin embargo en el área de fusiones se han empleado una amplia variedad de modelos y contrastes. El desarrollo del modelo está influido por las hipótesis iniciales. También, los resultados de los contrastes están influidos por la selección de variables, forma de medida, y cómo se combinan en las relaciones econométricas estudiadas. Esas selecciones e interpretaciones resultan influenciadas por las concepciones del proceso suvyacente implicado en este proceso".

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

CAPÍTULO VII

RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Nos parece un momento acertado para volver sobre las cuestiones que nos hemos formulado como hipótesis a partir del modelo teórico y a las que pretendemos dar respuesta con la evidencia empírica que encontremos en este capítulo de la investigación.

Así, conviene recordar que nuestros centros de interés son los mecanismos internos de alineación de intereses entre la propiedad y la dirección, el problema (aproximado en unos costes) de agencia, la eficiencia relativa observada de la empresa (y de forma muy especial de su equipo directivo), la ocurrencia de una OPA y las consecuencias de la misma (en la forma de ceses en el consejo de administración).

Retomando las hipótesis de este trabajo diríamos que la primera se ocupa de los mecanismos internos de incentivo y control, intentando discernir si existen relaciones entre las variables que configuran cada uno de ellos, en tanto que la segunda se dedica a analizar las interacciones entre los diferentes mecanismos internos de alineación de intereses.

Posteriormente intentamos avanzar alguna conclusión acerca de la relación que guardan entre sí la actuación de los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa. En este sentido se propugna analizar, de una parte, la relación entre los mecanismos internos y los costes de agencia (hipótesis 3), y de otra la que guardan los costes de agencia y la eficiencia relativa empresarial (hipótesis 4).

La cuestión que quizá despierta más expectación en el investigador, ¿cuáles son los factores determinantes de la probabilidad de ocurrencia de una OPA?, se examina en las hipótesis 5 a 9. Para ello, y siguiendo una de las corrientes más actuales en la disciplina de la economía financiera de la empresa (que está implícita en todo nuestro planteamiento), cual es que la divergencia de intereses entre los accionistas y los directivos permite surgir un nuevo mercado, que denominamos de control empresarial, en el que entre equipos directivos rivales se disputan e intercambian los derechos de gestión sobre las sociedades, analizamos la probabilidad de que una empresa sea objeto de OPA considerando determinados grupos de variables. Éstos responden concretamente a los que han sido examinados hasta el momento: mecanismos internos (hipótesis 5), costes de agencia (hipótesis 6) y eficiencia relativa (hipótesis 7), más dos grupos que han tenido gran predicamento en la literatura, las variables fiscales y las variables de liquidez (hipótesis 8). Así, intentamos ver la importancia de cada grupo para explicar la probabilidad de OPA para finalmente formar un modelo conjunto en el cual se recojan las variables más significativas y se mejore el ajuste (hipótesis 9).

Nuestra última hipótesis (la número 10) hace referencia a que el hecho de la ocurrencia de una OPA en una sociedad tiene trascendencias importantes para la misma. Por falta de datos nos vemos obligados a contrastar la más obvia: los cambios (ceses) en los puestos de consejeros.

En segundo lugar, debemos comenzar poniendo de relieve una limitación fundamental insoslayable que puede manifestarse en los resultados de la primera parte de la investigación (primer y segundo grupos de hipótesis) en cuanto al alcance en términos de validez estadística. Dadas las características de selección y formación de la muestra[481], que como finalidad última (tercer grupo de hipótesis) pretende establecer un modelo de probabilidad de ocurrencia de OPA, ello introduce un sesgo muestral inicial, que puede tener consecuencias, al menos potencialmente (por no decir con casi toda seguridad), en parte del análisis estadístico que a continuación vamos a desarrollar[482]. El

---

[481] Que dista mucho de ser un proceso de muestreo aleatorio simple, o estratificado si este se creyera más conveniente.

[482] Como ya hemos expuesto, la muestra está formada por 24 empresas objetivo de OPA junto a igual número de

problema se plantea en el caso de que los factores objeto de estudio (las variables indicativas de la mayor o menor presencia de los mecanismos de incentivo y control; o las relaciones entre los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa) no se distribuyan aleatoriamente (es decir, vengan influidos) a lo largo del conjunto de la muestra por los valores que toma la variable indicativa de que la empresa ha sido objeto o no de una OPA. Esto es, si el hecho de que hallarnos en presencia de una empresa perteneciente a uno de los dos grupos o submuestras afecta a la distribución y a los valores de la variable a estudiar y, por ende, el grupo influye en los resultados, cualquier conclusión de esta primera parte de la investigación podría resultar espúrea, o cuando menos no generalizable más allá de la muestra objeto de estudio. Esta prevención habrá de tenerse siempre que estemos analizando la muestra en su conjunto, sin enfrentar empresas objetivo frente a no objetivo de OPA, cual es el caso de las hipótesis 1 a 4 a validar posteriormente.

Partir de una multitud de variables como la que integra cada uno de los mecanismos internos de alienación de intereses entre la dirección y la propiedad que hemos tomado en consideración (incentivo, estructura de propiedad, estructura del endeudamiento y estructura de gobierno), según se recoge en **Anexo II,** se produce como consecuencia de la conjunción de una serie de circunstancias. Por un lado, en la literatura se han propuesto diversas formas de medida de un mismo concepto, en nuestro caso la actuación de un mecanismo interno. Por otra parte, muchas variables son tan sólo una pequeña modificación de otras del mismo grupo o fruto del intento de normalización (a pesar de partir de muestras emparejadas por tamaño) dividiendo por el valor de mercado de las acciones, de los activos totales, de los fondos propios o por magnitudes similares. Somos plenamente conscientes que de entrada debiéramos haber fijado un criterio exacto de definición de las variables que caracterizan cada mecanismo interno y de la forma de medida de las mismas, pero preferimos mantener todas a pesar de lo farragoso que puede resultar su análisis, y que en alguna ocasión parecerá en las páginas siguientes, por no descartar *a priori* posibles medidas, dado que en muchas variables trabajamos con aproximaciones del mecanismo o concepto concreto que se intenta reflejar, o bien las fuentes de información no son completamente fiables.

Resulta más que evidente, por la simple forma de definición al normalizar o realizar mínimos cambios, que las variables que intentan medir un determinado aspecto dentro de un mismo mecanismo van a estar altamente correlacionadas. Es más, otras variables que se han obtenido por sumas o cocientes previsiblemente también presentarán igual problema. Con todo lo expuesto, se hace imprescindible una primera depuración de las variables al objeto de contrastar las hipótesis.

Recordamos que el primer criterio que se va a seguir como técnica para reducir las diversas formas de especificación de la variable que aproxima la medida de un mismo concepto, dentro de un mecanismo interno, será la estimación del coeficiente de correlación de rangos de Spearman (dado que muchas variables no superan la prueba de normalidad univariante) para contrastar si las diferentes especificaciones presentan una elevada correlación estadísticamente significativa diferente de cero, y en su caso proceder a aplicar una técnica estadística de reducción de la información (Análisis de Componentes Principales). Igualmente, dicho coeficiente se empleará con el fin de conocer las relaciones que guardan, en principio sin establecer un sentido de implicación, los diversos componentes o magnitudes que integran un mismo mecanismo interno con el fin de estimar en qué medida la información suministrada por diversos conceptos resulta redundante en la consideración del mecanismo en su conjunto (hipótesis 1), y con la vista puesta también en el análisis posterior para determinar las relaciones que presentan los diferentes mecanismos internos (hipótesis 2).

---

sociedades a las que no les ha sucedido ese evento, habiendo sido seleccionadas estas últimas en el mismo año, del mismo sector y con un tamaño similar.

Sin embargo, cuando el número elevado de variables no es debido a que se han empleado medidas que podríamos calificar como "multi items" a fin de preservar la más adecuada, sino que su justificación radica en una argumentación basada en la probable importancia explicativa de la variable, bien por razones teóricas o por la evidencia empírica precedente, o no hemos considerado conveniente la eliminación directa de variables a través del coeficiente de correlación de Spearman, procederemos también a reducir la información empleando la técnica del Análisis Factorial de Componentes Principales, aplicando la rotación VARIMAX, para así conseguir interpretar mejor los factores obtenidos, al maximizar esta técnica la distancia entre los pesos de las variables que más influyen en cada factor. En relación con el criterio relativo al número de factores a retener para su empleo en una fase posterior, atenderemos al análisis del porcentaje de variación explicada por el primer factor y sucesivos, considerando razonable un número de factores (a ser posible no más de tres) que permitan explicar un porcentaje de la variabilidad de la nube de puntos en torno al 75%-80%, llevando a cabo la elección de los factores en función del valor propio que presenten, manteniendo por lo general todos los que sean superiores a la unidad, salvo que el incremento en el porcentaje de variabilidad explicada fuese muy reducido.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

1.- Las relaciones en los mecanismos internos de incentivo y control.

1.1.- Los diferentes mecanismos internos de incentivo y control.

Con el fin de poder contrastar la primera de las hipótesis, nos proponemos analizar las interacciones que existan entre las variables que permiten definir cada mecanismo interno de alineación de intereses entre la dirección y la propiedad (tanto referido a incentivo como a control), buscando de que nuestra muestra pueda poner de relieve esta evidencia, si es cierta. La relación encontrada en cada caso entre las variables que definen un mismo mecanismo tendrá que ser objeto de especial explicación. Para ello, previamente analizaremos la información que contienen las variables que forman cada uno de los grupos de los distintos mecanismos para retener las más importantes. Posteriormente, examinaremos la correlación de Spearman que presentan las variables distintivas de cada mecanismo, evidentemente dos a dos.

Los mecanismos internos han sido clasificados en dos amplios grupos según la función que realizan sobre los agentes que gestionan la empresa. Así, diferenciamos mecanismos que básicamente generan un incentivo hacia una actuación correcta (no desviación) de cara a la consecución del objetivo financiero; frente a otros mecanismos de disciplina o control que parecen forzar a la dirección a no separarse de los intereses de los accionistas, bien por la disciplina que implicaría una actuación inadecuada, bien por la supervisión o control permanente que de forma especial realizan determinados partícipes de la red contractual.

1.1.1. Mecanismo de incentivo.

En relación con el mecanismo de incentivo, que presenta la ventaja en cuanto a su tratamiento estadístico de no incluir variables ordinales o nominales, podemos diferenciar de una parte los flujos de efectivo percibidos por el Consejo de Administración y que hacen referencia, tanto a la retribución del Consejo por el mero hecho de la pertenencia a dicho órgano y el valor medio recibido por cada consejero, como a los dividendos percibidos derivados de su participación en la propiedad de la sociedad. Otros mecanismos son el porcentaje de acciones que posee o controla el Consejo, el valor de

mercado de dicha participación o el conjunto de recursos que el Consejo de Administración tiene comprometidos en la sociedad ("su apuesta" por la empresa), que viene determinado por la retribución, los dividendos y su participación en la propiedad a valor de mercado. Además, hemos definido algunas variables que pretenden establecer medidas de la estructura o peso de los diferentes componentes remunerativos.

Como era de esperar, las correlaciones estimadas entre distintas normalizaciones de una misma variable son muy elevadas entre ellas y con la variable original, significativamente diferentes de cero desde un punto de vista estadístico.

Dada la escasez en la diferenciación que para la muestra significa el concepto "patrimonial o de control[483]" relacionado con la participación accionarial del Consejo de Administración, y todas las variables a las que dicho concepto afecta, hemos optado por trabajar siempre con el porcentaje de control (ALFAC), en lugar del patrimonial (aunque su diferencia en nuestros datos como hemos dicho es muy reducida), porque conceptualmente consideramos que el alcance de la influencia del Consejo viene representado mejor en aquellas medidas.

Con relación a las variables que recogen el componente remunerativo por dividendos y el valor de mercado de la participación accionarial, decidimos retener para un análisis posterior las variables originales DIVALC y ALFACVM, respectivamente, y prescindir de todas las normalizaciones. De igual forma hicimos con la retribución básica, quedando representada por la variable REM y por igual motivo RDAC y RDVAC, que representan el conjunto de recursos percibidos (retribución más dividendos) y el montante de los recursos comprometidos en la sociedad (que incorpora el valor de mercado de las acciones). Las variables referidas a la estructura de los componentes de incentivo, por su propia forma de definición, presentaban una correlación elevada negativa y significativa, optando por retener RALFACV, que recoge el porcentaje que supone la retribución (REM) sobre el valor de mercado de las acciones controladas por el Consejo (ALFACVM).

Por otra parte, se analizó si emplear las variables que habían sido definidas en términos medios, es decir, por miembro del Consejo de Administración (aquellas cuyo nombre comienza por "M") aportaban mayor información o claridad al estudio y, al no ser así, decidimos prescindir de ellas.

Por tanto, el mecanismo de incentivo a partir de ahora queda descrito tan sólo por las siete variables siguientes: ALFAC, DIVALC, ALFACVM, RDAC, RDVAC, RALFACV y REM, es decir, una variable representativa de cada uno de las siete agrupaciones establecidas en el Modelo y que son las que mantendremos para análisis posteriores y para las que calculemos la matriz de correlaciones de Spearman (**Tabla 7.1**), no procediendo a aplicar el análisis factorial dadas las bajas correlaciones entre algunas variables, unido al hecho de querer, por su contenido, preservarlas todas.

---

[483] La diferencia entre ambos obedece al porcentaje de acciones poseído por los miembros del Consejo de Administración de forma directa, o al porcentaje controlado teniendo en cuenta su participación en otras sociedades interpuestas.

Tabla 7.1 Correlaciones entre las variables retenidas del Mecanismo de Incentivo[484]

	REM	ALFAC	DIVALC	ALFACVM	RDAC	RDVAC
ALFAC	-.2697					
DIVALC	-.0201	.5782**				
ALFACVM	-.0609	.8235**	.7317**			
RDAC	.6216**	.2080	.6064**	.4681**		
RDVAC	.0655	.7761**	.7319**	.9749**	.5860**	
RALFACV	.5221**	-.7635**	-.5774**	-.7954**	-.0641	-.7011**

Tabla 7.2 Correlaciones entre la variable precio de la acción y las variables del Mecanismo de Incentivo

	DIVALC	ALFAC	REM	ALFACVM	RDAC	RDVAC	RALFACV
PRECIO	.2361	-.2972*	.5068**	.2336	.5713**	.3234*	.0886

De la interrelación entre los diferentes medios de incentivo podemos señalar como resultados más relevantes con relación a la retribución (REM) que presenta una correlación negativa casi nula con ALFACVAM, DIVALC y RDVAC, en tanto que negativa, igualmente no significativa, con ALFAC; frente a una correlación positiva y significativa con las otras variables que incorporan en su definición la retribución (RDAC 0'62 y RDVAC 0'52), como era de esperar por su propia forma de definición.

El montante de la retribución directa del Consejo (REM) no presenta vinculación alguna significativa con su percepción de renta por medio de dividendos (DIVALC) ni con el valor de mercado de su cartera de acciones (ALFACVM). Estos dos hechos pueden ser interpretados en el siguiente sentido: cabría esperar que el Consejo se fijase una mayor retribución (correlación negativa) cuanto menos percibiera de forma indirecta vía dividendos (y viceversa); y siguiendo el mismo razonamiento, podríamos haber esperado que cuanto mayor fuera su compromiso de recursos en términos de valor de mercado de las acciones mayor retribución exigieran (correlación positiva), más aún a la vista de que no estaban procediendo a establecer unas políticas de mayor reparto de dividendos que de alguna manera pudieran actuar de compensación. La correlación negativa no significativa de -0'27 entre el valor de alfa y la retribución básica[485], a la vista de los comentarios anteriores, aún carece de menos sentido, pues sería de esperar que cuanto mayor fuese su participación en la sociedad mayor discrecionalidad tendrían para fijarse sueldos elevados, más aun cuando no recurren a otros medios de compensación (dividendos), pero no sucede así. Todas las relaciones comentadas de la variable REM apuntan serias dudas acerca de que el Consejo de Administración se esté aprovechando de su situación para establecerse una mayor retribución o una política de reparto de dividendos más generosa, aún cuanto mayor sea su participación en la propiedad, lo que ha de ser objeto de interpretación en el sentido de que parece que no se vislumbra un comportamiento oportunista por parte del Consejo en cuanto a su retribución básica (REM), beneficiándose de la posición que ocupa en perjuicio del accionariado.

De igual forma, la correlación casi nula entre la variable que incluye como sumandos a los tres componentes de la "apuesta" del Consejo de Administración en la empresa (RDVAC) con REM pone

[484] Los asteríscos representan que el coeficiente es estadísticamente significativo distinto de cero al nivel del 5% (*) o del 1% (**).

[485] Esta correlación negativa es mucho mayor que la que mantiene con el valor de mercado de alfa (ALFACVM) que es de -0'06, lo que dada la relación entre ambas variables a través del precio de la acción y del número de acciones de la sociedad, nos llevó a indagar en la relación entre precio y retribución, que presentaba un coeficiente positivo estadísticamente significativo al 99% (0'51), así como entre alfa y precio, donde se encontró la relación negativa que cabía esperar, con un coeficiente de correlación de -0'30 significativo al 95%. La matriz de correlaciones del precio de la acción con las variables retenidas del mecanismo de incentivo aparece anteriormente como **Tabla 7.2**.

de manifiesto que el peso que desempeña la retribución es mínimo en comparación con los otros dos componentes, o que los otros dos componentes se relacionan de forma negativa y significativa[486] con REM, pues si no sería de esperar una correlación positiva en lugar de un coeficiente prácticamente nulo. Esto refuerza el hecho de la poca importancia que, en principio, tiene la retribución para el Consejo de Administración en comparación con el dividendo y el valor de mercado de las acciones. Sin embargo, cuando observamos que la correlación entre REM y RDAC es positiva y altamente significativa, ello no nos debe llevar a pensar en el influjo del dividendo dentro de RDAC sino que el signo se debe a que la retribución aparece como sumando y su importancia en este sentido es mucho mayor que la del dividendo, pues si no la correlación sería mucho menor y carecería de significatividad estadística, dada la correlación prácticamente nula entre DIV y REM.

Por último, la elevada correlación positiva significativa de la retribución con RALFACV, variable de estructura de la remuneración, debe ser interpretada en el sentido de que al no presentar relación REM y ALFACVM, el hecho de que la retribución aparezca en el numerador es lo que lleva a que esta variable presente dicho signo y significatividad. Enlazando con lo anterior, la elevada correlación negativa significativa de ALFACVM y RALFACV respondería a la misma razón, dado que en este caso RALFACV aparece en el denominador.

En cuanto a la relación entre la propiedad de acciones que controla el Consejo y el resto de variables, ALFAC presenta correlaciones positivas con DIVALC, ALFACVM y RDVAC, en tanto que correlación negativa con RALFACV, todas ellas altamente significativas desde el punto de vista estadístico, y positiva pero no significativa con RDAC.

La correlación positiva significativa entre ALFAC y DIVALC (0’58) parece lógica, dado que se traduce en que el montante de dividendos que percibe el Consejo depende de la participación accionarial, si bien podría suceder que se estableciesen políticas de reparto de dividendos muy restrictivas, en cuyo caso sería de esperar una correlación nula, pero dado su valor en torno a 0’6 viene a reflejar que la política de distribución de dividendos no viene completamente determinada por la participación del Consejo en la propiedad. Valores mucho más elevados de este coeficiente de correlación podrían haber sido interpretados en el sentido de que el Consejo manipula el reparto de dividendos en función de su participación en la propiedad.

La elevada correlación positiva significativa entre el porcentaje de acciones (ALFAC) y su valor de mercado (ALFACVM) que alcanza 0’82 parece lógica, dada la relación que por definición guardan ambas magnitudes, no resultando más elevada por la correlación negativa (-0’3) estadísticamente significativa al 95% entre alfa y el precio. Esta relación es consecuente, pues a mayor precio de la acción es de esperar una menor participación porcentual (que no en términos de valor) en el capital de la sociedad, pues de hecho la correlación del precio de la acción con ALFACVM fue de 0’23, no significativa. Por tanto podemos interpretar esa correlación de 0’82 como un intento por parte del Consejo de maximizar el valor de mercado de las acciones cuanto mayor es su participación, lo cual puede ser un reflejo de que no se desvían mucho del objetivo financiero. De hecho, si el precio en términos absolutos no influyera en la participación accionarial, la correlación que deberíamos encontrar quizás fuera más próxima a la unidad (dependiendo también del efecto del número de acciones total de la empresa).

La relación entre la participación accionarial (ALFAC) y la remuneración total (retribución más dividendos, RDAC) presenta una correlación positiva no significativa (0’21) que es fácil de

[486] Cual es nuestro caso, pero con coeficientes no significativos y muy próximos a cero, con lo que este efecto se desprecia.

comprender si lo ponemos en perspectiva con los comentarios anteriores, consecuencia de su relación positiva con los dividendos en tanto que negativa con la remuneración. La correlación elevada positiva y significativa (0'78) de ALFAC con RDVAC no podía ser de otra forma, salvo que la relación negativa entre ALFAC y REM compensara las relaciones positivas de ALFAC con DIVALC y ALFACVM, pero esto no ocurre, lo que de nuevo viene a poner de manifiesto la escasa importancia de REM y el peso de ALFAC. De igual forma, la fuerte correlación negativa significativa (-0'76) con RALFACV procede simplemente de la forma de definición de la variable, y de nuevo nos vuelve a mostrar que la retribución carece de peso importante en la relación; si bien, debiera ser -1 si la retribución no tuviera ninguna influencia. Los dividendos correspondientes a la cartera del Consejo (DIVALC) presentan correlación positiva elevada con ALFACVM, RDAC y RDVAC, y negativa con RALFACV, en todos los casos altamente significativa.

De nuevo vuelve a ponerse de manifiesto la relación positiva muy significativa (0'73) entre DIVALC y ALFACVM, que ya podíamos esperar de la relación también positiva y significativa entre DIVALC y ALFAC (0'58), pero en principio resulta sorprendente el aumento en un 15% del coeficiente de correlación cuando lo estimamos entre dividendos y participación accionarial a valor de mercado[487], luego parece que el Consejo exige más retribución por dividendos cuanto mayor es el volumen de recursos inmovilizados en la empresa, lo cual también dota de sentido al aumento en el coeficiente de correlación. Cuando examinamos la correlación que presenta DIVALC con la remuneración total tanto por retribución como por dividendos (RDAC), que toma el valor 0'61, no es más elevada por la nula correlación que existe entre la retribución y la percepción de dividendos, pues si no, al ir como sumandos y supuestos efectos positivos, debería ser mucho más próxima a la unidad; por contra se ve como se eleva hasta 0'73 cuando consideramos todos los conceptos de los capitales que arriesga el Consejo (RDVAC), pues aunque permanece un factor que aporta poco o nada (en principio la retribución), ya se incluyen dos sumandos con correlaciones positivas y muy elevadas que se refuerzan. La correlación negativa significativa de DIVALC con RALFACV (-0'57) no es de extrañar dada la correlación positiva significativa entre DIVALC y ALFACV así como la escasa influencia de REM.

Cuando interpretamos el valor de mercado de las acciones (ALFACVM) vemos que presenta correlaciones positivas, altamente significativas, con RDAC y RDVAC, en tanto que negativa con RALFACV. La correlación entre ALFACVM y RDAC (0'47) es inferior a la de DIVALC y RDAC (0'61), al ser la correlación entre DIVALC y ALFACVM tan sólo de 0'73. De nuevo esta relación, como siempre, hay que interpretarla por la parte de los dividendos y no de la retribución. Es digno de destacar, por los comentarios realizados en párrafos anteriores, que la correlación entre ALFACVM y el montante total de dinero "invertido" por el Consejo (RDVAC) es 0'97, valor muy próximo a la unidad, lo que nos viene a confirmar que el mayor peso del componente "apuesta" total en la empresa por parte del Consejo se debe a su participación en el accionariado a valores de mercado, más que a la retribución por su pertenencia al Consejo o a los dividendos que les corresponden como poseedores de dicha participación. Ello es de verdadera importancia, puesto que comunican al mercado su preocupación por el valor de las acciones (al ser el precio la variable que más puede dañar su cartera), haciendo que el mayor peso de sus recursos ligados a la empresa provengan precisamente de su participación en el accionariado a valor de mercado. La correlación de RALFACV con ALFACVM es muy negativa, alcanzando -0'8 (significativa), suponiendo que no toma un valor mayor, en las

[487] De nuevo procedemos a examinar el papel que desempeña el precio en esta relación y encontramos que su correlación con DIVALC es 0'24, estadísticamente no significativa.

proximidades de -1, como consecuencia de la atenuación por la correlación negativa no significativa entre REM y ALFACVM.

El componente remunerativo total (RDAC) está correlacionado positiva y significativamente con la apuesta total del Consejo en la empresa (RDVAC), sin embargo con un valor de 0'59, mucho menor que cuando se considera aisladamente el valor de mercado de las acciones (0'97) o de los dividendos (0'73), ambos también significativos, lo cual resta influencia al valor de mercado de los títulos. La remuneración total presenta prácticamente correlación nula con la estructura de la remuneración, RALFACV, dado el escaso peso que suponen la remuneración y los dividendos frente al valor de mercado de las acciones.

Por último, el conjunto de recursos que "invierte" el Consejo en la empresa (RDVAC) se encuentra correlacionado negativa y significativamente (-0'70) con la variable de estructura de remuneración, como consecuencia de incluir ambas medidas la variable ALFACV.

El hecho de que RDAC y ALFAC no presenten correlación significativa, cuando la primera incluye a los dividendos (DIVALC) correspondiente a la segunda como sumando de la retribución (REM), refuerza el argumento de la total independencia del componente remunerativo salarial y de ahí también la correlación prácticamente nula entre las variables RALFACV y RDAC.

1.1.2. Estructura de propiedad.

En primer lugar es de reseñar que entre las aproximaciones de la estructura de propiedad nos encontramos con variables nominales, ordinales y de rango o continuas, lo cual permite justificar más, si cabe, el empleo del coeficiente de correlación de rangos de Spearman.

Dentro de este amplio bloque introducimos el nivel de concentración de la propiedad para el mayor, los dos mayores y los cinco mayores accionistas, de forma absoluta (variables C-)[488] y su transformación ordinal (variables C-PROP), la presencia en la sociedad de un accionista con control mayoritario o el control mayoritario por parte de grandes accionistas (variables DOMINC-) y las variables nominales resultantes de la descomposición de la presencia de grandes accionistas (GRAC-). Este grupo también incorpora el hecho de que entre los cinco mayores accionistas exista alguno de los que podemos calificar que realiza funciones de especial supervisión[489], tanto medido por su propio carácter, de forma numérica dentro de los cinco mayores accionistas (NSUPEC5), y de forma nominal (SUPEC5-).

A continuación se realizan una serie de comentarios relativos a la matriz de correlación de todas las variables de este grupo que hemos procedido a omitir intencionadamente porque los comentarios nos parecen suficientemente reveladores de la estructura que subyace en los datos.

---

[488] La representación de algunas variables introduciendo un guión "-" significa que el mismo puede ser sustituido por un número, que dependiendo de la variable en cuestión, puede tomar diferentes valores. Para ello consultar el **Anexo II** con la definición de todas las variables.

[489] Estas entidades a las que se les atribuye el papel de especiales supervisores son la presencia de una empresa extranjera (EMPEXT), entidad financiera (ENTFIN), entidad pública (ENTPUB), inversor institucional (INVINS) o sociedad anónima no financiera (SANOFI). No cabe duda que la función que puede desempeñar la presencia de estas entidades es muy dispar, yendo desde la participación pública por ser un sector estratégico para la nación, hasta la de otra sociedad que mantenga relaciones comerciales con la empresa, pasando por la participación de entidades extranjeras que toman posiciones en empresas españolas (algo cada día más común), la participación de entidades financieras por sus carteras de inversiones industriales o el papel de un inversor institucional (fundación, entidad no lucrativa, u otras.). Las motivaciones son pues muy diversas y la escasez de datos nos obligará a trabajar de forma agregada con la variable del número de inversores "supervisores".

Como cabría esperar, las correlaciones entre las diversas medidas del porcentaje de concentración de la propiedad son elevadas positivas y muy significativamente diferentes de cero, con independencia de su forma de medida (C- o C-PROP), al igual que ocurre con las medidas de control mayoritario (DOMINC-).

Las variables que miden en escala nominal el porcentaje de propiedad de los mayores accionistas (GRA-C-) presentan siempre entre sí elevadas correlaciones positivas significativas, como era de esperar, con la excepción de GRAC40C1, que presenta algunas no significativas. Igualmente, las correlaciones de estas variables con las dos formas de medir la concentración de la propiedad son elevadas positivas y de nuevo estadísticamente significativas, por lo que no tiene sentido considerarlas conjuntamente: el grado de concentración y la presencia de propietarios de grandes participaciones accionariales constituye una información que resulta redundante.

Del examen de la presencia de supervisores en el Consejo, tan sólo se manifiesta una correlación positiva significativa (0'38) entre entidad pública y entidad institucional[490], si bien, ha de tomarse con cierta cautela dada la parquedaz del número de veces que acontecen los sucesos.

La presencia de una entidad financiera presenta correlación positiva significativa con C2 y C5 (0'28 y 0'37), lo que cabe interpretar como que toman posiciones de presencia significativa en el accionariado de mayor peso, lo cual no revela nada nuevo dada la estructura de gobierno empresarial de muchas de las grandes empresas industriales españolas, en tanto que la de una empresa extranjera se correlaciona positivamente con DOMINC5 (0'68), es decir, que los datos muestran el hecho, por otra parte conocido, de la participación cada vez mayor del capital extranjero en la empresa industrial española, y que en el caso de estar presente una empresa extranjera en el control, el ejercicio del mismo es mayoritario por parte de los cinco mayores accionistas, lo cual no se pone de relieve para el caso de las entidades financieras.

El número total de supervisores entre los cinco mayores accionistas (NSUPEC5) está correlacionado positiva y significativamente con el porcentaje de acciones poseído por los cinco primeros accionistas cualquiera que sea la forma de medida (DOMINC5, C5, C5PROP) (0'37, 0'35 y 0'38), lo que demuestra el papel especial que desempeñan los accionistas que hemos calificado de una forma genérica como "supervisores" en la estructura de propiedad empresarial, más aún cuando el número de estos es de dos (SUPEC52), pues entonces las correlaciones siguen siendo positivas y significativas (0'29, 0'33 y 0'31). Por su parte, igual patrón presenta SUPEC51 con C5PROP (0'30).

Por el momento retenemos para análisis posteriores las siguientes variables: C1, C2, C5, DOMINC1, DOMINC5 y NSUPEC5 (dada la escasez de datos para la desagregación de los "supervisores". A continuación examinaremos brevemente la matriz de correlaciones entre estas variables que viene recogida en la **Tabla 7.3**.

Tabla 7.3 Correlaciones entre las variables retenidas de Estructura de Propiedad

C2	.9484**				
C5	.7408**	.8668**			
DOMINC1	.8286**	.7845**	.5581**		
DOMINC5	.6093**	.6859**	.8167**	.5236**	
NSUPEC5	.0088	.1362	.3501*	-.0495	.3663*
	C1	C2	C5	DOMINC1	DOMINC5

[490] Aún cuando no todas las sociedades los codificadas como inversores institucionales son entidades públicas, sí que hemos codificado como tal la presencia de una entidad pública, lo que ha de tenerse en cuenta a la hora de interpretar este dato, pues en este caso las variables dicotómicas no eran mutuamente excluyentes.

Centrándonos en su análisis podemos comprobar que la mayoría de las variables están correlacionadas positiva y significativamente, presentando el mayor número de excepciones a esta regla la variable que refleja el número de supervisores en C5 (NSUPEC5), que no muestra correlación con C1, C2 y DOMINC1.

Resulta obvia la alta correlación entre las variables C- entre sí, así como las variables DOMINC-, y entre ambos grupos, por lo que no realizaremos ningún comentario. Sólo nos detendremos en NSUPEC5, variable resumen de la "supervisión" que otorgamos a determinados inversores. Comprobamos que no presenta correlación positiva significativa hasta que alcanzamos el grupo de los cinco mayores accionistas (C5) con 0'35 o del hecho de que estos superen la barrera de control (propiedad superior al 50%, DOMINC5) con 0,37, de lo que cabe concluir una aproximación a que cuanto mayor concentración menor necesidad de la presencia de los supervisores.

Por otra parte, si dada la elevada correlación aplicamos la técnica de análisis factorial nos encontramos con los resultados que se recogen en la **Tabla 7.4**.

Tabla 7.4 Análisis Factorial en Componentes Principales de la Estructura de Propiedad

Determinante de la matriz de correlación = 0'0005133
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'70410
Contraste de esfericidad de Bartlett = 334'54431 (0'00000)

Variable	Comunalidad	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
C1	0.94497	1	3.98718	66.5	66.5
C2	0.93974	2	1.24811	20.8	87.3
C5	0.88483				
DOMINC1	0.81405				
DOMINC5	0.77334				
NSUPEC5	0.87836				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	FACTOR 1	FACTOR 2
C1	.97200	-.01352
C2	.94808	.20220
DOMINC1	.89252	-.13214
C5	.79694	.49971
DOMINC5	.67958	.55813
NSUPEC5	-.05783	.93542

Los dos factores, que llegan a explicar casi el 88% de la variabliliad, están claramente diferenciados. De una parte los que representan a la propiedad en sentido estricto y, de otra, y con pertenencia exclusiva, la participación de los supervisores entre los mayores accionistas.

1.1.3. Estructura del endeudamiento.

Este conjunto de variables lo hemos dividido en dos subgrupos, de una parte lo que serían propiamente medidas del grado o nivel de apalancamiento financiero (composición del pasivo empresarial diferenciando entre fondos propios y fondos ajenos a largo plazo), y de otra las medidas de la composición del endeudamiento (atendiendo a cómo es su estructura en términos de los pesos relativos de la deuda comercial, bancaria, del grupo, por obligaciones, así como el plazo al que va ligada).

Apalancamiento financiero

Dada la elevada correlación positiva significativa del conjunto de variables que integran este grupo (y en sentido opuesto para la ratio de fondos propios sobre activos totales) no presentamos la matriz de correlaciones y pasamos a aplicar la técnica de reducción de datos de Análisis Factorial de Componentes Principales, cuyos resultados se muestran en la **Tabla 7.5**.

Los dos primeros factores (con valores propios superiores a la unidad) explicaban el 85'7% de la variabilidad de la nube de puntos, en tanto que el tercer factor presentaba un valor propio inferior a la unidad y tan sólo aportaba un 9%. A fin de interpretar con mayor facilidad los mismos decidimos retener para análisis posteriores los dos primeros factores y proceder a su interpretación una vez realizada la rotación VARIMAX.

Del análisis del peso de cada variable en cada uno de los dos factores cabe concluir con facilidad que el primero de ellos representa el grado de apalancamiento total (FAPALT), en tanto que el segundo hace referencia al apalancamiento a largo plazo (FAPALL). Las variables con mayor peso positivo en el primero de los factores son DTAT, DTDTVA, DTFP, DTPRAT, DTVMA y, con peso negativo, FPAT; en tanto que las variables con mayor peso positivo en el segundo son DLDLVA, DLPAT, DLPFP y DLPPAT.

Tabla 7.5 Análisis Factorial en Componentes Principales del Apalancamiento Financiero

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000000
La matriz de correlación no puede ser invertida[491]

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	%de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
DLDLVA	.82443	*	1	6.64199	66.4	66.4
DLPAT	.96750	*	2	1.92897	19.3	85.7
DLPFP	.87149	*				
DLPPAT	.95266	*				
DTAT	.92584	*				
DTDTVA	.75354	*				
DTFP	.81918	*				
DTPRAT	.91854	*				
DTVMA	.61922	*				
FPAT	.91854	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2
DTAT	.92236	.27402
DTPRAT	.91809	.27506
FPAT	-.91809	-.27506
DTFP	.88442	.19232
DTDTVA	.80809	.31707
DTVMA	.77461	.13855
DLPPAT	.11918	.96874
DLPAT	.20225	.96260
DLPFP	.34210	.86859
DLDLVA	.46053	.78252

Composición del endeudamiento

Al igual que en el grupo anterior, y aún cuando no todas las variables presentaban una correlación significativamente diferente de cero (lo que no es mostrado en el texto), optamos también por reducir la información con el análisis factorial que se recoge posteriormente.

[491] Cuando el determinante de la matriz de correlación es cero, supone que hay una redundancia en exceso entre las

No obstante, dado que muchas variables no presentan correlación significativamente diferente de cero, desde un punto de vista estadístico, quizás hubiera previamente que dividir el grupo de la composición del endeudamiento, dando lugar a un tercer grupo de variables de estructura del endeudamiento, al atender a otra dimensión del mismo. Sin embargo, puede que simplemente no sean significativas dado que pocas entidades de la muestra utilizan esa forma de endeudamiento.

También podríamos proceder a subdividir el conjunto de variables de composición del endeudamiento a su vez en otros dos de acuerdo con la diferenciación: corto plazo frente a largo plazo y corto plazo frente a endeudamiento total.

Cuando se intentó reducir la información de todo el grupo mediante la técnica de Análisis Factorial de Componentes Principales, dada la escasa o nula correlación entre muchas variables, hizo que fuesen necesarios cinco factores (todos con valores propios superiores a la unidad) para explicar aproximadamente el 87% de la variabilidad, según se recoge en la **Tabla 7.6**.

Tabla 7.6 Análisis Factorial en Componentes Principales de la Composición del Endeudamiento
Determinante de la matriz de correlaciones = 0'0000000
La matriz de correlaciones no puede ser invertida

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% e Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
BCDC	.77538	*	1	6.18948	38.7	38.7
BLDL	.89118	*	2	3.07890	19.2	57.9
BTDT	.90739	*	3	1.96956	12.3	70.2
CCDC	.89518	*	4	1.51974	9.5	79.7
CCDT	.89236	*	5	1.09879	6.9	86.6
CGCDC	.91366	*				
CGCDT	.91182	*				
OBCDC	.82490	*				
OBGCDC	.78903	*				
OBGLDL	.51784	*				
OBGTDT	.91263	*				
OBLDL	.83840	*				
OBTDT	.91500	*				
OCDC	.98352	*				
OLDL	.91815	*				
OTDT	.97004	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5
CGCDC	.94330	-.08263	.00665	-.12407	-.03971
CCDC	.93508	-.07033	-.02409	-.12252	-.01641
CGCDT	.93369	-.15781	.10222	-.03758	-.05734
CCDT	.92731	-.15262	.08037	-.03660	-.03696
OBLDL	.05757	.89083	-.06407	-.18877	-.04201
BLDL	.07952	.86495	-.07092	-.20162	-.30171
BTDT	-.41755	.83128	-.18327	-.08740	.02819
OBTDT	-.45515	.77730	-.18000	.23888	.11908
BCDC	-.52466	.65322	-.06803	.02195	.26135
OBCDC	-.54001	.58898	-.08376	.37379	.19917
OBGTDT	.12663	-.13245	.93747	.00703	-.01226
OBGCDC	.04363	.03645	.87955	-.00170	-.11042
OBGLDL	-.02632	-.25653	.63718	-.07199	.20039
OCDC	-.10827	-.09438	-.05181	.97013	-.13803
OTDT	-.13326	-.10547	-.00157	.93374	.26323
OLDL	-.08763	-.02606	.03360	.07222	.95050

variables, con lo cuál queda aún más justificado la aplicación del Análisis Factorial.

Una vez que se procedió a examinar por separado los dos subgrupos constituidos en función del plazo, encontramos que para el grupo que recogía las variables de endeudamiento a corto plazo y endeudamiento a largo plazo las correlaciones (**Tabla 7.7**) en la gran mayoría de los casos no eran significativas, de ahí que para este subconjunto, una vez que se realizaba el análisis factorial (**Tabla 7.8**), seguía siendo necesario retener cuatro factores con valores propios superiores a la unidad para explicar un porcentaje aproximado del 80% de la variabilidad.

Tabla 7.7 Correlaciones entre las variables de Composición del Endeudamiento (corto frente a largo plazo)

BLDL	.2663								
CCDC	-.4919**	.0493							
CGCDC	-.5468**	.0347	.9390**						
OBCDC	.9304**	.1924	-.5781**	-.6246**					
OBGCDC	.0153	-.1028	-.0198	-.0065	-.0037				
OBGLDL	-.1147	-.3552*	-.0282	-.0179	-.1139	.2115			
OBLDL	.2806	.9643**	.0141	-.0040	.2064	-.1238	-.3392*		
OCDC	.2611	-.2222	-.4551**	-.4605**	.4538**	-.0928	.0281	-.1754	
OLDL	.1086	-.2846	-.0520	-.0475	.0929	-.0506	.1255	-.0829	.3471*
	BCDC	BLDL	CCDC	CGCDC	OBCDC	OBGCDC	OBGLDL	OBLDL	OCDC

Tabla 7.8 Análisis Factorial en Componentes Principales de la Composición del Endeudamiento (corto vs. largo plazo)

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000000
La matriz de correlación no puede ser invertida

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
BCDC	.83777	*	1	3.41021	34.1	34.1
BLDL	.94737	*	2	2.20331	22.0	56.1
CCDC	.82633	*	3	1.28449	12.8	69.0
CGCDC	.85247	*	4	1.05876	10.6	79.6
OBCDC	.84346	*				
OBGCDC	.73144	*				
OBGLDL	.60519	*				
OBLDL	.89850	*				
OCDC	.60018	*				
OLDL	.81406	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4
CGCDC	-.91703	.09205	-.05472	-.00777
CCDC	-.90078	.08417	-.08806	.00911
OBCDC	.86823	.20894	-.21353	.01981
BCDC	.78427	.39779	-.14973	.20503
BLDL	.07390	.94396	-.08623	-.20834
OBLDL	.13294	.93319	-.09519	.03046
OBGCDC	.03001	.07442	.84159	-.12936
OBGLDL	-.10463	-.23165	.70500	.20869
OLDL	.19687	-.16514	-.01975	.86466
OCDC	.32960	-.46916	-.19428	-.48342

Sin embargo, cuando se trabajó con el subgrupo de variables de deuda a corto plazo y deuda total, la matriz de correlaciones (**Tabla 7.9**) presentaba un mayor número de coeficientes significativamente diferentes de cero, por lo que proseguimos con el análisis factorial (**Tabla 7.10**) donde ya los tres

primeros factores alcanzaban a explicar un porcentaje del 80'2%, con valores propios superiores a la unidad (que se hubiera elevado al 91'8% de incluir el cuarto vector con valor propio mayor que 1).

Tabla 7.9 Correlaciones entre las variables de Composición del Endeudamiento (corto plazo frente a total)

	BCDC	CCDC	CGCDC	OBCDC	OBGCDC	OCDC	BTDT	CCDT	CGCDT	OBGTDT	OBTDT
CCDC	-.4919**										
CGCDC	-.5468**	.9390**									
OBCDC	.9304**	-.5781**	-.6246**								
OBGCDC	.0153	-.0198	-.0065	-.0037							
OCDC	.2611	-.4551**	-.4605**	.4538**	-.0928						
BTDT	.7684**	-.3212*	-.3837**	.6877**	-.0993	.0984					
CCDT	-.4251**	.8575**	.8098**	-.4712**	.0344	-.3684**	-.5044**				
CGCDT	-.4658**	.8095**	.8630**	-.5084**	.0613	-.3751**	-.5576**	.9550**			
OBGTDT	-.1552	.1123	.1572	-.1427	.7908**	-.1302	-.2699	.1155	.1539		
OBTDT	.7403**	-.4443**	-.4990**	.7947**	-.1130	.3451*	.9138**	-.5869**	-.6354**	-.2458	
OTDT	.1726	-.3594*	-.3609*	.3517*	-.0540	.8770**	.0136	-.2896*	-.2956*	-.0487	.2765

Tabla 7.10 Análisis Factorial en Componentes Principales de la Composición del Endeudamiento (corto plazo frente a total)

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000000
La matriz de correlación no puede ser invertida

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
BCDC	.87999	*	1	5.79591	48.3	48.3
CCDC	.92890	*	2	2.03564	17.0	65.3
CGCDC	.92615	*	3	1.78746	14.9	80.2
OBCDC	.90846	*	4	1.40065	11.7	91.8
OBGCDC	.90935	*				
OCDC	.95151	*				
BTDT	.92043	*				
CCDT	.91062	*				
CGCDT	.91832	*				
OBGTDT	.89048	*				
OBTDT	.92136	*				
OTDT	.95408	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 5 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4
CCDC	.92954	-.21195	-.13486	-.04187
CGCDC	.91786	-.25751	-.13114	-.01299
CCDT	.89375	-.31781	-.04904	.09176
CGCDT	.88346	-.35129	-.04612	.11082
BTDT	-.23012	.90334	-.17779	-.14091
OBTDT	-.26973	.89906	.14956	-.13394
BCDC	-.32326	.87754	-.06301	.03817
OBCDC	-.34034	.84335	.28427	.02422
OCDC	-.09025	.01801	.97050	-.03434
OTDT	-.13364	.04720	.96637	.01146
OBGCDC	-.00030	-.01194	-.03496	.95288
OBGTDT	.07272	-.11574	.01441	.93359

Dada la diferencia entre ambos grupos, redefinimos el conjunto "composición del endeudamiento" para recoger tan sólo la "estructura del endeudamiento a corto plazo frente al endeudamiento total", prescindiendo de las variables definidas con la deuda a largo plazo como divisor.

Los tres factores obtenidos del subconjunto de variables de deuda a corto plazo frente a deuda total, de acuerdo con las puntuaciones de cada variable en los mismos, podrían interpretarse del siguiente modo. El primer factor, como una importancia sustancial de los acreedores comerciales y de las empresas del grupo a corto plazo sobre la deuda total a corto plazo, y sobre la deuda total (CCDC, CGCDC, CCDT y CGCDT), factor que vendrá a representar el peso de la financiación comercial a corto plazo (FFCCP). El segundo factor, con un peso importante de la financiación bancaria y por obligaciones a corto plazo sobre la deuda total a corto plazo, así como de la deuda bancaria total y de la deuda bancaria y por obligaciones total sobre la deuda total (BCDC, OBCDC, BTDT y OBTDT), factor que vendrá a representar la financiación remunerada a corto plazo y la financiación remunerada total (FFREMCT). El tercer factor indicaba un fuerte peso del endeudamiento mediante obligaciones tanto a corto plazo sobre el total de deuda a corto como obligaciones totales sobre deuda total (OCDC y OTDT), factor que representa la financiación por obligaciones a corto y total (FFOCT).

BIBLIOTECA VIRTUAL

1.1.4. Estructura de gobierno.

Con una definición de las variables en muchos casos asimilable a las del grupo de Estructura de Propiedad, sólo que restringidas al ámbito del Consejo de Administración, incorporamos la propiedad del mayor consejero (CA1, su transformada ordinal CA1PROC y sus transformadas dicotómicas GRAC-CA), la existencia de control mayoritario por parte del Consejo de Administración (CONTMCA), el hecho de que pertenecieran al consejo accionistas de los que calificamos como ejecutores de especiales funciones de supervisión (tanto medido por su carácter, en su presencia numérica global en el consejo, NSUPECA, como de forma nominal, SUPECA-); el número de consejeros entre los mayores accionistas (NCONSC-), el número de miembros que forman el consejo (TAMCA) y la ocurrencia de ceses en un año anterior a la OPA (O) o en el año natural anterior a la ocurrencia de la OPA (T) (en medida nominal, CESE1-[492], en el número veces que ocurre, CCESE1- y ponderado por el tamaño del Consejo, MCESE1-).

En primer lugar, al igual que con las variables de estructura de propiedad, procedimos a calcular la matriz de correlaciones completa, que hemos preferido no recoger en el texto aunque sí comentar algunos de sus resultados.

Como cabría esperar, las correlaciones entre las diversas medidas del porcentaje de acciones poseído por el mayor consejero (CA1 y CA1PROC) son elevadas, positivas y muy significativas, al igual que ocurre con las medidas nominales (GRAC-CA), y entre estas últimas y el hecho de que el consejero con mayor participación ostente el control mayoritario (DOMINCA) y con la medida ordinal del porcentaje controlado por el conjunto del consejo (PROPCCA) o la posesión de la mayoría (CONTMCA).

Igualmente ocurre con las correlaciones entre las diversas medidas de ocurrencias de ceses en el consejo de administración en el año natural anterior a la OPA (T) y en un año a contar desde la ocurrencia de la misma (O).

---

[492] En este caso el símbolo "-" hace referencia a O o a T.

En cuanto a las entidades supervisoras, la presencia de una entidad financiera se relaciona positiva y significativamente con la presencia de entidad pública (0'43) o de inversor institucional (0'43), esto es, que la participación aislada de un único supervisor dentro del consejo no es el caso más común. También es significativa la correlación entre la presencia de una sociedad anónima no financiera y de una empresa extranjera (0'5)[493] en el Consejo, lo que vuelve a poner de manifiesto el importante papel de la inversión extranjera en el control empresarial de las sociedades españolas; y perfecta y significativa entre entidad pública e inversor institucional (debido a la forma de codificación).

El porcentaje de acciones del mayor consejero (CA1) se relaciona positivamente de forma significativa con la presencia de una empresa extranjera (0'32), una entidad financiera (0'36) o una sociedad no financiera (0'30), por tanto, algunos de los que hemos calificado como especiales supervisores parece que también son los que mantienen la mayor participación en el Consejo, y además son aquellos que pueden tener ese interés por relaciones comerciales o de control. La medida ordinal del porcentaje de acciones que controla el Consejo (PROPCCA) se relaciona igualmente de forma positiva y significativa (0'47) con la presencia de una entidad financiera en el mismo, lo que cabe ser interpretado en términos de que concentrar su participación accionarial en una entidad no es un desaliento a que participe en la misma una entidad financiera, sino al contrario, las entidades financieras suelen tener una elevada participación, posiblemente porque sean sociedades que formen parte de su cartera de inversión industrial.

Por el contrario, no existe correlación alguna significativa diferente de cero entre la presencia de un consejero con participación dominante (DOMINCA) y de los supervisores, puede que simplemente debido a que ante un control mayoritario se hace innecesaria la presencia de supervisores para vigilar la actuación del consejo. Por contra, existe relación positiva significativa entre la variable que mide el control mayoritario por el conjunto del consejo (CONTMCA) y la presencia de entidad financiera (0'44), pública (0'35) o inversor institucional (0'35) lo que puede reforzar el comentario anterior, en el sentido de que cuando se necesita una coalición de intereses para tener mayoría en el capital sí que se hace necesaria la presencia de entidades supervisoras, o también que las entidades supervisoras no tienen intención de mantener un dominio total de la marcha de la empresa sino de mantener una posición suficientemente relevante que le permita ejercer el control.

Tampoco se manifiesta correlación alguna significativa entre la ocurrencia de ceses y el tamaño del consejo con la presencia de supervisores y las acciones controladas por el mayor consejero, por el consejo en su conjunto o el control mayoritario del consejo (CA1, CA1PROPC, DOMINCA, PROPCCA, CONTMCA). Es de suponer que el logro de un poder de control o de una mayor participación accionarial en el consejo implique menor número de ceses, o ningún cese si estos no son necesarios, por ejemplo porque el Consejo desempeña adecuadamente su papel, lo cual es congruente con un aumento en la propiedad y con la presencia de los supervisores, si bien ambas relaciones no se ponen de manifiesto.

Por otra parte, el tamaño del Consejo, medido en términos del número de miembros que lo forman, no afecta a una mayor presencia de supervisores, que podría ser previsible cuanto mayor fuese el tamaño por los problemas de supervisión mutua de unos consejeros con otros, pero tampoco afecta el tamaño a las variables de participación accionarial, luego la mayor presencia accionarial no se traduce en una reducción del número de "asientos" del consejo, como quizás cabría suponer si la

[493] Al igual que en el caso de la codificación de entidad pública e inversor institucional, si la entidad extranjera era una sociedad anónima no financiera, ambas variables tomarían el valor 1, con lo que la estimación está sesgada, pero al menos no ocurre el mismo sesgo, de forma significativa, con otras combinaciones.

percepción de retribución es relativamente estable entre empresas de sectores similares y éstas tuvieran consejos de tamaños diferentes.

La correlación es positiva y significativa entre el tamaño y los ceses en cualquiera de sus aproximaciones (de 0'39 a 0'45), lo cual era de esperar en la medida de número total, pero quizás no tanto en el hecho de que ocurra o no cese en el Consejo, si bien no cabe duda que hay mayor probabilidad a mayor número, quizás simplemente porque los ceses no suelen ir aislados unos de otros sino que cesa un grupo de consejeros representante de un sector del accionariado.

Para análisis posteriores decidimos retener las siguientes variables: CA1, CONTMCA, MCESE1O, NSUPECA y TAMCA, conjunto para el que calculamos la matriz de correlaciones que se expone en la **Tabla 7.11**.

Tabla 7.11 Correlaciones entre las variables retenidas de Estructura de Gobierno

	CA1	CONTMCA	MCESE1O	NSUPECA
CONTMCA	.7496**			
MCESE1O	.0047	.0597		
NSUPECA	.4879**	.4220**	.0076	
TAMCA	-.1709	.0051	.3323*	-.0098

Si examinamos detenidamente esta matriz de correlaciones debe reforzar los comentarios realizados hasta el momento. Es lógica la elevada correlación entre CA1 y CONTMCA (0'75), luego la proporción de acciones de CA1, por término medio, debe de ser elevada. El hecho de que el número medio de ceses en el consejo en el año anterior a la OPA (MCESE1O) no se relacione con CA1 puede suponer que el mecanismo interno de disciplina vía cese funciona adecuadamente con independencia de las participaciones mayoritarias. El número de supervisores presenta correlación positiva (0'49) significativa con CA1, lo cual parece un contrasentido, dado que en principio es de esperar una menor falta de supervisión a mayor posesión del mayor consejero (que hará las veces de vigilante o garante, o bien precisamente para que no tome actitudes que deterioren al resto del consejo mediante un abuso de poder) salvo que muchos supervisores coincidan con CA1. Por último, CA1 y TAMCA presentan relación negativa no significativa, lo que se podría justificar en el sentido de que el número de miembros se restringe conforme aumenta la posesión del consejero principal.

El hecho de que exista un control mayoritario por parte del consejo (CONTMCA) no se relaciona ni con los ceses ni con el tamaño. Quizás cabría esperar que aumentara el número de ceses si se dan casos de indisciplina interna al existir una mayoría de votos o al contrario, como realmente parece ser, la propia mayoría desalienta tales comportamientos. La relación con el tamaño muy posiblemente provenga de que a medida que este aumenta, al menos en grandes Consejos, la participación marginal del último consejero es ínfima comparada con el porcentaje que ya acumulan el resto de miembros. El control mayoritario se relaciona positiva y significativamente (0'42) con el número de supervisores y tendríamos que dar una explicación similar a la relación con CA1.

El número de ceses medios (MCESE1O) se relaciona positivamente de forma significativa (0'33) con el tamaño, lo que ha sido suficientemente comentado. Sin embargo, su correlación es prácticamente nula con el número de supervisores, luego estos no parecen tener un papel relevante en la acción de ceses de los miembros del consejo.

Por último, el número de supervisores (NSUPECA) y el tamaño no guardan relación alguna. Quizás cabría esperar que

Cuando procedimos a realizar un análisis factorial (**Tabla 7.12**) los resultados fueron los siguientes:

Tabla 7.12 Análisis Factorial en Componentes Principales de la Estructura de Gobierno

Determinante de la matriz de correlación = 0'5815603
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'60592
Contraste de esfericidad de Bartlett = 24'12080 (0'00729)

Variable	Comunalidad	* *	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
CONTMCA	.64932	*	1	1.83388	36.7	36.7
CA1	.68665	*	2	1.14296	22.9	59.5
TAMCA	.61075	*				
MCESE1O	.45082	*				
NSUPECA	.57930	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2
CONTMCA	.80032	.09381
CA1	.75792	-.33499
NSUPECA	.75303	.11066
TAMCA	-.13053	.77052
MCESE1O	.12503	.65969

El único comentario que cabe hacer es que salvo la homogeneidad de CA1 con CONTMCA teniendo mayor peso en el primer factor, y dada la baja capacidad explicativa es difícil obtener otras conclusiones.

1.2.- Las interrelaciones entre los diferentes mecanismos internos de incentivo y control.

Tras haber procedido al análisis estadístico de las variables con las que definíamos a cada uno de los mecanismos internos de incentivo y control para conocer las relaciones internas de las diferentes variables dentro de un mecanismo y reducir su número para análisis posteriores, pasamos a continuación a realizar una exploración de las relaciones entre los diferentes mecanismos internos.

En la literatura financiera se ha argumentado que los mecanismos de control (sean o no internos) pueden ser sustitutivos entre sí, en la medida que la mayor presencia de uno concreto disminuya la de otro, lo cual es lógico si todos van encaminados a un mismo fin. Sin embargo, también cabe considerarlos como complementarios, en el sentido que en un análisis transversal de empresas tenemos delante una "foto" de la situación de la misma en un momento determinado, con lo que nos ofrecerá la demanda que había de la actuación de mecanismos de control en ese determinado instante.

Para proceder al análisis que existe entre los diferentes mecanismos de incentivo y control internos podíamos optar por diferentes formas de tratamiento estadístico, como conocer, por ejemplo, cómo la presencia de un determinado mecanismo viene explicada por la de los demás, a través de una regresión de la/s variable/s que definen un mecanismo frente a las que definen a los demás, de la forma que lo desarrollan en su trabajo Agrawal y Knoeber (1996).

Sin embargo, de nuevo hemos de reconocer que dado el carácter exploratorio y los problemas de sesgos por la muestra empleada, creemos suficiente para el alcance de esta investigación realizar un análisis de cada par de mecanismos, definidos por las variables retenidas en el apartado anterior, para

conocer las interrelaciones entre los mismos, aplicando de nuevo como técnica estadística el análisis del coeficiente de correlación de rangos de Spearman.

En aras a la simplicidad de los resultados mostrados, hemos procedido a omitir todas las matrices completas de correlaciones a las que los siguientes apartados hacen referencia y que enfrentan a cada par de mecanismos, pasando a comentar tan sólo los hechos más destacables. Con ello entramos de lleno en el contraste de la hipótesis 2.

Relaciones entre incentivo y estructura de propiedad

Un análisis de la matriz de correlaciones de las siete variables que hemos retenido del mecanismo de incentivo (ALFAC, DIVALC, ALFACVM, RDAC, RDVAC, RALFACV, REM) y de las seis que configuran la estructura de propiedad (C1, C2, C5, DOMINC1, DOMINC5, NSUPEC5) pone de manifiesto que las variables de concentración de la propiedad (C-) y DOMINC5 están correlacionadas negativamente o próximo a cero, de forma no significativa desde el punto de vista estadístico, con las del grupo de incentivo, lo que se interpreta de forma directa como una independencia total entre los dos mecanismos a lo largo de nuestra muestra.

Sin embargo, la variable DOMINC1 presenta correlación negativa con todas las variables de incentivo y negativa y estadísticamente significativa con RDVAC (-0’29), con lo que la presencia de un accionista con control mayoritario se traduce en que la apuesta total de dinero en la sociedad (por su retribución, la remuneración vía dividendos y el valor de mercado de su participación accionarial) se relacionan inversamente, que cabe interpretar en el siguiente sentido: dado que en RDVAC el mayor peso lo tiene la participación accionarial a valor de mercado, cuando estamos refiriéndonos al análisis de un accionista que posee más del 50% de las acciones de la sociedad, supondría que, aún teniendo el control mayoritario, no procede a establecerse mayores sueldos o mayor reparto de dividendos, sino todo lo contrario; o alternativamente que los accionistas con control mayoritario son aquellos en los que el valor de mercado de su participación es menor, lo cual es lógico, pues a menor valor de las acciones mayor facilidad para ser un accionista mayoritario. Por otra parte, las correlaciones de DOMINC1 con las variables que componen RDVAC por separado han resultado no ser significativas, con lo cual la duda permanece.

El patrón de comportamiento de NSUPEC5 es de correlación positiva con todas las variables de incentivo salvo RALFACV que es negativa, en todos los casos no significativas. Parece que cuanto mayor es el número de supervisores, mayor discrecionalidad se permite en el Consejo de Administración en la política remunerativa, pero de nuevo RALFACV presenta correlación negativa, luego posiblemente se deberá al efecto del valor de mercado de las acciones, más que a la retribución o a los dividendos.

Relaciones entre incentivo y estructura del endeudamiento

Relaciones entre incentivo y apalancamiento financiero

Un análisis de la matriz de correlaciones de las variables que hemos retenido del mecanismo de incentivo (ALFAC, DIVALC, ALFACVM, RDAC, RDVAC, RALFACV, REM) y de las puntuaciones factoriales de los dos factores obtenidos: apalancamiento financiero total y a largo plazo (FAPALT, FAPALL), revelan correlación positiva significativa de RALFACV con el primero de ellos (0’29), luego tiene mayor peso la remuneración (o mejor menor el valor de mercado de las acciones del Consejo) cuanto mayores son los ratios del endeudamiento total, con lo que ante la capacidad de endeudamiento total están actuando, o bien aumentándose la remuneración por el mayor riesgo financiero que implica una mayor deuda total, o más bien disminuyendo el valor de mercado de su participación accionarial cuando dicho riesgo es elevado. Parece que ambas estrategias tienen sentido

y son acordes con las teorías de la influencia de la estructura de capital en los mecanismos de incentivo y control.

Por el contrario, DIVALC presenta correlación negativa significativa con el segundo factor FAPALL (-0'37), lo cual nos indica que es menor el dividendo repartido en las empresas con elevado endeudamiento a largo plazo. Dicho resultado parece coherente en el sentido de que los acreedores actúen como vigilantes de la posible discrecionalidad en el pago de dividendos, que para ellos supone una merma en el importe de fondos que respalda su inversión.

El resto de variables no presentan relaciones que sean significativas desde un punto de vista estadístico, siendo casi siempre negativas o próximas a cero.

Relaciones entre incentivo y composición del endeudamiento

En un análisis de la matriz de correlaciones de las variables que hemos retenido del mecanismo de incentivo (ALFAC, DIVALC, ALFACVM, RDAC, RDVAC, RALFACV, REM) y de las puntuaciones factoriales de los tres factores obtenidos en la composición del endeudamiento a corto plazo y total (FFCCP, FFREMCT y FFOCT), ninguna presenta correlación estadísticamente significativa diferente de cero. Por tanto, cabe concluir que la composición del endeudamiento, a diferencia del apalancamiento financiero, no influye en las variables de incentivo, o expresado de otra forma, el hecho de que la deuda proceda de obligaciones, préstamos bancarios o cuál sea su plazo resulta irrelevante.

Relaciones entre incentivo y estructura de gobierno

Un análisis de la matriz de correlaciones de las variables que hemos retenido del mecanismo de incentivo (ALFAC, DIVALC, ALFACVM, RDAC, RDVAC, RALFACV, REM) con las variables de estructura de gobierno (CA1, CONTMCA, MCESE1O, NSUPECA, TAMCA) muestra que el tamaño del consejo y el número medio de ceses no se encuentra correlacionado significativamente con ninguna medida de incentivo, lo que es sorprendente al menos para la relación entre el tamaño y la remuneración en términos totales, que cabría esperar positiva y significativa.

Las variables CA1 y CONTMCA presentan correlación positiva, elevada con el total de recursos que se "juega" el consejo en la empresa, RDVAC (0'72 y 0'64), lo que no deja de ser lógico, pues nos encontramos en empresas con control mayoritario, y por tanto repercusiones muy importantes de las decisiones de incentivo sobre su patrimonio. También presentan dichas variables correlación positiva con ALFACVM (0'76 y 0'73), lo que es normal dada la forma de definición de los dos pares de variables. Destaca la correlación positiva y estadísticamente significativa de CA1 y CONTMCA con DIVALC (0'49 y 0'45), lo que muestra una política más generosa de reparto de dividendos cuando existe control mayoritario, lo que sería más de esperar en los casos en que no existe control mayoritario, como una forma de expropiar riqueza a los accionistas, pues al fin y al cabo en nuestra relación analizada la mayor parte de la renta residual va hacia los que ostentan el control, bien el mayor accionista que a la vez es consejero CA1 o bien hacia el reconocimiento de que el consejo controla la mayoría del capital de la empresa (CONTMCA).

Las mismas variables que venimos manejando tienen correlación negativa y elevada, estadísticamente significativas, con RALFACV (-0'70 y -0'73), lo que se interpreta en el sentido de la mayor incidencia de ALFACV (que tomará valores elevados con relación a CA1 y CONTMCA) que la retribución (REM).

NSUPECA no muestra correlación con REM y presenta elevada correlación positiva con el resto del grupo (con valores entre 0'33 y 0'60), salvo con RALFACV (-0'53) con la que el signo es

negativo, todas ellas significativas, de lo que cabe concluir simplemente que cuanto mayor es el número de "supervisores" dentro del Consejo mayores son los valores de los dividendos repartidos, del porcentaje de acciones poseído y de su valor de mercado. La correlación negativa con RALFACV se deriva directamente de su forma de definición.

Relaciones entre estructura de propiedad y estructura del endeudamiento

Relaciones entre estructura de propiedad y apalancamiento financiero

Las variables de estructura de propiedad (C1, C2, C5, DOMINC1, DOMINC5, NSUPEC5) y los factores que definen el apalancamiento financiero (FAPALT, FAPALL) revelan que ninguna presenta correlación diferente de cero estadísticamente significativa.

Relaciones entre estructura de propiedad y composición del endeudamiento

Igualmente, la matriz de correlaciones de las variables de estructura de propiedad (C1, C2, C5, DOMINC1, DOMINC5, NSUPEC5) y los factores de composición del endeudamiento a corto plazo y total (FFCCP, FFREMCT y FFOCT) revelan que ninguna está estadísticamente correlacionada de forma significativa.

Por tanto, de las observaciones parece deducirse que los mecanismos estructura de propiedad y estructura del endeudamiento, ya sea apalancamiento financiero o composición de la deuda, no guardan relación alguna.

Relaciones entre estructura de propiedad y estructura de gobierno

Las variables de estructura de propiedad (C1, C2, C5, DOMINC1, DOMINC5, NSUPEC5) y las variables de estructura de gobierno (CA1, CONTMCA, MCESE1O, NSUPECA, TAMCA), no presentan correlaciones estadísticamente significativas diferentes de cero, salvo la variable CONTMCA que mantiene una correlación negativa y significativa con C1 (-0'31), resultado verdaderamente extraño, pues cabría esperar que cuanto mayor es la participación en la propiedad del mayor accionista, en el caso de que este forme parte del Consejo, que será lo común, mayor (en lugar de menor) será la posibilidad de un control mayoritario por parte del Consejo de Administración. Puede que la posición accionarial de C1, cuando ésta es elevada, desincentive la presencia de CONTMCA.

TAMCA muestra correlación negativa significativa con C5 (-0'32) y con DOMINC5 (-0'30) lo que cabe interpretar como que muchos consejeros tienen una participación mínima o nula (no dentro de los cinco primeros propietarios) en el accionariado. El resto de relaciones no son significativas.

Relaciones entre estructura del endeudamiento y estructura de gobierno

Relaciones entre apalancamiento financiero y estructura de gobierno

El apalancamiento financiero representado por sus dos factores (FAPALT, FAPALL) y las variables de estructura de gobierno (CA1, CONTMCA, MCESE1O, NSUPECA, TAMCA), presentan FAPALT correlación negativa con TAMCA (-0'29) estadísticamente significativa, luego a mayor deuda total menor es el número de consejeros en la empresa, como mecanismos alternativos.

Por su parte FAPALL muestra correlación también negativa estadísticamente significativa con NSUPECA (-0'35), lo que puede suponer un mecanismo de control intercambiable entre supervisores y deuda a largo plazo. El resto de relaciones no son significativas.

Relaciones entre composición del endeudamiento y estructura de gobierno

De la matriz de correlaciones entre los factores de composición del endeudamiento a corto plazo y total (FFCCP, FFREMCT y FFOCT) y la estructura de gobierno (CA1, CONTMCA, MCESE1O, NSUPECA, TAMCA) podemos decir que FFOCT presenta correlación negativa (-0'31) con CONTMCA, luego la financiación por obligaciones parece que actúa de sustituto del control mayoritario en el Consejo de Administración; en tanto que FFCCP -representativo de la financiación comercial a corto plazo negativa- y estadísticamente significativa con NSUPECA (-0'31), pudiendo ser de nuevo interpretado como mecanismos alternativos de control. El resto de relaciones no son significativas.

Con la mirada puesta en la búsqueda de la reducción del número de variables a retener, así como para indagar en qué medida la distinción que realizábamos a priori entre los distintos mecanismos internos era más o menos adecuada, procedimos a realizar un Análisis Factorial en Componentes Principales del conjunto de variables que nos permitían definir todos los mecanismos internos. Por brevedad hemos prescindido de presentar todos los resultados que proporciona este análisis.

Obtuvimos siete factores con valores propios superiores a la unidad y que en su conjunto nos permitían explicar el 78'5% de la variabilidad total. En el primer factor, que explicaba el 22'5% de la variabilidad, tenían de forma evidente más peso las variables de mecanismo de incentivo, todas ellas con signo positivo: ALFACVM, DIVALC, RDAC, RDVAC y REM, es decir, todas las retenidas salvo ALFAC y RALFACV.

El segundo factor, que aportaba una explicación del 18'2%, se pudo observar que tenía como variables de mayor peso las de estructura de propiedad, salvando NSUPEC5 cuyo peso sólo fue de 0'1.

En el tercer factor, que suponía un aumento del 13'7% de la variabilidad explicada, presentaban puntuaciones positivas elevadas (a excepción de TAMCA, que debía ser y fue negativa) las variables de estructura de gobierno junto con ALFAC, obteniendo la puntuación más baja MCESE1O con -0'14.

El cuarto factor explicaba un 7'3% de la variabilidad, presentaba pesos elevados para dos variables de estructura del endeudamiento: una de apalancamiento financiero (FAPALL) y otra de composición del endeudamiento (FFOCT), siendo remarcable que TAMCA (-0'37) y NSUPECA (-0'45) tomaban pesos negativos importantes.

A partir del quinto factor, que explicaba ya tan sólo el 6'6%, no se podían extraer grandes conclusiones en cuanto a su interpretación como mecanismos internos concretos de incentivo y control.

La evidencia aportada por los cuatro primeros factores cabe ser interpretada como que nuestra asignación inicial de las variables a un determinado mecanismo de control parece en la mayoría de los casos relevante en forma de un factor en el análisis multivariante conjunto de los datos, no siendo por tanto el resultado de forzar en exceso la pertenencia, sino consecuencia de las características subyacentes en el conjunto de variables.

2.- Evaluación de las variables aproximadas de los costes de agencia.

Según indica el enunciado, las variables que vamos a emplear aquí, al igual que las que utilizan otros numerosos trabajos, como hemos visto en la revisión de la evidencia previa, no van más allá de ser meras aproximaciones al conflicto de agencia propiedad-dirección y su manifestación en unos costes que denominamos "de agencia". Las medidas de las que disponíamos en nuestra base de datos

iban encaminadas a determinar fundamentalmente el problema que generan los flujos de tesorería excedentarios (*free cash flow*), reconociendo que lo realizábamos de una manera tan "aproximada o alejada" como otros trabajos previos los habían considerado.

En este sentido, recogimos un conjunto amplio de variables como se expone en el **Anexo II**, que intentaban, bien analizar los recursos financieros que tenía a su disposición la dirección (mayor coste de agencia) o bien los compromisos en los que incurría la dirección en cuanto a salidas de tesorería dirigidas hacia los prestamistas (intereses) y hacia los propietarios (dividendos), sin olvidar al Estado (impuestos).

De esta forma interpretaríamos las variables del primer grupo como representativas de mayores costes de agencia, dado que la dirección disponía de más recursos para dedicar a inversiones poco productivas (*free cash flow*), consumos de gastos de representación y otros gastos discrecionales excesivos (*perquisites*), dedicar menos atención a sus funciones (*shirking*), etc.

En cuanto a las del segundo grupo, al suponer compromisos de salidas de efectivo fuera de la empresa, lejos del alcance de la dirección, cabría interpretar que disminuirían los costes de agencia antes aludidos.

Sin embargo, debemos tener presente que la teoría del *free cash flow* nos habla de los recursos en exceso por encima de las posibilidades de inversión productiva rentables disponibles, no habiendo encontrado forma de medir dicho concepto, por lo que la presencia de unos elevados recursos financieros (variables del primer grupo) no tiene por qué implicar siempre un mayor problema de agencia. No obstante, las variables del segundo grupo sí que suponen en todo caso limitaciones a los costes de agencia (o en un caso extremo a la disponibilidad de efectivo para inversiones rentables futuras, lo cual se descarta en mercados en los que exista capacidad de préstamo y de endeudamiento a tipos adecuados) o por lo menos a emplear de forma discrecional y aprovechada los recursos de la empresa, pues al ser un compromiso asumido (en el caso de los intereses), obligado (en los impuestos), o sobrevenido por la política financiera de la empresa (en el caso de los dividendos) lo que no cabe duda es que limitan los recursos financieros a disposición de la dirección (fueran éstos a ser empleados o no en beneficio de sí misma).

Del grupo de variables que consideramos como representativas de mayores costes de agencia, después de examinar las matrices de correlaciones correspondientes a las medidas que eran muy aproximadas (y que en aras a la brevedad hemos preferido no reproducir), decidimos retener para nuestro análisis las siguientes: BAITINT, CFACCION, CFVMA, FCF1, IFAT, INTAT[494], RNDIV y TESAT. El segundo grupo, las representativas de menores costes de agencia, son: IDAT, IDBAII, IDCF, IDFP, IDIBAII y PAYOUT.

2.1.- Las relaciones dentro del grupo de variables de los costes de agencia.

Establecida esta diferenciación entre dos grupos procedimos a calcular los coeficientes de correlación de Spearman para ambos conjuntos de variables por separado, al objeto de ver las relaciones entre las mismas (que se preveían positivas por pertenecer al mismo grupo) y el grado de redundancia en la medida del mismo coste (aumento o disminución del coste) de agencia. Dentro del

---

[494] Esta variable, que define el cociente entre los gastos financieros sobre el activo total, en principio cabría esperar que perteneciera al conjunto de variables de menores costes de agencia, pues supone un compromiso de pago y por lo tanto menor capacidad discrecional sobre la renta empresarial, pero presentaba correlaciones negativas con todas las variables del grupo "menores costes de agencia", y por contra positiva con las de "mayores costes de agencia". Es evidente que esta anomalía debe ser analizada con mayor detenimiento.

grupo de variables que estiman mayores costes de agencia, las correlaciones se recogen en la **Tabla 7.13**. Las correlaciones que resultaron ser significativas eran todas positivas. Además, a excepción de la variable IFAT, presentaban correlaciones positivas y significativas con al menos cuatro o cinco del resto de variables del grupo. El único caso extraño fue TESAT que no presentó correlación significativa con ninguna variable.

Tabla 7.13 Correlaciones entre las variables de Mayor Coste de Agencia

	BAITINT	CFACCION	CFVMA	FCF1	IFAT	INTAT	RNDIV
CFACCION	.6072**						
CFVMA	.2080	.2422					
FCF1	.4245**	.5478**	.2427				
IFAT	.1674	.2790	-.1980	.4923**			
INTAT	.8400**	.6913**	.3118*	.4859**	.2460		
RNDIV	.7529**	.4426**	.3250*	.6038**	.1727	.7394**	
TESAT	-.0376	.2079	-.2129	-.0937	-.0326	-.1157	-.2502

Por lo que respecta al segundo grupo, menores costes de agencia, toda la matriz de correlaciones (**Tabla 7.14**) presentaba resultados estadísticamente significativos diferentes de cero para todas las variables, salvo PAYOUT, que tan sólo presentaba correlación positiva con otras dos variables.

Tabla 7.14 Correlaciones entre las variables de Menor Coste de Agencia

	IDAT	IDBAII	IDCF	IDFP	IDIBAII
IDBAII	.5598**				
IDCF	.3905**	.5411**			
IDFP	.8011**	.4820**	.4623**		
IDIBAII	.5648**	.9695**	.5097**	.4877**	
PAYOUT	.1172	.3011*	.1217	.0287	.3403*

Como en la etapa descrita en el apartado anterior, procedimos a realizar un Análisis Factorial en Componentes Principales sobre cada uno de los dos grupos de variables de costes de agencia.

Del análisis factorial sobre las variables que "miden" una mayor presencia de costes de agencia (**Tabla 7.15**), extrajimos tres factores que explicaban casi el 81% de la variabilidad. El primer factor reflejaba el peso de las variables FCF1, RNDIV (que tan sólo se diferencia de la anterior en que no incorpora las amortizaciones y provisiones) e IFAT; el segundo factor el de las variables CFVMA y CFACCION (ambos ratios definidos sobre la variable *cashflow* como numerador), INTAT[495] y BAITINT (ratio de cobertura de intereses), y el tercer factor la variable TESAT.

[495] De acuerdo con lo expuesto en una nota anterior, al incluir INTAT entre las variables de mayores costes de agencia habría que dar alguna respuesta a este hecho y su prevalencia con el resto de variables del *free cash flow* dentro del primer factor. Como conjetura se nos ocurre que una parte importante de los gastos financieros puedan ser "manejados" por la dirección al alza o a la baja según la situación económica, o que no sea una buena estimación de los intereses del endeudamiento, o por el hecho de introducirlo normalizado por los activos totales, en lugar de manejar su importe global.

Tabla 7.15 Análisis Factorial de las variables de Mayor Coste de Agencia

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000000
La matriz de correlación no puede ser invertida

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
BAITINT	.87318	*	1	3.66101	45.8	45.8
CFACCION	.73209	*	2	1.70744	21.3	67.1
CFVMA	.87169	*	3	1.09437	13.7	80.8
FCF1	.80524	*				
IFAT	.71335	*				
INTAT	.87318	*				
RNDIV	.82456	*				
TESAT	.76952	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 5 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2	Factor 3
FCF1	.89155	.08604	-.05465
RNDIV	.88186	.18550	.11167
IFAT	.83975	-.04204	-.07998
CFVMA	.01876	.93321	-.02148
CFACCION	.06530	.85295	.01747
INTAT	.52334	.55068	.54411
BAITINT	.52334	.55068	.54411
TESAT	-.15761	-.07580	.85961

De igual forma se aplicó el análisis factorial para reducir información dentro del grupo de variables que suponen menores costes de agencia (**Tabla 7.16**), más importante que en el anterior al haber mayor número de coeficientes de correlación no nulos.

Tabla 7.16 Análisis Factorial de las variables de Menor Coste de Agencia

Determinante de la matriz de correlación = 0'0073895
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'53217
Contraste de esfericidad de Bartlett = 216'75628 (0'00000)

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
IDAT	.88061	*	1	2.44195	40.7	40.7
IDBAII	.94283	*	2	1.61936	27.0	67.7
IDCF	.41184	*	3	.96049	16.0	83.7
IDFP	.85008	*				
IDIBAII	.94374	*				
PAYOUT	.99271	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 4 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2	Factor 3
IDBAII	.95429	.15893	.08302
IDIBAII	.95236	.16448	.09842
IDCF	-.46227	.44470	.01967
IDFP	.11556	.91037	-.08916
IDAT	.17910	.90851	.15214
PAYOUT	.09808	.02858	.99110

En un primer momento dio lugar a la extracción de dos factores, con valor propio superior a la unidad, que explicaban el 67'7% de la variabilidad; sin embargo, y dado que el siguiente factor tenía un valor propio muy cercano a la unidad (0'96) decidimos incluirlo, con lo que la variabilidad explicada subió hasta el 83'7%. El primer factor recoge con pesos elevados las variables que tienen por numerador intereses y dividendos (IDBAII) más impuestos (IDIBAII) sobre el beneficio bruto (antes de intereses e impuestos) y con signo negativo elevado la variable IDCF, debido a que en este caso al ser el denominador el *cash flow*, la variable opera en sentido contrario. El segundo factor tiene como variables más representativas, por su peso en el mismo, a las salidas de tesorería sobre el tamaño (IDFP e IDAT, y algo menor IDCF). El tercer factor representa la ratio de distribución de dividendos (PAYOUT).

Finalizamos este análisis con la matriz de correlaciones de Spearman de los factores de mayor y menor agencia (**Tabla 7.17**), no siendo ninguno de ellos significativos, obteniendo cinco signos negativos dentro de las nueve combinaciones.

Tabla 7.17 Correlaciones entre los Factores de Mayor y Menor Coste de Agencia

	FAGMN1	FAGMN2	FAGMN3
FAGMY1	-.0567	-.1593	.0730
FAGMY2	.0571	.0778	-.0513
FAGMY3	-.1139	-.0859	.2120

Dando por terminada esta fase del análisis de los costes de agencia, procedimos a trabajar con los mismos calculando el coeficiente de correlación de Spearman entre ambos grupos de variables (resultados que también hemos omitido), con la esperanza de que en este caso la mayoría de los valores de un grupo frente a otro fuesen negativos y significativos. Por lo general esto fue lo que sucedió. Así, por ejemplo, RNDIV o BAITINT presentaban correlaciones negativas estadísticamente significativas con todas las variables de menor agencia, salvo con PAYOUT, que no eran significativas. Es más, la variable PAYOUT no presentó ningún coeficiente significativo diferente de cero con ninguna de las variables que implicaban mayores costes de agencia, sino que en todo caso presentó signo positivo o próximo a cero (no significativos). Resulta sorprendente que medidas de la presencia de costes de agencia como FCF1, CFVMA, o TESAT no presenten ninguna correlación significativa con el grupo de variables de menores costes de agencia. En definitiva, la relación predicha se verifica siempre (con la excepción ya mencionada de PAYOUT) para RNDIV y BAITINT, y sólo con una variable para CFACCION.

Cuando procedimos a aplicar la técnica de análisis factorial sobre el conjunto de variables de mayores y menores costes de agencia (resultados no presentados en el texto) se extrajeron seis factores que explicaban un 80'7% de la variabilidad. Por las variables que más peso tenían y su signo asociado: el primero, el tercero y el quinto hacen referencia a mayores costes de agencia; en tanto que el segundo, el cuarto y el sexto son relativos a menores costes de agencia. Por tanto, los datos parecen revelar que no fue muy forzada la separación entre variables que midieran mayores y menores costes de agencia.

2.2.- Las relaciones entre el grupo de variables de los costes de agencia y los mecanismos internos.

Para el análisis de todas las relaciones entre grupos de variables hemos procedido a calcular el coeficiente de correlación de Spearman para las variables de coste de agencia originales (que aparecen recogidas en las tablas) no así para sus factores, con lo que intentamos validar la hipótesis 3.

Relación entre costes de agencia y mecanismos de incentivo.

Cuando examinamos las correlaciones con las variables representativas de mayores costes de agencia (**Tabla 7.18**) encontramos que BAITINT se relaciona negativamente con RALFACV (-0'44), y positivamente con ALFACVM (0'38) y RDVAC (0'35); CFVMA negativamente con ALFACVM (-0'32) y RDVAC (-0'34); FCF1 positivamente con RDAC (0'44) y REM (0'37); IFAT también positivamente con las dos variables anteriores (0'31 y 0'32) y por último INTAT negativamente con RALFACV (-0'29), todas ellas relaciones estadísticamente significativas.

Tabla 7.18 Correlaciones entre las variables de Mecanismo de Incentivo y Mayor Coste de Agencia

	ALFAC	ALFACVM	DIVALC	RALFACV	RDAC	RDVAC	REM
BAITINT	.2285	.3786**	.4145**	-.4380**	.1509	.3456*	-.0824
CFACCION	-.0554	.1382	.1764	-.1361	.0848	.1227	-.0026
CFVMA	-.1843	-.3244*	-.0519	.1086	-.1389	-.3436*	-.1104
FCF1	-.2362	.1716	.2159	.0079	.4374**	.2171	.3746**
IFAT	-.0802	.2435	.0693	-.0965	.3122*	.2842	.3187*
INTAT	.0786	.2252	.2678	-.2882*	.0756	.1798	-.0193
RNDIV	.1000	.2827	.2550	-.2702	.1771	.2592	.0884
TESAT	.1422	.1353	.0504	-.0826	.0130	.1582	-.0787

En principio cabría esperar siempre correlaciones negativas entre las variables de incentivo y las de mayores costes de agencia; sin embargo es de destacar como FCF1 e IFAT se relacionan positivamente, en contra de lo previsto, con variables del componente retributivo (RDAC y REM), luego parece que se produce una vinculación positiva con la retribución, así como la retribución más los dividendos son mayores cuanto mayor es FCF1 e IFAT, contrario a nuestra hipótesis de partida de limitación del problema de agencia con los mecanismos de incentivo[496].

A la inversa, serían de esperar correlaciones positivas entre la presencia de mecanismos de incentivo y menores costes de agencia (**Tabla 7.19**), lo que es estadísticamente significativo tan sólo para PAYOUT con DIVALC (0'65) y RDAC (0'36)[497].

Tabla 7.19 Correlaciones entre las variables de Mecanismo de Incentivo y Menor Coste de Agencia

	ALFAC	ALFACVM	DIVALC	RALFACV	RDAC	RDVAC	REM
IDAT	-.0732	.0142	.1285	.0764	.1299	.0116	.0551
IDBAII	-.2530	-.1560	.0337	.2112	.0801	-.1025	.0178
IDCF	-.1975	-.2380	.0461	.2512	.0583	-.2119	.0850
IDFP	-.0472	-.0867	-.0276	.2351	.0267	-.0961	.1531
IDIBAII	-.2463	-.1396	.0693	.2032	.1035	-.0851	.0305
PAYOUT	.0906	.2683	.6501**	-.1368	.3613*	.2602	.0113

[496] Por lo que respecta al análisis con los factores de mayor coste de agencia, sólo tres correlaciones son significativas, pero positivas: FMAYA1 con RDAC (0'33) y RDVAC (0'31), y FMAYA3 con RDVAC (0'30), resultados que son contrarios a la teoría mantenida, además de que muchos de los coeficientes no significativos desde el punto de vista estadístico también presentan signo positivo (no recogidos en el texto).

[497] En lo relativo a los factores, no hay correlaciones significativamente diferentes de cero cuando se emplean los factores de menor coste de agencia, aunque hay una predominancia de coeficientes de correlación negativos.

Relación entre costes de agencia y estructura de propiedad

En el análisis de las correlaciones de las variables de mayor y menor coste de agencia (**Tablas 7.20** y **7.21**) sólo encontramos correlación positiva entre TESAT y DOMINC5 que fuese estadísticamente significativa, lo cual en principio también iría contra nuestra teoría de actuación de la estructura de propiedad[498].

Tabla 7.20 Correlaciones entre las variables de Estructura de Propiedad y Mayor Coste de Agencia

	C1	C2	C5	DOMINC1	DOMINC5	NSUPEC5
BAITINT	.0689	.0563	.1058	.0331	.0364	.0557
CFACCION	.0771	.1220	.2512	.0424	.1436	-.0976
CFVMA	-.0582	-.0517	-.1119	.1211	-.1212	-.2057
FCF1	.0405	-.0102	.0061	.0047	-.0861	-.0395
IFAT	-.0846	-.0853	-.0450	-.1179	-.0829	.0320
INTAT	.0338	.0559	.1490	.0550	.0447	.0869
RNDIV	.0061	-.0272	.0306	-.0613	-.0766	.1585
TESAT	.1523	.1919	.2083	.0456	.3254*	.1229

Tabla 7.21 Correlaciones entre las variables de Estructura de Propiedad y Menor Coste de Agencia

	C1	C2	C5	DOMINC1	DOMINC5	NSUPEC5
IDAT	-.0436	-.0314	.0216	.0456	.0096	.0577
IDBAII	-.1465	-.1695	-.1342	-.1053	-.1914	-.1013
IDCF	-.0242	-.0323	-.0295	.1242	-.0191	.0179
IDFP	-.0848	-.0752	.0020	-.0157	.0558	.2424
IDIBAII	-.0754	-.1113	-.1000	-.0204	-.1404	-.0801
PAYOUT	-.1055	-.1380	-.0892	-.0985	.0033	.1833

Relación entre costes de agencia y estructura del endeudamiento

Relación entre costes de agencia y apalancamiento financiero

Cuando empleamos el factor de apalancamiento a largo plazo (FAPALL) presenta correlaciones negativas y significativas con las variables de mayores costes de agencia (**Tabla 7.22**) BAITINT (-0'34), CFACCION (-0'38) e INTAT (-0'34). El factor de apalancamiento total (FAPALT) también presenta correlaciones negativas significativas con BAITINIT (-0'38), CFACCION (-0'37), FCF1 (-0'37) e INTAT (-0'38). En ambos casos son los signos que eran de esperar, a mayor endeudamiento menores costes de agencia.

Tabla 7.22 Correlación entre los Factores de Apalancamiento Financiero y las variables de Mayor Coste de Agencia

	FAPALL	FAPALT
BAITINT	-.3594*	-.5215**
CFACCION	-.3837**	-.3646*
CFVMA	-.0665	.0824
FCF1	-.1332	-.3676*
IFAT	.1193	-.3698**
INTAT	-.3371*	-.3848**
RNDIV	-.2191	-.2535
TESAT	-.0624	-.2294

[498] Cuando procedemos a trabajar con los factores, como cabría esperar, ninguna correlación es estadísticamente diferente de cero.

Al examinar las relaciones de las variables de menores costes de agencia (**Tabla 7.23**) encontramos que para FAPALL presentaba correlación negativa significativa con PAYOUT (-0'45) en tanto que FAPALT presentaba correlaciones positivas significativas con IDAT (0'3), IDCF (0'42) e IDFP (0'72), cuando serían de esperar que fuesen todas positivas[499].

Tabla 7.23 Correlación entre los Factores de Apalancamiento Financiero y las variables de Menor Coste de Agencia

	FAPALL	FAPALT
IDAT	.0050	.2974*
IDBAII	.0037	.2236
IDCF	.0955	.4253**
IDFP	.1407	.7210**
IDIBAII	-.0688	.2255
PAYOUT	-.4518**	.0116

Relación entre costes de agencia y composición del endeudamiento

En el análisis de las correlaciones (**Tabla 7.24**) con las variables de mayor coste de agencia, sólo hubo un coeficiente significativo, FFREMCT con IFAT (-0'31). Igualmente, sólo hubo un coeficiente de correlación significativo (**Tabla 7.25**) con las variables de menor agencia, FFCCP con IDAT (0'29), resultando los signos coherentes con la teoría, pero muy pobres los resultados[500].

Tabla 7.24 Correlaciones entre los Factores de Composición del Endeudamiento y las variables de Mayor Coste de Agencia

	FFCCP	FFOCT	FFREMCT
BAITINT	-.3196*	.0182	.0654
CFACCION	-.1768	.0562	.1145
CFVMA	-.0843	.0720	-.1534
FCF1	-.0188	.0282	.1597
IFAT	.1953	-.0241	.3061*
INTAT	-.0988	.0069	.0453
RNDIV	-.1795	-.0835	.0391
TESAT	-.2193	.0561	.1528

[499] Cuando realizamos el análisis con los factores de mayor y menor coste de agencia obtuvimos estos resultados: FMAYA2 y FMAYA3 correlacionados negativamente con FAPALL (-0'38, -0'36), en tanto que FAPALT correlacionado negativamente con FMAYA1 (-0'59), todos los signos acordes con nuestra hipótesis. El análisis de los factores de menor agencia dio como resultado que FAPALL presentaba correlación negativa con FMENA1 (-0'38) en tanto que positiva con FMENA3 (0'3), y FAPALT se correlacionaba positivamente con FMENA2 (0'55) y FMENA3 (0'30). De nuevo casi todos los signos eran acordes con la teoría.

[500] En cuanto a las relaciones con los factores de mayor coste de agencia fueron significativas FFCCP con FMAYA3 (-0'40), FFREMCT con FMAYA3 (0'34); y en cuanto a los de menor coste de agencia tan sólo positivo (0'28) con FFCCP.

Tabla 7.25 Correlaciones entre los Factores de Composición del Endeudamiento y las variables de Menor Coste de Agencia

	FFCCP	FFOCT	FFREMCT
IDAT	.2878*	-.1228	.0120
IDBAII	.0886	-.0775	-.0633
IDCF	.0518	-.0836	-.1809
IDFP	.2495	-.0938	-.1064
IDIBAII	.0213	-.0196	-.0167
PAYOUT	-.2164	.1636	-.0483

Relación entre costes de agencia y estructura de gobierno

Dentro de las variables de mayor coste de agencia (**Tabla 7.26**) la variable FCF1 se correlaciona negativamente con CA1 (-0'34) y positivamente con TAMCA (0'41). Esta variable se correlaciona positivamente con RNDIV (0'29). En conclusión, el tamaño permite más discrecionalidad, en tanto que la posición accionarial del mayor consejero sirve para limitar FCF1.

Tabla 7.26 Correlaciones entre las variables de Estructura de Gobierno y Mayor Coste de Agencia

	CA1	CONTMCA	MCESE1O	NSUPECA	TAMCA
BAITINT	.1418	.3237*	-.1195	.2383	.2330
CFACCION	-.1417	.0321	-.0541	.0711	.2477
CFVMA	-.2255	-.1134	-.1213	-.0005	.0623
FCF1	-.3437*	-.0829	-.0070	.0100	.4137**
IFAT	-.1256	.0321	.0004	-.1410	.1643
INTAT	.0027	.1404	-.1091	.0948	.1625
RNDIV	.0238	.1844	-.1085	.1101	.2935*
TESAT	.1245	.0694	.1202	.1529	.0544

Con relación a las variables que representan menores costes de agencia (**Tabla 7.27**) sólo es positiva y significativa PAYOUT con NSUPECA (0'34), que también es acorde con la teoría[501].

Tabla 7.27 Correlaciones entre las variables de Estructura de Gobierno y Menor Coste de Agencia

	CA1	CONTMCA	MCESE1O	NSUPECA	TAMCA
IDAT	-.0593	-.1675	.1394	-.0141	-.1512
IDBAII	-.2262	-.2453	.0051	-.0448	.0405
IDCF	-.1868	-.2420	-.0374	-.0902	-.0233
IDFP	-.0008	-.1066	.1760	.0409	-.2318
IDIBAII	-.2204	-.2386	-.0275	.0240	.0136
PAYOUT	.0282	.0661	.0622	.3433*	.2348

3.- Evaluación de las variables aproximadas de la eficiencia relativa.

Dado que intentamos saber si ante una situación de costes de agencia dados la eficiencia del equipo directivo o eficiencia empresarial es mayor o menor, debemos comenzar por definir el término eficiencia y si va a responder a una medida única o a varias medidas. Nosotros hemos optado por esta última posibilidad, por lo que en el "grupo de variables de eficiencia relativa" vamos a recoger distintas acepciones del concepto eficiencia y rentabilidad. Así hemos diferenciado eficiencia directiva (o eficiencia empresarial global), rentabilidad económica, rentabilidad del accionista, eficiencia productiva y margen sobre ventas o eficiencia económica, según se recoge en el **Anexo II**, describiendo a continuación de forma muy breve cada uno de estos grupos.

[501] Ninguna de las correlaciones de las variables factoriales de agencia resultó ser significativa.

Así, la **eficiencia directiva** viene medida por la ratio de valoración y diferentes aproximaciones al ratio Q de Tobin; la **rentabilidad económica** fue aproximada por una batería de ratios que normalmente eran una misma medida del beneficio neto dividida por inmovilizado material, inmovilizado total y activo total; la **rentabilidad del accionista** recoge un conjunto de variables relacionadas con el beneficio neto, los dividendos, el PER y la rentabilidad de los fondos propios; las variables denominadas **margen sobre ventas** o **eficiencia económica**, en el sentido de que representan el peso relativo de los diferentes parciales de los que ofrece información la cuenta de resultados, sobre la cifra neta de negocios; y por último la **eficiencia productiva** que hace referencia a la importancia relativa que sobre la cifra neta de negocios o ventas netas totales tienen los distintos componentes del gasto (amortización, de explotación bruto, de personal, de producción y de provisiones de circulante).

3.1.- Las relaciones dentro del grupo de variables de eficiencia relativa.

Debido a la multitud de medidas del término "eficiencia" o "eficiencia relativa" hemos procedido a clasificarlos en los grupos presentados anteriormente y debidamente justificados. Sin embargo, la primera pregunta que debemos responder es si podemos reducir toda esa información y por lo tanto quedarnos con unas pocas variables dentro de cada grupo. Por otra parte, es conveniente conocer si el comportamiento de todas las variables que nosotros incluimos dentro de un mismo grupo es suficientemente homogéneo como para que forme parte de dicho grupo y no de otro, o sea excluido de esta parte del análisis.

En definitiva, nos interesa conocer tanto las relaciones que guardan las variables dentro de cada categoría de eficiencia, como lograr en la medida de lo posible disminuir su número de cara a análisis posteriores. Con este propósito, y al igual que en las fases anteriores de esta investigación, vamos a utilizar para la primera finalidad el coeficiente de correlación de Spearman, y como técnica de reducción de datos el Análisis Factorial en Componentes Principales con rotación VARIMAX.

Eficiencia directiva

La correlación que guardan entre sí estas variables, expuesta en la **Tabla 7.28** es muy elevada y significativa, por lo que procedimos a reducir su número aplicando el análisis factorial en componentes principales, según se recoge en la **Tabla 7.29**, obteniendo un único factor que explicaba el 85% de la variabilidad. Dentro del factor, los pesos más elevados los tienen QADLP con 0'92 y RV con 0'91. Aún cuando ambas medidas presentan entre sí una correlación elevada, decidimos realizar los análisis posteriores con ambas variables, por si se encontrase alguna diferencia en el comportamiento por el hecho de incluir la deuda en la primera de ellas.

Tabla 7.28 Correlaciones entre las variables de Eficiencia Directiva

	QADLP	QADNC	QADNCG	QADT
QADNC	.5981**			
QADNCG	.5976**	.9999**		
QADT	.9738**	.6264**	.6256**	
RV	.9823**	.5705**	.5701**	.9606**

Tabla 7.29 Análisis Factorial entre las variables de Eficiencia Directiva

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000002
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'77349
Contraste de esfericidad de Bartlett = 682'98426 (0'00000)

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
QADLP	.92055	*	1	4.23103	84.6	84.6
QADNC	.79647	*				
QADNCG	.80219	*				
QADT	.80053	*				
RV	.91130	*				

La matriz no puede ser rotada por existir un único factor.

Rentabilidad económica

Dada la elevada correlación entre la mayor parte de las variables (no recogida en el texto), procedimos a retener sólo las medidas con el activo total como divisor. Una vez realizada esta primera criba y volviendo a calcular la matriz de correlación de Spearman entre las diez variables retenidas (**Tabla 7.30**) comprobamos que, salvo alguna excepción, los coeficientes de correlación eran positivos estadísticamente muy significativos, por lo que aplicamos la técnica de análisis factorial, obteniendo dos factores que explicaban el 88% de la variabilidad (**Tabla 7.31**).

Todas las variables, a excepción de la de valor añadido ajustado y resultados extraordinarios, tuvieron un peso muy elevad decidimos denominarlo como Factor del Valor Añadido (FVA).

Tabla 7.30 Correlaciones entre las variables retenidas de Rentabilidad Económica

	RAIAT	RAOAT	RBREXAT	RDIAT	REXAT	RNEXAT	ROA	ROAVM1	ROAVM2
RAOAT	.9001**								
RBREXAT	.5136**	.5646**							
RDIAT	.9866**	.8814**	.4722**						
REXAT	.3135*	-.0138	-.0323	.3151*					
RNEXAT	.6789**	.7385**	.8931**	.6386**	-.0492				
ROA	.9449**	.8041**	.5797**	.9216**	.3596*	.6975**			
ROAVM1	.7878**	.6768**	.4695**	.7929**	.3302*	.6131**	.8279**		
ROAVM2	.7902**	.6829**	.4687**	.7945**	.3301*	.6122**	.8296**	.9982**	
VAAAT	.1170	.1991	.6650**	.0724	-.2898*	.4521**	.1855	.0868	.0838

Tabla 7.31 Análisis Factorial de las variables retenidas de Rentabilidad Económica

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000000
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'76630
Contraste de esfericidad de Bartlett = 1099'1646 (0'00000)

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
RAIAT	.97633	*	1	5.37326	67.2	67.2
RAOAT	.92145	*	2	1.68488	21.1	88.2
RBREXAT	.87771	*				
RDIAT	.95360	*				
REXAT	.75077	*				
RNEXAT	.89300	*				
ROA	.96145	*				
VAAAT	.72384	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2
RAIAT	.98749	-.03444
ROA	.97901	-.05468
RDIAT	.97187	-.09524
RAOAT	.93543	.21544
RNEXAT	.84488	.42329
RBREXAT	.73553	.58027
REXAT	.31195	-.80837
VAAAT	.29890	.79656

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Rentabilidad del accionista

Por el número elevado de variables que componía también este grupo procedimos como en ocasiones anteriores a calcular los coeficientes de correlación de Spearman (no expuestos aquí), muchos de los cuales no eran significativos y un análisis factorial (**Tabla 7.32**) que explicaba el 87% de la variabilidad con cuatro factores. Ante este hecho preferimos realizar una selección sobre la base de la eliminación de la reiteración de medidas y de la matriz de correlaciones, reteniendo para análisis posteriores como componentes del grupo rentabilidad del accionista, las siguientes variables: BDTA, DIV, DIVBAT, DIVBVMA, PERDT, ROE y ROEVM, con lo que redujimos el grupo a la mitad de variables.

Una vez realizada esta criba, calculamos de nuevo los coeficientes de correlación de Spearman para estas siete variables que aunque manifestaban algunas reiteraciones, había un elevado número de correlaciones no significativas (**Tabla 7.33**), por lo que procedimos a aplicar análisis factorial (**Tabla 7.34**), obteniendo que los tres primeros factores explicaban el 76% de la variabilidad. El primer factor respondía claramente a la rentabilidad de los fondos propios, pues el mayor peso lo tenían ROEVM, BDTA y ROE; el segundo venía determinado por el fuerte peso positivo de los dividendos (DIVBAT y DIV) y el tercero por el peso positivo de PERDT y negativo de DIVBVMA. Los factores serán denominados a partir de ahora Rentabilidad del Accionista (FRENACTA), dividendos (FDIVIDEN) y ratio PER (FPER).

Tabla 7.32 Análisis Factorial de las variables de Rentabilidad del Accionista

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000000
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'60473
Contraste de esfericidad de Bartlett = 1128.9259 (0'00000)

Variable	Comunalidad	* *	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
BATA	.98312	*	1	4.87908	34.9	34.9
BDTA	.97913	*	2	3.58901	25.6	60.5
DIV	.80205	*	3	2.56697	18.3	78.8
DIVBAT	.93258	*	4	1.11462	8.0	86.8
DIVBCS	.90787	*				
DIVBFP	.91187	*				
DIVBVMA	.29067	*				
DIVCF	.78392	*				
PERAT	.92621	*				
PERDT	.96024	*				
ROE	.89872	*				
ROEAI	.88582	*				
ROEAIVM	.94770	*				
ROEVM	.93975	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 6 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4
DIVBAT	.94057	-.04171	.20806	-.05377
DIVBFP	.92226	-.04120	.22815	-.08693
DIVBCS	.92181	-.01361	.23921	.02702
DIV	.88694	-.01822	.08087	.09227
BATA	-.02495	.98933	.05778	.01947
BDTA	-.04153	.98519	.07984	.02075
ROEAIVM	-.03441	.78431	.57545	.01510
ROEVM	-.03079	.72740	.63986	.01611
ROE	.21727	.19486	.90046	.05207
ROEAI	.27332	.20732	.87447	.05875
DIVBVMA	.23237	.02574	.47578	-.09821
PERDT	.11778	.00719	-.00328	.97278
PERAT	.12518	.01104	.00140	.95416
DIVCF	.30204	-.03680	.01266	-.83137

Tabla 7.33 Correlación entre las variables retenidas de Rentabilidad del Accionista

	BDTA	DIV	DIVBAT	DIVBVMA	PERDT	ROE
DIV	.1925					
DIVBAT	.2649	.8285**				
DIVBVMA	.0868	.6523**	.6454**			
PERDT	.4056**	.4263**	.3306*	-.0436		
ROE	.8787**	.2321	.3241*	.2311	.2641	
ROEVM	.6548**	.1382	.1073	.3865**	.0604	.7962**

Tabla 7.34 Análisis Factorial entre las variables retenidas de Rentabilidad del Accionista

Variable	Comunalidad	* *	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
BDTA	.74104	*	1	2.48913	35.6	35.6
DIV	.80996	*	2	1.79492	25.6	61.2
DIVBVMA	.48696	*	3	1.02680	14.7	75.9
DIVBAT	.84519	*				
ROE	.65337	*				
PERDT	.82117	*				
ROEVM	.95315	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 4 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2	Factor 3
ROEVM	.96855	.06622	-.10332
BDTA	.83334	-.19177	.09906
ROE	.67550	.44249	-.03573
DIVBAT	.02272	.91894	-.01523
DIV	-.02427	.89011	.13066
PERDT	.08865	.16631	.88637
DIVBVMA	.29779	.43030	-.46165

Margen sobre ventas o Eficiencia económica

Ocho variables componen este grupo y del examen de las **de correlaciones (**Tabla 7.35) se obtiene que muchas son medidas altamente correlacionadas con signo positivo y estadísticamente significativo**, por lo que pasamos a realizar un análisis factorial (Tabla 7.3**6) en el que los dos primeros factores explican el 88% de la variabilidad. El primer factor viene claramente marcado por las variables que miden los resultados hasta el momento de incorporar los resultados extraordinarios, por lo que decidimos llamarlo Factor de Margen Ordinario (FMO), en tanto que en el segundo sobresalen los resultados extraordinarios, y con ellos, con poca diferencia con relación a su puntuación sobre el primer factor, los resultados antes y después de impuestos, por lo que lo denominamos Factor de Margen Extraordinario o de Margen Total (FME).

Tabla 7.35 Correlación entre las variables de Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica

	BAITV	RAIV	RAOV	RBREXV	RDIV	REXV	RNEXV
RAIV	.8977**						
RAOV	.8259**	.8992**					
RBREXV	.7589**	.6506**	.7083**				
RDIV	.8970**	.9862**	.9001**	.6422**			
REXV	.4079**	.4579**	.1304	.1668	.4242**		
RNEXV	.7795**	.7204**	.7694**	.9516**	.7073**	.1674	
VAAV	.6627**	.5696**	.6617**	.8444**	.5644**	.0342	.7542**

Tabla 7.36 Análisis Factorial entre las variables de Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000000
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'74858
Contraste de esfericidad de Bartlett = 845'61548 (0'00)

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
BAITV	.90306	*	1	5.87523	73.4	73.4
RAIV	.96312	*	2	1.16345	14.5	88.0
RAOV	.87554	*				
RBREXV	.89637	*				
RDIV	.90371	*				
REXV	.80322	*				
RNEXV	.88548	*				
VAAV	.80820	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2
RBREXV	.93261	.16313
RNEXV	.92646	.16480
VAAV	.89673	.06382
RAOV	.79690	.49040
BAITV	.73083	.60741
REXV	-.04588	.89505
RAIV	.68515	.70263
RDIV	.66049	.68371

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Eficiencia productiva

Calculada la matriz de correlaciones (**Tabla 7.37**) se observó que algunas variables no presentaban correlación estadísticamente significativa en tanto que otras sí, por lo que procedimos a realizar un análisis factorial (**Tabla 7.38**) en el que los dos primeros factores explican el 74% de la variabilidad. El segundo factor viene tan sólo determinado por los gastos de personal, por lo que lo denominaremos Factor de Gastos de Personal (FGP), en tanto que el primero de los factores venía influido por todas las demás variables con pesos positivos a excepción de la amortización que tiene un peso negativo (se la ve como un componente de ineficiencia), por lo que lo denominamos Factor de Aprovisionamientos Externos (FAE).

Tabla 7.37 Correlación entre las variables de Eficiencia Productiva

	AMORTV	GAEV	GPERV	GPRODV
GAEV	-.5307**			
GPERV	.1689	-.3247*		
GPRODV	-.5196**	.8640**	.0610	
PROVCV	-.2838	.2649	.2499	.3386*

Tabla 7.38 Análisis Factorial de las variables de Eficiencia Productiva

Determinante de la matriz de correlación = 0'0000772
Medida de adecuación de la muestra de Kaiser-Meyer-Olkin = 0'37770
Contraste de esfericidad de Bartlett = 421'37220 (0'000)

Variable	Comunalidad	*	Factor	Valor Propio	% de Varianza explicada	% Acumulado de varianza explicada
AMORTV	.11905	*	1	2.63700	52.7	52.7
GAEV	.94946	*	2	1.07796	21.6	74.3
GPERV	.95834	*				
GPRODV	.93387	*				
PROVCV	.75424	*				

VARIMAX normalización de Kaiser. Convergió en 3 iteraciones. Matriz de Factores Rotados:

	Factor 1	Factor 2
GPRODV	.96631	.01121
GAEV	.93528	-.27333
PROVCV	.84696	.19207
AMORTV	-.30577	.15987
GPERV	-.03034	.97848

Simplemente a título ilustrativo exponemos las matrices de correlación entre cada uno de los grupos de medidas de eficiencia relativa con todos los demás, pues de su simple observación se pueden obtener conclusiones interesantes en cuanto a la repetición del concepto "eficiencia" medido por distintas vías (en el caso de altas correlaciones positivas) o todo lo contrario (ante correlaciones nulas o incluso negativas) (**Tabla 7.39**).

Tabla 7.39 Relaciones entre los diferentes conjuntos de medidas de la "eficiencia relativa".

Correlaciones entre las variables retenidas de Eficiencia Directiva y de Rentabilidad conómica

	RAIAT	RAOAT	RBREXAT	RDIAT	REXAT	RNEXAT	ROA	VAAT
QADLP	.2988*	.2344	.2044	.2535	.1922	.2243	.3409*	.0714
RV	.2723	.2128	.2094	.2295	.1583	.2190	.3118*	.0694

Correlaciones entre las variables retenidas de Eficiencia Directiva y de Rentabilidad del Accionista

	BDTA	DIV	DIVBAT	DIVBVMA	PERDT	ROE	ROEVM
QADLP	.3266*	.2198	.3731**	-.3000*	.5000**	.2490	-.2525
RV	.3070*	.2277	.3911**	-.2905*	.4757**	.2245	-.2855*

Correlaciones entre las variables de Eficiencia Directiva retenidas y Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica

	BAITV	RAIV	RAOV	RBREXV	RDIV	REXV	RNEXV	VAAV
QADLP	.2035	.2066	.1781	.0925	.1573	.1878	.1025	.1519
RV	.1537	.1535	.1397	.0700	.1109	.1496	.0750	.1230

Correlaciones entre las variables de Eficiencia Directiva retenidas y Eficiencia Productiva

	AMORTV	GAEV	GPERV	GPRODV	PROVCV
QADLP	.1322	-.1523	.0947	-.0925	-.1878
RV	.1312	-.1292	.1019	-.0824	-.1884

Correlaciones entre las variables retenidas de Rentabilidad Económica y de Rentabilidad del Accionista

	BDTA	DIV	DIVBAT	DIVBVMA	PERDT	ROE	ROEVM
RAIAT	.9160**	.2083	.3316*	.1182	.3394*	.9476**	.7209**
RAOAT	.8229**	.2667	.3946**	.1891	.3096*	.8468**	.6570**
RBREXAT	.4564**	.0117	.2689	.1021	.0605	.4146**	.2444
RDIAT	.8945**	.1928	.2948*	.1080	.3016*	.9580**	.7588**
REXAT	.2986*	.1220	.0606	.0190	.3259*	.3081*	.2499
RNEXAT	.6102**	.0658	.2930*	.1011	.1556	.5929**	.4619**
ROA	.8608**	.1237	.2674	.0481	.2536	.8935**	.6505**
VAAT	.0515	-.0747	.1896	.1885	-.1507	.0987	-.0499

Correlaciones entre las variables de Rentabilidad Económica retenidas y Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica

	BAITV	RAIV	RAOV	RBREXV	RDIV	REXV	RNEXV	VAAV
RAIAT	.6892**	.8614**	.7731**	.4057**	.8413**	.3602*	.5367**	.3495*
RAOAT	.5708**	.7502**	.8402**	.4407**	.7400**	.0344	.5636**	.4047**
RBREXAT	.1295	.2431	.2448	.3620*	.1936	-.0026	.4108**	.2462
RDIAT	.7086**	.8680**	.7775**	.4171**	.8679**	.3579*	.5426**	.3578*
REXAT	.3655*	.3829**	.0560	.0967	.3576*	.9672**	.1043	-.0544
RNEXAT	.3480*	.4446**	.4907**	.4693**	.3975**	-.0237	.6089**	.3034*
ROA	.6407**	.7467**	.6218**	.3208*	.7199**	.3802**	.4347**	.2438
VAAT	-.4153**	-.2357	-.2032	-.2201	-.2779	-.2510	-.1930	-.0480

Correlaciones entre las variables de Rentabilidad Económica retenidas y Eficiencia Productiva

	AMORTV	GAEV	GPERV	GPRODV	PROVCV
RAIAT	-.0196	-.3202*	-.0752	-.3872**	-.2604
RAOAT	-.0165	-.3944**	.0091	-.4430**	-.2256
RBREXAT	.0906	-.3461*	.1179	-.4553**	-.0704
RDIAT	-.0124	-.3188*	-.0753	-.3846**	-.2503
REXAT	.1455	.1026	-.2924*	-.0355	-.1725
RNEXAT	-.0314	-.3911**	-.1070	-.5498**	-.2015
ROA	-.0560	-.2239	-.0912	-.3081*	-.1642
VAAT	-.2389	-.0820	.4957**	.0772	.1292

Correlación entre las variables de Rentabilidad del Accionista retenidas y Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica

	BDTA	DIV	DIVBAT	DIVBVMA	PERDT	ROE	ROEVM
BAITV	.6591**	.2234	.1663	-.0357	.2036	.6308**	.5597**
RAIV	.8035**	.2499	.2179	.0519	.3740**	.7968**	.6864**
RAOV	.7194**	.2884*	.2758	.0851	.2886*	.7130**	.6102**
RBREXV	.3782**	.1963	.1755	-.0372	.1124	.2882*	.2706
RDIV	.7842**	.2585	.2096	.0570	.3455*	.7935**	.7148**
REXV	.3097*	.1286	.0760	.0065	.3152*	.3311*	.2605
RNEXV	.4922**	.2063	.2167	.0198	.1882	.4386**	.4292**
VAAV	.2852*	.2510	.2629	.0221	.0055	.2531	.1482

Correlación entre las variables Rentabilidad del Accionista retenidas y Eficiencia Productiva

	BDTA	DIV	DIVBAT	DIVBVMA	PERDT	ROE	ROEVM
AMORTV	-.0659	.0545	.0326	-.2138	.0295	-.1609	-.2093
GAEV	-.2403	-.2053	-.2810	-.0194	.0046	-.1950	-.0801
GPERV	-.0956	.1366	.2258	.1364	-.1598	-.0804	-.2492
GPRODV	-.3409*	-.1522	-.2040	.0380	-.1082	-.2287	-.1914
PROVCV	-.1989	.0720	-.0830	.1243	-.1489	-.1776	-.0890

Correlación entre las variables de Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica y Eficiencia Productiva

	AMORTV	GAEV	GPERV	GPRODV	PROVCV
BAITV	.3405*	-.5417**	-.2369	-.6254**	-.2465
RAIV	.2496	-.4655**	-.1811	-.5468**	-.3020*
RAOV	.2500	-.5748**	-.1097	-.6246**	-.3168*
RBREXV	.5978**	-.7834**	-.1324	-.9041**	-.2305
RDIV	.2383	-.4590**	-.1584	-.5395**	-.2699
REXV	.2232	.0429	-.2491	-.0677	-.1810
RNEXV	.3917**	-.7149**	-.2437	-.8772**	-.2587
VAAV	.6063**	-.9483**	.2816	-.7956**	-.2159

Al igual que ocurre con la separación de mecanismos internos, que fueron divididos subjetivamente y asignados a cada uno de los grupos unas determinadas variables, de igual forma hemos procedido con las variables de eficiencia relativa, por lo que con el fin de conocer en qué medida nuestra agrupación se corresponde con la que subyace en los datos, procedimos a calcular un análisis factorial en componentes principales entre todas las variables retenidas, cuyos resultados no se muestran aquí, pero que supuso la extracción de ocho factores que explicaban un porcentaje del 88% de la variabilidad; si bien con los cinco primeros (los de mayor valor propio) se alcanzaba el 75%, que nos parecía suficiente. El primer factor recoge fundamentalmente variables de eficiencia económica y rentabilidad del accionista, el segundo factor el margen sobre ventas o eficiencia económica más el peso de las amortizaciones sobre las ventas, el tercer factor la eficiencia directiva junto a dos medidas de rentabilidad del accionista (DIVBAT y DIV), el cuarto factor recoge tres de las cinco medidas de eficiencia productiva y el quinto la importancia de los resultados extraordinarios (sobre ventas y sobre activos totales).

3.2.- Las relaciones entre el grupo de variables de eficiencia relativa y los costes de agencia.

Las relaciones que a continuación pasamos a comentar se circunscriben a los subconjuntos de variables retenidas tanto por lo que respecta a las diversas medidas de la eficiencia relativa (y sus factores) como a las medidas (y factores) de mayor y menor presencia de costes de agencia.

En principio la ligazón que debería poner de manifiesto el análisis estadístico de los coeficientes de correlación de Spearman, tal y como se recoge en el esquema representativo de la hipótesis, debiera

ser que las variables y factores de mayores costes de agencia estuvieran correlacionadas negativamente con las de eficiencia directiva, y al contrario para las de menores costes de agencia.
Sin embargo, como ya hemos puesto de manifiesto en alguna otra ocasión, se produce un problema de observabilidad conjun no de OPA, y tras esta, el estudio de las consecuencias derivadas de la misma.

Ello supone un grave problema a la hora de comentar todos los resultados de las hipótesis en un sentido causa-efecto, al menos para las relaciones intermedias, que quizás hubiera que tratar como variables subyacentes no estimables directamente y a las que procedería aplicar un análisis estadístico más apropiado.

Manifestada esta salvedad, comenzamos con el análisis de los resultados.

Relación entre eficiencia directiva y costes de agencia

Por lo que respecta a las variables de mayor coste de agencia, cuya matriz de correlaciones se recoge en la **Tabla 7.40**, y al contrario de lo que sería de esperar, la correlación de las dos variables con CFACCION es positiva y significativa (0'38) lo que va contra nuestra hipótesis, no así con CFVMA que es -0'59 y significativa[502].

Tabla 7.40 Correlaciones entre las variables retenidas de Eficiencia Directiva y de Mayor Coste de Agencia

	BAITINT	CFACCION	CFVMA	FCF1	IFAT	INTAT	RNDIV	TESAT
QADLP	.2853	.3876**	-.5894**	.2376	.2796	.3430*	.1637	.2003
RV	.2591	.3776**	-.5981**	.2056	.2756	.3145*	.1196	.2294

En lo relativo a las variables de menor coste de agencia, cuya matriz de correlaciones se expone en la **Tabla 7.41**, se encuentran correlaciones positivas en torno a 0,2 pero no significativas con IDAT y PAYOUT, lo que apoya débilmente nuestra hipótesis[503].

Tabla 7.41 Correlaciones entre las variables retenidas de Eficiencia Directiva y de Menor Coste de Agencia

	IDAT	IDBAII	IDCF	IDFP	IDIBAII	PAYOUT
QADLP	.2043	-.0261	-.1129	.0955	.0457	.2202
RV	.2111	-.0048	-.1150	.0988	.0638	.2040

Relación entre rentabilidad económica y costes de agencia

Para las variables representativas de mayores costes de agencia la matriz de correlaciones (**Tabla 7.42**) presenta signo positivo y significativo para BAITINT (de 0'36 a 0'96), CFACCION (de 0'58 a 0'69), FCF1 (de 0'32 a 0'42), INTAT (de 0'36 a 0'94) y RNDIV (de 0'37 a 0'77) para la mayoría de las variables de rentabilidad económica, ninguna relación significativa con IFAT y TESAT, y positiva

[502] Cuando analizamos la relación con los factores de mayor coste de agencia, son de nuevo positivas y significativas con el primer y tercer factor (0'34 a 0'39), y 0'54 negativa no significativa con el segundo. Cuando sustituimos las variables de eficiencia directiva por su factor, aún cuando nos encontramos con una situación parecida a la anterior, los coeficientes positivos (que van de 0'08 a 0'27) no son significativos, en tanto que de nuevo vuelve a mostrarse negativa y significativa la correlación con CFVMA (-0'47). Sin embargo, cuando procedemos a calcular los resultados con los factores de mayor coste de agencia obtenemos resultados similares que con las variables de eficiencia originales.

[503] Cuando la comparación se realiza con los factores, de nuevo es positiva no significativa con el segundo y el tercero (0'15 y 0'20). Si pasamos al factor de eficiencia directiva, el signo es positivo con todas las variables y significativo con IDAT (0'29) y con IDFP (0'33). Por último, las correlaciones entre los factores de ambos conjuntos

significativa CFVMA para tres variables. Estos resultados carecen de todo sentido según nuestra hipótesis[504].

Tabla 7.42 Correlaciones entre las variables retenidas de Rentabilidad Económica y de Mayor Coste de Agencia

	BAITINT	CFACCION	CFVMA	FCF1	IFAT	INTAT	RNDIV	TESAT
RAIAT	.9592**	.6697**	.2751	.4290**	.2006	.9449**	.7700**	-.0384
RAOAT	.8667**	.6358**	.2336	.3984**	.2263	.8024**	.6055**	.0379
RBREXAT	.4348**	.6472**	.3066*	.3679*	-.0195	.5720**	.2363	.1382
RDIAT	.9557**	.6319**	.3083*	.4157**	.1753	.9216**	.7980**	-.0515
REXAT	.3571*	.2562	.2053	.3411*	.0915	.3680*	.4471**	-.1839
RNEXAT	.6146**	.5851**	.2617	.3234*	.0440	.6894**	.3794**	.0177
ROA	.8414**	.6869**	.3138*	.4757**	.2325	.9990**	.7318**	-.1090
VAAT	-.0206	.3074*	.1373	.0085	-.2702	.1786	-.1165	.2309

Cuando valoramos la relación entre las variables de rentabilidad económica y las de menores costes de agencia (**Tabla 7.43**), las correlaciones que solemos obtener son negativas, algunas de ellas significativas, lo que es contrario a la hipótesis de partida[505].

Tabla 7.43 Correlaciones entre las variables retenidas de Rentabilidad Económica y de Menor Coste de Agencia

	IDAT	IDBAII	IDCF	IDFP	IDIBAII	PAYOUT
RAIAT	-.2241	-.4800**	-.4825**	-.4410**	-.4302**	.2189
RAOAT	-.2112	-.4291**	-.4412**	-.4881**	-.3809**	.2465
RBREXAT	.1348	-.1513	-.2477	-.1790	-.0649	.0176
RDIAT	-.2579	-.4842**	-.4830**	-.4679**	-.4574**	.1947
REXAT	-.1553	.0339	-.0553	-.1407	.0418	.1731
RNEXAT	.0199	-.2449	-.2858*	-.2648	-.1666	.0839
ROA	-.0132	-.3879**	-.4047**	-.2436	-.3419*	.1362
VAAT	.3055*	-.1014	-.0100	.1851	-.0341	.0094

Relación entre rentabilidad del accionista y costes de agencia

Aún cuando muchos coeficientes de correlación no son significativos con las variables de mayores costes de agencia (**Tabla 7.44**), los que lo son en su gran mayoría presenta signo positivo[506].

de variables es positiva y significativa para el segundo factor de agencia (0'33) y no significativa para el tercero.

[504] Las relaciones con los factores de mayor agencia también suelen ser positivas y significativas para la mayoría de variables, siendo similares los resultados cuando operamos con los factores de mayor coste de agencia con FRAO y sólo negativo y significativo FVA con el primer factor de costes de agencia (acorde con nuestra hipótesis). Al igual que con las variables de eficiencia directiva, con los factores la mayor parte de los signos contradicen nuestra hipótesis. Cuando tomamos los factores observamos que FRAO presenta idéntica relación que las variables y FVA muestra algunos signos negativos (todos no significativos salvo con RNDIV, -0'34).

[505] De las relaciones de las variables de rentabilidad y los factores de menor coste de agencia tan sólo tres variables son negativas significativas con el segundo factor. Si comparamos con los factores de rentabilidad económica, con FRAO son negativos y significativos (salvo IDAT y PAYOUT) y FVA no presenta signos significativos. Las relaciones entre ambos grupos de factores sólo presenta signo negativo significativo (-0'32) para FRAO con el segundo factor de menor coste de agencia.

[506] Cuando se examina la correlación con los factores este hallazgo vuelve a encontrarse. Las correlaciones de las variables con los factores de mayor agencia, en los casos en que es significativa, su signo es positivo. Las relaciones de los factores de rentabilidad del accionista, cuando son significativos, suelen ser positivos. Igualmente, en las relaciones entre ambos grupos de factores las únicas relaciones significativas son positivas.

Tabla 7.44 Correlaciones entre las variables retenidas de Rentabilidad del Accionista y de Mayor Coste de Agencia

	BAITINT	CFACCION	CFVMA	FCF1	IFAT	INTAT	RNDIV	TESAT
BDTA	.8682**	.8037**	.2273	.4517**	.2924*	.8651**	.7121**	.0390
DIV	.2431	.1062	-.0197	.3623*	.2555	.1315	.1369	-.0070
DIVBAT	.3327*	.2115	-.0686	.0977	.0801	.2691	.0152	.1428
DIVBVMA	.0993	.0018	.4651**	-.0179	-.1757	.0490	.0090	-.1649
PERDT	.3932**	.3439*	-.2896*	.4291**	.2754	.2607	.2795	.2007
ROE	.8959**	.5991**	.3477*	.3682*	.1205	.8942**	.7845**	-.1075
ROEVM	.6829**	.3413*	.6934**	.2404	-.0540	.6485**	.6610**	-.2815

En la comparación de correlaciones con las variables de menores costes de agencia (**Tabla 7.45**) los signos significativos suelen ser negativos, salvo para PAYOUT, que presenta cuatro correlaciones positivas[507].

Tabla 7.45 Correlaciones entre las variables retenidas de Rentabilidad del Accionista y de Menor Coste de Agencia

	IDAT	IDBAII	IDCF	IDFP	IDIBAII	PAYOUT
BDTA	-.2146	-.3860**	-.4419**	-.4013**	-.3586*	.2561
DIV	.2100	.3142*	.1631	.0231	.3478*	.7672**
DIVBAT	.2861*	.2168	.0563	.0084	.2978*	.6616**
DIVBVMA	.1408	.2309	.2601	.1005	.2544	.5792**
PERDT	-.1355	.0561	-.0935	-.2760	.0987	.6405**
ROE	-.1686	-.4130**	-.3578*	-.2884*	-.3892**	.2636
ROEVM	-.2631	-.2932*	-.2114	-.3259*	-.3358*	.2428

Relación entre eficiencia productiva y coste de agencia

Para las variables de mayor coste de agencia, se producen pocas correlaciones significativas (**Tabla 7.46**) pero estas son negativas, salvo para GPERV con TESAT que es 0'32[508].

Tabla 7.46 Correlaciones entre las variables de Eficiencia Productiva y las variables retenidas de Mayor Coste de Agencia

	BAITINT	CFACCION	CFVMA	FCF1	IFAT	INTAT	RNDIV	TESAT
AMORTV	.1073	.0827	-.1408	.2479	.3234*	-.0569	-.0309	.0418
GAEV	-.3875**	-.2135	.0779	-.1891	-.0982	-.2215	-.1420	-.0898
GPERV	-.1447	.1115	-.1082	.0553	.0093	-.0891	-.1575	.3185*
GPRODV	-.4755**	-.2986*	-.0289	-.2708	-.1501	-.3056*	-.2085	-.0063
PROVCV	-.3608*	-.0131	.2147	.1226	.0479	-.1674	-.1790	.2221

En el caso de las variables de menor coste de agencia hay dos correlaciones negativas significativas, **Tabla 7.47**, (AMORTV con IDCF, -0'31 y con IDFP -0'37) y mayoritariamente el resto no son significativas pero destaca IDFP que para tres variables presenta signo positivo significativo[509].

---

[507] Las correlaciones entre las variables y los factores de menor agencia es negativa y significativa para una variable en el primer factor, para cuatro en el segundo y positiva y significativa para cuatro en el tercero (estas últimas pueden ser relaciones evidentes por la forma de definición de la variable). Los signos con los factores de agencia que son significativos suelen ser negativos salvo con la relación del primer factor y PAYOUT. Las relaciones entre factores es significativa y negativa FRENACTA con FAGMN2 (-0'37) y positiva para FDIVIDEN y FAGMN3 (obviamente).

[508] La mayoría de las correlaciones con los factores de coste de agencia son negativas, no significativas. La correlación de FAE es negativa significativa con BAITINT (-0'43) y la de FGP positiva significativa con TESAT. Las relaciones entre factores suelen ser negativas no significativas.

Tabla 7.47 Correlaciones entre las variables de Eficiencia Productiva y las variables retenidas de Menor Coste de Agencia

	IDAT	IDBAII	IDCF	IDFP	IDIBAII	PAYOUT
AMORTV	-.1991	-.0464	-.3059*	-.3689**	-.0118	-.1446
GAEV	.1979	.1882	.1441	.4498**	.1235	.0199
GPERV	.1186	-.1004	-.0275	.0624	-.0964	.0001
GPRODV	.2742	.1512	.2449	.5793**	.0830	.0025
PROVCV	.2551	.1859	.3280*	.3661*	.1541	.0801

Relación entre eficiencia económica y costes de agencia

La correlación que presentan las variables de eficiencia económica con mayor coste de agencia (**Tabla 7.48**) suele ser positiva y significativa con BAITINT, CFACCION, FCF1, INTAT y RNDIV, y no con CFVMA, IFAT y TESAT[510].

Tabla 7.48 Correlaciones entre las variables de Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica y las variables retenidas de Mayor Coste de Agencia

	BAITINT	CFACCION	CFVMA	FCF1	IFAT	INTAT	RNDIV	TESAT
BAITV	.7247**	.3761**	.1671	.3805*	.3300*	.6401**	.6426**	-.1811
RAIV	.9065**	.5037**	.2226	.4335*	.2512	.7465**	.7602**	-.0567
RAOV	.8261**	.4277**	.1178	.3556*	.2694	.6202**	.6154**	-.0127
RBREXV	.5082**	.2865*	.0832	.3194*	.2394	.3114*	.2828	.0338
RDIV	.8883**	.4706**	.2467	.4185*	.2377	.7205**	.7540**	-.0616
REXV	.4241**	.2587	.1974	.3358*	.0936	.3855**	.4599**	-.0968
RNEXV	.6238**	.2997*	.1214	.2830	.1731	.4249**	.3831**	-.0135
VAAV	.4277**	.2137	-.0426	.2296	.1915	.2383	.2114	.0925

Con las variables de menores costes de agencia las correlaciones (**Tabla 7.49**), cuando son significativas, son negativas[511].

---

[509] Si examinamos a los factores de coste de agencia, el primero presenta correlación positiva con AMORTV (0'28) y el segundo negativa con dicha variable (-0'31) y positiva con GPRODV y PROVCV. Con relación a las relaciones entre los factores, sólo es positiva significativa la relación de FAE con FAGMN2 (0'43).

[510] Con los factores de mayor coste de agencia el coeficiente habitualmente es positivo y significativo con el primero y el tercero. Los factores de eficiencia económica presentan el mismo patrón que las variables. Las correlaciones entre los dos grupos de factores es positiva para FME con el primer (0'48) y tercer (0'38) factor de agencia y FMO positiva con el primer factor de agencia (0'34).

[511] Lo mismo que ocurre de forma marcada con el segundo factor de costes de agencia (no así con los otros dos). Sólo el factor FMO presenta correlación negativa significativa con IDFP. Las correlaciones entre los factores entre sí sólo son negativas y significativas para el segundo factor de menores costes de agencia.

Tabla 7.49 Correlaciones entre las variables de Margen sobre Ventas o Eficiencia Económica y las variables retenidas de Menor Coste de Agencia

	IDAT	IDBAII	IDCF	IDFP	IDIBAII	PAYOUT
BAITV	-.2169	-.2714	-.2910*	-.4221**	-.2654	.0794
RAIV	-.4025**	-.4518**	-.4244**	-.5815**	-.4233**	.2128
RAOV	-.4070**	-.4373**	-.3718**	-.6275**	-.4114**	.1710
RBREXV	-.2944*	-.1543	-.2320	-.5518**	-.1039	.0098
RDIV	-.4155**	-.4329**	-.4088**	-.6033**	-.4277**	.2175
REXV	-.2150	-.0650	-.1265	-.2090	-.0428	.1632
RNEXV	-.3266*	-.2239	-.2429	-.5597**	-.1690	.0878
VAAV	-.2166	-.2025	-.1526	-.4394**	-.1543	-.0010

4.- En busca de las características diferenciales de las empresas objetivo y no objetivo de OPA.

Hasta el momento hemos cumplido con el análisis de las hipótesis 1 y 2, relativas a las relaciones dentro y entre cada uno de los mecanismos internos de incentivo y control, para posteriormente examinar, dentro de las hipótesis 3 y 4, las relaciones entre los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa observada. Aún en ningún momento hemos hecho distinción alguna en la muestra con la que trabajamos entre empresas que han sido objetivo de una OPA de las que no. A ello dedicamos los siguientes apartados, que responden a la Hipótesis genérica: "Hacia un modelo de probabilidad de OPA", que engloba las hipótesis 5 a 9.

Dos enfoques hemos seguido para realizar el estudio de cómo el hecho de ser objetivo o no se ve afectado por las variables que definen los demás grupos que hasta ahora hemos considerado. El más sencillo, a la vez que menos riguroso, es realizar un análisis univariante enfrentando las subpoblaciones de empresas objetivo y no objetivo de OPA, a lo que dedicamos el siguiente apartado.

En el apartado posterior nos dedicamos a realizar estimaciones de modelos multivariantes, en concreto modelos Logit como ha quedado suficientemente justificado en capítulos anteriores para examinar el problema que aquí tratamos de resolver, comenzando con modelos que sólo incorporar un conjunto de variables (mecanismos de incentivo y control, costes de agencia o eficiencia relativa) para finalmente incluir otros dos grupos de variables que si bien no aparecen en nuestro modelo teórico, en otros estudios y para otras teorías resultan significativas (variables fiscales y de liquidez).

En tercer lugar procedemos a incluir en un único modelo Logit todas las variables que han salido más significativas en los modelos anteriores.

4.1.- Análisis univariante.

Cómo es habitual antes de proceder a realizar un análisis multivariante cual es el caso de la aplicación de un modelo de regresión logística a nuestras variables, hemos realizado precedentemente una serie de análisis univariantes y de exposición de estadísticos descriptivos para caracterizar la muestra. Como se sabe, comúnmente la muestra va a estar formada por 24 empresas objetivo de OPA y 24 empresas no objetivo, emparejadas por tamaño, sector y año de ocurrencia.

En las tablas resumen de la información en la primera columna aparece el nombre codificado de la variable, cuya fórmula de cálculo se recoge en el **Anexo II**. Entre los estadísticos descriptivos presentamos la media (segunda columna), la mediana (tercera columna) y la desviación típica (cuarta

columna). Cada una de las filas recoge, respectivamente, el valor para el grupo OPA, no OPA y la muestra total.

Asimismo, en la segunda columna se presenta entre paréntesis los resultados del test de la *t* de *Student* de igualdad de medias, tanto para el caso de considerar que las muestras no son emparejadas, como para el caso de considerar que las muestras son emparejadas, de forma que si aparece el signo de igualdad es que no hay diferencias significativas entre ambos grupos (al 5%).

En la cuarta columna aparece entre paréntesis el resultado del test de Levene con relación a la homogeneidad de las varianzas de las dos submuestras, representando por (H) que existe homogeneidad.

La quinta columna nos ofrece el resultado del contraste de normalidad de Kolmogorov-Smirnof-Lilliefors, indicando por "NO" que no es normal (al 5%) y por "SÍ" que es normal a igual porcentaje de significatividad.

La sexta columna nos presenta los coeficientes de correlación de Pearson y de Spearman entre los grupos OPA y no OPA, y el coeficiente ETA al cuadrado. Con relación a los dos primeros aparecerá 0 si no es significativa la correlación o en caso contrario su signo correspondiente.

La séptima columna recoge una serie de contrastes no paramétricos para muestras independientes. Concretamente los de Mann-Whitney, Kolmogorov-Smirnof, Wald-Woldniz y Kruskal-Wallis, indicando el símbolo = que no existen diferencias significativas entre los dos grupos.

Por último, la octava columna se reserva para una serie de contrastes no paramétricos para muestras emparejadas (Wilcoxon y Signos) con la misma interpretación que la columna anterior.

Siempre que aparece un número dentro de un paréntesis se refiere al nivel de significación de la prueba. Cuando aparece una interrogación en alguna casilla es que el resultado de la prueba no es fácil de interpretar. Las siglas N.C. siempre significan no calculado, por diversas causas.

Todos los resultados del análisis univariante se recogen en el **Anexo IV** y una explicación a la forma de interpretación de los contrastes allí expuestos en el **Anexo V**.

El tamaño como factor de emparejamiento. Las variables de liquidez y fiscales

Nuestro primer análisis se realizó sobre un conjunto de variables que podíamos suponer razonablemente que serían una aproximación al tamaño, para así tener la certeza de que el emparejamiento por tamaño del que partimos en la forma de construcción de la muestra es realmente cierto y no existen diferencias significativas de tamaño entre ambos grupos, como así se puso de manifiesto para un elevado número de las variables.

Asimismo, y aún cuando no formaban parte de nuestro modelo, procedimos a calcular dos grupos adicionales de variables de cara a su incorporación en un modelo final, las variables de liquidez y las variables fiscales. Ambos conjuntos han sido empleados en estudios precedentes por lo que de ahí viene la principal justificación para tenerlos en cuenta finalmente. Los resultados ponen de manifiesto que la variable de liquidez FMAT es muy diferente entre ambos grupos en el análisis univariante, también FMV en las pruebas no paramétricas (pero carece de sentido basarse en ellas pues parece no desviarse de la normalidad). En lo que respecta al grupo fiscal tan sólo la variable IMAT refleja diferencias significativas para el caso del análisis de muestras pareadas.

Mecanismos de incentivo

Este grupo no mostró diferencias significativas entre los dos grupos ni para las pruebas paramétricas ni para las no paramétricas. Por otra parte, habitualmente las varianzas fueron homogéneas y las variables no normales.

Mecanismo de control: Estructura de propiedad

Las únicas variables que muestran diferencias significativas al nivel del 5% o menor en la mayoría de pruebas de igualdad paramétricas y no paramétricas son C1, C1PROP, DOMINC1, GRAC40C1; y SUPEC51 sólo en los contrastes paramétricos.

Mecanismo de control: Estructura del endeudamiento - Apalancamiento financiero

Ninguna de las variables de apalancamiento financiero encuentra diferencias significativas entre los dos grupos de empresas.

Mecanismo de control: Estructura del endeudamiento - Composición del endeudamiento

Tan sólo la variable OBGCDC muestra diferencias significativas en el contraste paramétrico pareado y en varios de los contrastes no paramétricos.

Mecanismo de control: Estructura de gobierno

Resultan significativas las diferencias en DOMINCA, GRAC30CA (al 12% y 10% para el contraste paramétrico), NSUPECA (al 14 % en el contraste paramétrico no emparejado y SANOFICA (también a elevados valores del contraste paramétrico).

Costes de agencia

Ninguna de las variables de este grupo presenta diferencias significativas.

Eficiencia relativa

Salvo alguna variable aislada como AMORTV, ninguna de las variables de los subgrupos de eficiencia directiva, rentabilidad del accionista, eficiencia económica, margen sobre ventas y eficiencia productiva, presentan diferencias significativas entre los dos grupos.

Este análisis univariante se completa mediante la construcción de una serie de variables transformadas de todas aquellas variables que eran continuas, siguiéndose este procedimiento:

a) Crear una variable dicotómica en función de que el valor de la variable fuese superior o inferior a la media muestral.

b) Crear una variable dicotómica en función de que el valor de la variable fuese superior o inferior a la mediana muestral.

c) Crear una variable dicotómica en función de que el valor de la variable fuese superior o inferior a la media del sector.

d) Crear una variable ordinal que tomaba los valores 0, 1 ó 2 según su valor estuviese comprendido entre 0 y el primer tercil, entre el primer tercil y el segundo tercil, o entre el segundo tercil y la unidad.

e) Proceder igual que en el caso anterior pero para cuatro valores (0, 1, 2 y 3), tomando como puntos de corte el percentil 25, la mediana y el percentil 75.

Los resultados de las pruebas que son aplicables a estas variables transformadas se realizaron pero hemos preferido no incorporarlos como texto a esta investigación dado que sus resultados aportaban muy poco al análisis univariante previo.

4.2.- Modelos logísticos parciales de probabilidad de OPA.

En primer lugar hemos de reseñar que como hemos comentado previamente en el capítulo quinto a la hora de abordar la técnica estadística más adecuada, prácticamente todos los últimos estudios realizadosse decantaban por el modelo logit o probit frente al análisis discriminante. Sin embargo, como también expusimos en su momento, sería necesario dar una explicación a por qué, en nuestro caso el método logit, lo consideramos el más adecuado. En este sentido diversos autores han modelizado teóricamente como el suceso "probabilidad de OPA" debe estimarse de acuerdo con una regresión logística. Un resumen de esos trabajos se encuentra en el **Anexo VI**.

Para realizar los análisis de regresión logística se empleó siempre el procedimiento FORWARD CONDITIONAL del paquete estadístico SPSS (ver Ferran Aranaz, 1996, capítulo. 13) con lo cual se evitaban los problemas de multicolinealidad, empleando para la selección y eliminación de las variables la puntuación eficiente de Rao y el estadístico de Wald, respectivamente.

El estadístico de Wald desempeña en la regresión logística un papel similar a la prueba *t* de la regresión múltiple: comprobar si su parámetro asociado es o no diferente de cero. Así, en el proceso de selección de variables, la candidata a ser eliminada será la que presente el mayor *p*-valor asociado al estadístico de Wald, siendo eliminada, en nuestro caso, si el máximo es mayor que un valor crítico que como comentamos posteriormente establecemos en 0'20.

Por su parte la puntuación eficiente de Rao permite contrastar lo mismo que la prueba *t* para las variables no incluidas en la ecuación. Si el *p*-valor asociado al estadístico puntuación eficiente de Rao es menor que el nivel de significatividad prefijado, se rechaza la hipótesis nula, de tal forma que en cada etapa del proceso de selección de variables, la candidata a ser seleccionada será la que presente el mínimo *p*-valor asociado al estadístico puntuación eficiente de Rao, siendo seleccionada si dicho mínimo es menor que un valor crítico que nosotros prefijamos en 0'15, como comentamos posteriormente.

La bondad del ajuste la mediremos a través de -2 x Log de la verosimilitud (-2LL) o mediante el estadístico de Bondad del Ajuste, siguiendo ambos estadísticos una *ji*-cuadrado con n-2 grados de libertad.

El estadístico anterior nos permite en la regresión logística contrastar la hipótesis nula de que todos los parámetros incluidos en el modelo son nulos (como el contraste de la *F* en la regresión múltiple), en tanto que en cada etapa, para evaluar la mejora obtenida en cada paso utilizaremos el estadístico de mejora.

En principio probamos a realizar dos veces las mismas regresiones, en un caso incluíamos sólo las variables retenidas de cada grupo y en el otro procedíamos a analizar todas las variables del grupo. Evidentemente entre ambos no existía diferencia dado el mecanismo de entrada que nosotros seguíamos en el procedimiento de estimación.

Dada las pocas esperanzas que, a la vista del análisis univariante cabía tener con relación a los modelos multivariantes, introducimos una gran flexibilidad en cuanto a la significatividad de entrada

de las variables (0'10), en tanto que para ser excluidas una vez que formaban parte de la función logística establecimos un listón algo más elevado (0'15), con relación a los que incorpora el SPSS por defecto. Esto, evidentemente, sesga hacia la entrada de variables a la vez que hacía caer la bondad del ajuste de nuestro modelo.

Como elementos comunes a todas las regresiones es que el número de casos es de 48 (no ponderados) que es igual al número de casos seleccionados, pero no necesariamente igual al número de casos incluidos, si existen observaciones para las que falta información (*missing data*). En todos los modelos la variable dependiente es OPA que mide la ocurrencia o no ocurrencia de una OPA (1/0) e igualmente todos los modelos se estiman con constante en el origen.

El procedimiento termina si el cambio en la estimación de los parámetros es menor a 0'001 o el logaritmo de la función de maximaverosimilitud disminuye menos de un 0'01% y el número máximo de estimaciones es de veinte. Todos los resultados numéricos de los procedimientos paso a paso se acompañan en el **Anexo VII**.

4.2.1.- Los mecanismos internos, los costes de agencia y la eficiencia relativa.

Nos proponemos en este apartado contrastar las hipótesis 5, 6 y 7.

Mecanismos de Incentivo

En este caso debemos señalar que la muestra se redujo a 42 observaciones por falta de información en algunas variables. Como ninguna variable tuvo una significatividad inferior a 0'15 en la puntuación de Rao, ninguna entró al modelo, con lo que quedó incorrectamente especificado tan sólo con la constante.

Estructura de Propiedad

Permitió formular un modelo con dos variables explicativas retenidas (DOMINC1 y SUPEC51), modelo significativo al 1% y en el que la mejora por introducir la segunda variable al modelo también es significativa al 1%. El coeficiente de la primera es negativo significativo al 1% y la segunda presenta coeficiente positivo no significativo. En ambos casos el cambio en el coeficiente de maximaverosimilitud es significativo al 1% si son eliminadas cualesquiera de las dos variables. Los resultados se recogen en la **Tabla 7.50**.

Tabla 7.50 Modelo Logit con las variables de Estructura de Propiedad

-2 Log Likelihood 51.500
Bondad ajuste 44.001

	Chi-Square	df	Signif.
Model Chi-Square	15.042	2	.0005
Improvement	7.374	1	.0066

Variables en la ecuación

	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
DOMINC1	-2.0149	.7130	7.9868	1	.0047	-.2999	.1333
SUPEC51	8.7536	28.4479	0947	1	.7583	.0000	6333.295
Constant	-7.8373	28.445	.0759	1	.7829		

La siguiente variable para entrar en el modelo sería GRAC30C5 con una significatividad de 0'1718.

Apalancamiento Financiero

Dado que ninguna variable tuvo una significatividad inferior a 0'15 en la puntuación de Rao (la más próxima fue DTDTVA con una significatividad de 0'1831), ninguna entró al modelo, con lo que quedó incorrectamente especificado tan sólo con la constante.

Estructura del Endeudamiento

Se realizó su análisis sobre 46 casos. El modelo final incluyó dos variables (OBGLDL y OCDC) que permitían asegurar que el modelo era significativo en su conjunto al 1%, al igual que la mejora que introducía la segunda variable sobre el modelo con una sola variable lo era al 1'6%. El cambio en la función de maximaverosimilitud era significativo a niveles inferiores al 5% si cualquiera de las dos variables fuese eliminada de la función. La primera variable tiene signo negativo significativo al 5% y la segunda negativo no significativo. Los resultados se recogen en la **Tabla 7.51**.

Tabla 7.51 Modelo Logit con las variables de Estructura de Endeudamiento

-2 Log Likelihood	55.148
Goodness of Fit	42.653

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	8.534	2	.0140
Improvement	5.725	1	.0167

Variables in the Equation

Variable	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
OBGLDL	-2.4149	1.2600	3.6737	1	.0553	-.1621	.0894
OCDC	-73.3274	99.5637	.5424	1	.4614	.0000	.0000
Constant	1.8453	.9922	3.4590	1	.0629		

La siguiente variable a entrar sería OBGCDC con una significatividad de 0'1992.

Estructura de Gobierno

Incorpora en su modelo tres variables (CESE10, DOMINCA, SANOFICA) siendo en su conjunto significativo al 1%, y la tercera variable que incorpora introduce una mejora significativa al 7%. Todas las variables son significativas ante la posibilidad de que fuesen excluidas del modelo al 7% o menos. Las dos primeras variables toman signo positivo en la ecuación y la tercera negativo, siendo significativa la primera al 8%, no significativa la segunda y significativa la tercera al 3%. Los resultados se recogen en la **Tabla 7.52**.

Tabla 7.52 Modelo Logit con las variables de Estructura de Gobierno

-2 Log Likelihood	51.264
Goodness of Fit	41.869

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	15.278	3	.0016
Improvement	3.281	1	.0701

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
CESE1O	-1.2147	.6912	3.0881	1	.0789	-.1279	.2968
DOMINCA	-10.2916	27.5936	.1391	1	.7092	.0000	.0000
SANOFICA	2.5249	1.1576	4.7572	1	.0292	.2036	12.4895
Constant	.3641	.4592	.6289	1	.4278		

La siguiente variable a entrar sería TAMCA con una significatividad de 0'3095.

Costes de Agencia

Para el grupo de variables de mayores y menores Costes de Agencia el modelo retiene tres variables (ACAT, IDCF e IFAT) como significativas, resultando el modelo significativo al 2%, y colaborando la última variable en la mejora del ajuste del modelo (IDCF) a un nivel de significatividad del 8%. Las variables incluidas en el modelo son positivas y significativas a niveles que oscilan entre el 4% y el 17%. Todas son significativas en el caso de ser eliminadas del modelo a niveles entre el 1% y el 8%. Los resultados se recogen en la **Tabla 7.53**.

Tabla 7.53 Modelo Logit con las variables de Costes de Agencia

-2 Log Likelihood 56.742
Goodness of Fit 46.892

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	9.800	3	.0203
Improvement	2.975	1	.0846

Variables in the Equation

Variable	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
ACAT	3.5372	1.7579	4.0486	1	.0442	.1755	34.3692
IDCF	.2977	.2186	1.8548	1	.1732	.0000	1.3468
IFAT	11.1088	5.6779	3.8279	1	.0504	.1657	66755.41
Constant	-2.9721	1.2585	5.5775	1	.0182		

La primera variable en entrar sería IDFP con una significatividad de 0’1762.

Eficiencia Relativa

Sólo una variable de todos los conjuntos de medidas de Eficiencia Relativa resulta que entra a formar parte del modelo de regresión logística, AMORTV. El modelo es significativo al 6% y el coeficiente de la variable es negativo y significativo al 8%. Su eliminación del modelo es significativa al 6’5%. Los resultados se recogen en la **Tabla 7.54**.

Tabla 7.54 Modelo Logit con las variables de Eficiencia Relativa

Variable(s) Entered on Step Number: AMORTV
-2 Log Likelihood 63.139
Goodness of Fit 47.499

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	3.403	1	.0651
Improvement	3.403	1	.0651

Variables in the Equation

Variable	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
AMORTV	-15.1074	8.6080	3.0802	1	.0793	-.1274	.0000
Constant	.8637	.5695	2.2999	1	.1294		

La primera variable en entrar sería RAOAT con una significatividad del 0’2048.

4.2.2.- Variables fiscales y de liquidez.

Acometemos ahora el contraste de la hipótesis 8.

Para las variables fiscales sólo IMAT entra a formar parte del modelo de regresión logística. El modelo es significativo al 6% y el coeficiente de la variable es negativo y significativo al 7%. Su eliminación del modelo es significativa al 5'7%. Los resultados se recogen en la **Tabla 7.55**.

Tabla 7.55 Modelo Logit con variables fiscales

```
-2 Log Likelihood   66.542129

Variable(s) Entered on Step Number: IMAT
 -2 Log Likelihood       62.939
 Goodness of Fit         48.200
```

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	3.603	1	.0577
Improvement	3.603	1	.0577

Variables in the Equation

Variable	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
IMAT	-2.8263	1.5491	3.3286	1	.0681	-.1413	.0592
Constant	1.0085	.6279	2.5798	1	.1082		

La primera variable que entraría sería BDIAT con una significatividad de 0'1555.

Para las variables de liquidez sólo FMAT entra a formar parte del modelo de regresión logística. El modelo es significativo al 1% y el coeficiente de la variable es positivo y significativo al 1%. Su eliminación del modelo es significativa al 6'5%. Los resultados se recogen en la **Tabla 7.56**.

Tabla 7.56 Modelo Logit con variables de liquidez

```
-2 Log Likelihood   66.542129

Variable(s) Entered on Step: FMAT
-2 Log Likelihood       57.633
 Goodness of Fit        46.630
```

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	8.909	1	.0028
Improvement	8.909	1	.0028

Variables in the Equation

Variable	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
FMAT	7.3729	2.9815	6.1152	1	.0134	.2487	1592.272
Constant	-1.1491	.5318	4.6685	1	.0307		

La primera variable en entrar sería CFBDIAT con una significatividad de 0'1928.

4.3.- Un modelo conjunto de probabilidad de OPA.

En este caso hemos probado a formular un modelo que en lugar de elegir las variables dentro de cada bloque o de todo el conjunto de la base de variables, continuando con el método paso a paso hacia adelante, sólo incluyera como variables de partida aquellas que han resultado significativas en los grupos de variables del análisis logit inicial, incluyendo tanto las fiscales como las de liquidez, a fin de contrastar la hipótesis 9.

El procedimiento se ha realizado sobre una muestra de 47 casos y se recoge por completo en el **Anexo VII**. Los resultados finales se recogen en la **Tabla 7.57**.

Tabla 7.57 Modelo Logit conjunto de Probabilidad de OPA

-2 Log Likelihood	26.562
Goodness of Fit	64.630

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	38.573	7	.0000
Improvement	3.516	1	.0608

Classification Table for OPA

Observed	Predicted 0	Predicted 1	Percent Correct
0	22	2	91.67%
1	4	19	82.61%
		Overall	87.23%

Variables in the Equation

Variable	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
ACAT	-8.1478	4.0669	4.0138	1	.0451	-.1758	.0003
CESE1O	-2.0054	1.1742	2.9171	1	.0876	-.1187	.1346
DOMINC1	-3.7317	1.5907	5.5036	1	.0190	-.2319	.0240
FMAT	22.3132	7.7568	8.2747	1	.0040	.3104	4.90E+09
IDCF	.6722	.4190	2.5734	1	.1087	.0938	1.9586
OBGLDL	-6.2689	2.5882	5.8664	1	.0154	-.2436	.0019
SANOFICA	4.9747	1.9211	6.7057	1	.0096	.2688	144.7067
Constant	5.3990	2.8493	3.5905	1	.0581		

La primera variable que queda por entrar en la ecuación es DOMINCA con un 0’2122 de significatividad.

A raíz de los resultados obtenidos podemos obtener como conclusiones más relevantes que el modelo en su conjunto resulta significativo al 1 por mil, todas las variables que pertenecen al modelo mantienen niveles de significatividad inferiores al 5%, salvo dos casos en los que se sitúan por debajo del 10%, lo cual representa un buen nivel de significatividad individual de las variables explicativas. El porcentaje de clasificación que da por defecto (87’23%) carece de significación por los argumentos ya expuestos en Palepu (1986).

Analizando pormenorizadamente el signo y la importancia relativa de las variables nos encontramos con que la variable con mayor peso es FMAT, variable de liquidez, que si bien no estaba en un principio incluida en el modelo teórico, también podría ser que el Fondo de Maniobra resultase una aproximación a la discrecionalidad directiva sobre los recursos internos en efectivo de la empresa. Su signo es positivo, como cabría esperar si lo interpretamos desde la teoría del flujo de efectivo excedentario, a mayor liquidez, mayor probabilidad de OPA, como queda representado en el modelo.

La segunda variable en importancia relativa es ACAT, variable perteneciente al grupo de mayores costes de agencia, y de nuevo se introdujo con la finalidad de medir de forma aproximada la liquidez, con lo que el razonamiento es similar al realizado anteriormente. Su signo es negativo, luego tal y como se realiza la medida sobre los activos totales, a ello no se debe el cambio de signo, por lo que posiblemente es que el concepto de activo circulante es demasiado amplio para reflejar una

aproximación a la liquidez y habrá que buscar otra explicación a un signo que es contrario a nuestra teoría.

La tercera variable es OBGLDL, variable de la estructura del endeudamiento, que presenta signo negativo, lo que es acorde con la teoría de que la deuda realiza un papel de vigilancia sobre la dirección de la empresa, en este caso su composición en cuanto a su distribución en deuda remunerada (obligaciones) y del grupo a largo plazo sobre la deuda total a largo plazo.

La cuarta variable es SANOFICA, es decir, la pertenencia de una sociedad anónima al consejo de administración, incluida en el grupo de estructura de gobierno. Como ya hemos tenido ocasión de exponer sobradamente a lo largo del pasado capítulo, entendemos que la presencia de determinados inversores en el Consejo pueden realizar un papel de supervisores sobre la actuación del mismo (fundamentalmente los consejeros internos). En este sentido la variable en cuestión presenta signo positivo, lo que no está de acuerdo con nuestra hipótesis de que la presencia de tales supervisores disminuye la probabilidad de OPA.

La quinta variable es CESE1O, esto es, la ocurrencia de ceses en el Consejo en el año anterior a la OPA a contar desde dicha fecha. Esta variable se incorporá al grupo de estructura de gobierno en el sentido de que suponía una disciplina interna por parte del propio Consejo ante aquellos que estuvieran realizando una actuación inadecuada dentro del mismo. Interpretado en este sentido, es normal que cuanto mayor sea el valor de la variable, menor sea la probabilidad de OPA, como pone de manifiesto el signo negativo de CESE1O.

La última variable es IDCF, incluida dentro del grupo de mayores costes de agencia, dado que los intereses y dividendos suponen una merma de los recursos de los que discrecionalmente podría emplear la dirección para sus fines personales, incrementando el problema de agencia. Como era de esperar, aunque de muy pequeña magnitud, su signo es positivo, es decir, es contraria a como nuestra hipótesis fue formulada en el sentido de que suponían el compromiso de pagos, y por tanto la reducción del problema de agencia. También pudiera ocurrir la interpretación contraria, que aumentan los costes de agencia al suponer corrientes de efectivo que pueden ser manejadas por la dirección, si bien dicho argumento se sostiene más para el efectivo distribuido como dividendos que para los pagos de intereses.

Con la finalidad de examinar de alguna forma la "robustez" del modelo estimado, procedemos a realizar tantas nuevas estimaciones como variables contiene, con la particularidad de que en cada una de ellas vamos eliminando una variable, según el orden de entrada en el modelo original, de tal forma que cada nuevo modelo siempre se estima con siete variables. Con ello pretendemos evaluar si la importancia de la inclusión de una variable determinada es tan grande que puede hacer cambiar los signos de las relaciones, la significatividad del resto de las variables o la significatividad del modelo en su conjunto.

La **Tabla 7.58** muestra el orden de entrada y las variables que forman parte de los nuevos modelos. De su examen se extrae que las primeras variables en entrar siempre suelen ser las mismas y que pocas variables nuevas aparecen como significativas en el modelo entrando en los primeros pasos, con carácter general.

La **Tabla 7.59** recoge los valores para juzgar la bondad de la estimación de los nuevos modelos de probabilidad de OPA, y de ella se puede inferir que todos son significativos en su conjunto, que la bondad del ajuste del modelo 6 es superior al del modelo de partida, pero por el contrario incorpora una variable explicativa más (excluye ACAT e incorpora IFAT), lo que hace que no sea el mejor

modelo en cuanto a su ajuste. Salvo este otro modelo, todos los demás suponen caídas importantes en la bondad del ajuste, por lo que podemos decir que se comporta de una forma parsimoniosa.

Del examen de ambas tablas parece que se puede concluir una cierta robustez de las variables del modelo, al menos con relación a la muestra de estimación y que se comporta de forma parsimoniosa.

Por otra parte, también incluímos la **Tabla 7.60**, en la que se recoge la matriz de correlación de Spearman para el conjunto de variables del modelo final, con el fin de mostrar la posible multicolinealidad entre las mismas.

Tabla 7.58. Orden de entrada de las variables explicativas en el modelo

	FMAT	DOMINC1	SANOFICA	OBGLDL	ACAT	IDCF	CESE10	SUPEC51	IFAT	DOMINCA
Modelo completo (1)	1		3	4	5	6	7	-	-	-
Excluida FMAT (2)		1	7	3	-	5	4	2	6	-
Excluida DOMINC1 (3)	1		2	5	7	6	4	-	-	3
Excluida SANOFICA (4)	1	2		4	-	-	3	5	-	-
Excluida OBGLDL (5)	2	1	3		-	-	4	-	-	5
Excluida ACAT (6)	1	2	3	4	-	6	5	-	7	
Excluida IDCF (7)	1	2	3	4	5	-	-	-	-	-
Excluida CESE10 (8)	1	2	3	4	5	6		-	-	-

Tabla 7.59. Comparación de la bondad del ajuste para los diferentes modelos

MODELO	X2	SIGF.	-2LOG LIKELIHOOD	BONDAD DEL AJUSTE	Nº DE VARIABLES
1	38’570	0’0000	26’562	64’630	7
2	32’207	0’0000	32’927	32’322	7
3	35’916	0’0000	29’219	34’790	7
4	26’374	0’0001	38’761	48’882	5
5	30’623	0’0000	35’919	38’990	5
6	40’980	0’0000	24’154	65’483	8
7	29’831	0’0000	35’304	46’155	5
8	35’057	0’0000	30’078	42’355	6

Tabla 7.60. Coeficientes de Correlación de Rangos de Spearman para las variables del modelo final

	ACAT	AMORTV	CESE1O	DOMINC1	DOMINCA	FMAT	IDCF	IFAT	IMAT	OBGLDL	OCDC	SANOFICA
AMORTV	-.8015**											
CESE1O	.1561	-.1713										
DOMINC1	-.0582	.2311	-.1262									
DOMINCA	.0326	.1251	-.2659	.4072**								
FMAT	.5825**	-.4491**	.0349	-.0362	-.0707							
IDCF	.2986*	-.3059*	-.0652	.1242	.0272	.0277						
IFAT	-.4167**	.3234*	.0712	-.1179	-.1197	-.0551	-.3265*					
IMAT	-.8066**	.7097**	-.1410	.1273	.0816	-.5973**	-.1359	.0059				
OBGLDL	-.2621	.1905	-.1651	.1241	.2363	-.1533	.2258	-.1696	.3464*			
OCDC	-.0351	.0513	.2248	.0023	-.1438	-.1803	.1411	.2426	-.1076	.0281		
SANOFICA	.0805	-.1091	.0187	-.0928	.1943	-.0519	-.1199	-.0877	-.0626	-.0268	-.2601	
SUPEC51	.2448	-.2503	-.0380	.0657	.0909	.3591*	.2231	-.0054	-.1796	-.0113	-.0119	.1644

Si entramos a valorar la bondad del modelo en cuando a su poder clasificatorio sobre la muestra de estimación, posemos observar como el programa de análisis estadístico, bajo el supuesto de que los costes de los errores Tipo I y Tipo II son iguales, y basándose en una probabilidad de corte del 50%, da una exactitud de clasificación del 87´23%. No obstante, este porcentaje de clasificación correcta está sujeto al menos a dos limitaciones, como señalaba Palepu en su trabajo:

a) Dado que el muestreo realizado no ha sido aleatorio, aunque los coeficientes estimados de las variables no resultan afectados, sí que hay que proceder a corregir la constante del modelo.

b) No existe razón objetiva alguna para utilizar como probabilidad de corte el 50%, como expone la salida del programa SPSS.

En cuanto a la primera limitación, consultando por ejemplo Palupu (1986) o Maddala (1996, págs. 378-379) muestran que la constante del modelo debe reducirse en la cantidad obtenida por la siguiente fórmula:

ln (p_1) - ln (p_2), donde p_1 y p_2 representan, la proporción de casos incluida en la muestra sobre la totalidad de la población, respectivamente para las empresas no objetivo y para las objetivo.

Para proceder a realizar este cálculo, en primer lugar procedimos a analizar el número total de empresas, de acuerdo con la información sectorial de la CNMV, para cada uno de los años de nuestra muestra, tomando la media como el valor que serviría de estimación para el total de las empresas no objetivo del mercado, y que presentó un valor de 257 sociedades512.

Por tanto tenemos ln (22/257) - ln (1) = -2’4580, valor en el que hay que disminuir el término constante previamente calculado, por lo que este pasa a tomar un valor de 5’3990 + 2’4580 = 7,857. Evidentemente, al modificar la constante se verían modificadas todas las probabilidades estimadas con el modelo. Si mantenemos 0’5 como punto de corte, el nuevo esquema de clasificación sería:

Classification Table for OPA

	Predicted 0	Predicted 1	Percent Correct
Observed 0	12	12	50%
Observed 1	0	23	100%
		Overall	74,46%

Por lo que respecta a la segunda limitación y siguiendo el planteamiento de Palepu (1986) para la determinación de la probabilidad de corte óptima, encontramos que las empresas no objetivo de OPA presentan una probabilidad superior a las objetivo de OPA, cuando procedemos a ordenar las observaciones de menor a mayor probabilidad para un valor de la probabilidad de ser sociedad objetivo, dentro del grupo de las adquiridas, entre 0´7587 y 0´787, que dejaba en medio el valor 0’76025, que se corresponde con el mínimo valor de la probabilidad de ser adquirida para la muestra

[512] Para ello, se excluyeron del cómputo del total de empresas objetivo aquellas que pertenecientes a los sectores eléctrico, agua y gas, comunicaciones, e instituciones financieras y similares. Esto condujo a unos valores de 290 empresas para 1991, 247 para 1992, 247 para 1993, 254 para 1994 y 248 para 1995. Calculamos la media incluyendo el año 1991, en el que solo existe una OPA en nuestra muestra de sociedades objetivo, obteniendo un resultado de 257’2. Repetimos el cálculo con exclusión de 1991 y la media fue de 249, optando finalmente por utilizar el primer resultado.

de empresas objetivo. Adoptanmos el valor 0'7587 como del punto de corte arbitrario cuando este se fija en 0'5.

Una vez procedemos a reasignar en nuestra tabla de doble entrada las empresas como objetivo o no objetivo de OPA, obtenemos los siguientes resultados:

Classification Table for OPA			
	Predicted		
	0	1	Percent Correct
Observed			
0	18	6	75%
1	0	23	100%
		Overall	87,23%

Hemos de resaltar que, desde un punto de vista estadístico, las clasificaciones alcanzadas con las tres tablas son significativas al uno por mil.

5.- Relaciones entre la ocurrencia de la OPA y las consecuencias de la misma.

En este apartado último pretendemos examinar si la ocurrencia de OPA tiene algún tipo de consecuencia para la empresa (hipótesis 10). En la literatura se han descrito muchas pero para nosotros sólo ha sido posible controlar una, si se producen ceses en mayor o menor medida dentro del Consejo de Administración en las sociedades objetivo de OPA que en las no objetivo, con posterioridad a la ocurrencia de dicha operación. Para ello hemos tomado dos intervalos temporales, un año a contar desde la fecha de la OPA y seis meses a contar desde la misma fecha. Los resultados se presentan en la **Tabla 7.61**.

Los comentarios que podemos realizar a los resultados que anteceden es que tanto cuando trabajamos con el intervalo de seis meses con posterioridad a la ocurrencia de una OPA, como cuando lo ampliamos a un año, de forma significativa se producen mayor número de ceses en los Consejos de Administración de las sociedades que han sido objeto de una OPA. El efecto resulta más remarcado en el intervalo de seis meses, y en ambos casos suelen verificar todos los contrastes estadísticos a niveles del 2% para 6 meses (salvo cuando tomamos en consideración la discontinuidad de Yates que sube al 4%) y del 4% para un año (salvo cuando tomamos en consideración la discontinuidad de Yates que sube al 8%).

Tabla 7.61 Relación entre la ocurrencia de OPA y el cese posterior de Consejeros

OPA: ocurrencia de opa con
CESEO1: ocurrencia de cese tras 1 año desde la fecha de la OPA

OPA	Count	CESEO1 0	CESEO1 1	Total Fila
no objetivo	0	14	10	24
				50.0
objetivo	1	7	17	24
				50.0
	Total	21	27	48
	Columna	43.8	56.3	100.0

Chi-Square	Value	DF	Significance
Pearson	4.14815	1	.04168
Continuity Correction	3.04762	1	.08086
Likelihood Ratio	4.21430	1	.04008
Mantel-Haenszel test for linear association	4.06173	1	.04387

Minimum Expected Frequency - 10.500

OPA:ocurrencia de opa con
CESEO6 ocurrencia de ceses tras 6 meses desde la fecha de la OPA

OPA	Count	CESEO6 0	CESEO6 1	Total Fila
no objetivo	0	19	5	24
				50.0
objetivo	1	11	13	24
				50.0
	Total	30	18	48
	Columna	62.5	37.5	100.0

Chi-Square	Value	DF	Significance
Pearson	5.68889	1	.01707
Continuity Correction	4.35556	1	.03689
Likelihood Ratio	5.84234	1	.01564
Mantel-Haenszel test for linear association	5.57037	1	.01827

Minimum Expected Frequency - 9.000

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

CONCLUSIONES

Una vez expuestas las etapas de la investigación, recogemos a continuación un resumen de los principales resultados empíricos para, seguidamente, reseñar las conclusiones más relevantes.

Uno de los objetivos centrales de la presente tesis doctoral ha residido en la comparación de los distintos mecanismos de control susceptibles de una potencial utilización, en aras de lograr una supervisión realmente efectiva de las pautas de actuación seguidas por la dirección de la empresa. Junto a mecanismos externos de control, cuyo máximo exponente es la oferta pública de adquisición de acciones (OPA), convive una auténtica panoplia de sistemas o mecanismos internos de control a cuyo análisis dedicamos la primera parte de la investigación. En concreto se trató de conocer cuáles eran las principales interacciones entre estos mecanismos y sus diversos componentes, una vez clasificados en cuatro grandes grupos de variables: mecanismos de incentivo, estructura de propiedad, estructura de endeudamiento y estructura de gobierno.

En cuanto a los mecanismos de incentivos se refiere, uno de los hechos más significativos constatado es la mayor importancia del valor de mercado de la cartera de títulos de los miembros del consejo de administración con relación a los otros componentes analizados del sistema de incentivos: remuneración y dividendos; además, la fuerte correlación positiva de la cotización de los títulos con la participación accionarial de los consejeros induce a rechazar la hipótesis de atrincheramiento como pauta de comportamiento de las empresas pertenecientes a la muestra. Dignas de mención son, por otra parte, las relaciones de la participación accionarial con otros componentes del sistema de incentivos como son la tasa de reparto de dividendos, de signo negativo, y la remuneración percibida, con la que la relación es positiva. Esta última asociación niega toda verosimilitud a la tesis de expropiación que bien pudiera sugerirse ante la ausencia de relación entre remuneración y valor de mercado accionarial y que se evidenciaría a través de un aumento de los emolumentos de los miembros del consejo cuando estos tienen el control accionarial. Por lo demás, no se encuentra constatación alguna del efecto compensador entre remuneración y dividendos que hubiera tenido reflejo en la existencia de una asociación de signo negativo entre ambas variables.

En el campo específico de los mecanismos de control y, en particular, de los relacionados con la estructura de propiedad, los resultados muestran algunas concordancias que merecen ser comentadas. En primer lugar y en términos generales, los resultados de nuestro estudio evidencian una relación contraria a la que en principio pudiera esperarse entre la concentración de la propiedad y la presencia de agentes "supervisores" o inversores que por sus especiales características tienen una mayor capacidad para realizar una auténtica labor de control sobre la actividad del equipo de dirección. Entre tales características sobresale la titularidad de las acciones en manos de entidades financieras, empresas públicas, empresas multinacionales, sociedades no financieras y otros inversores institucionales. Curiosamente, la figura del supervisor se identifica en una gran mayoría de ocasiones con uno de los cinco principales propietarios de la sociedad. Sin embargo, esta relación de sustitución que parece entreverse entre el número de supervisores y la concentración de la propiedad encuentra su excepción en el caso de las entidades bancarias. Los bancos, además de estar facultados para ejercer labores de supervisión específicas, suelen ejercer también un importante grado de control cuando mantienen una elevada participación en la propiedad de la sociedad.

Las variables representativas de la estructura de endeudamiento no son, por su propia definición, mecanismos entre los que se puedan encontrar relaciones de complementariedad o sustitución, constituyendo en todo caso medidas muy similares del endeudamiento o de su composición y muy correladas positivamente entre sí. La aplicación de la técnica de análisis de componentes principales permite resumir en buena medida la información disponible e identificar tres variables clave: el apalancamiento financiero global, el apalancamiento financiero a largo plazo y el apalancamiento a corto plazo, en términos de sus principales componentes (crédito comercial, crédito remunerado y obligaciones a corto).

El análisis de la estructura de gobierno, aproximada a través de la composición y actividad del consejo de administración, revela en principio una relación no anticipada en cuanto atañe tanto la propiedad concentrada en manos del principal accionista del consejo como la existencia de control mayoritario en su seno que se asocian positivamente con la presencia de supervisores. De esta manera, la relación de sustituibilidad que parecía resultar evidente tras el análisis de las variables de estructura de propiedad deja paso a otra explicación más acorde con la realidad del gobierno de la empresa en la mayoría de los países europeos: participación activa del consejo de administración en tareas de supervisión y control. Además, la presencia de propietarios con funciones de supervisión se hace más patente en las empresas de mayor tamaño; pero en ningún caso, ni el número de supervisores ni el grado de control ejercido por los miembros del consejo guardan relación con la frecuencia de ceses en el seno de aquel por mor del ejercicio de la función interna de control.

La segunda de las hipótesis de nuestro modelo hacía referencia a la interacción existente entre los mecanismos internos de control previamente considerados. De su contrastación empírica se desprende, en primer lugar, que la estructura de incentivos de los miembros del consejo de administración propicia una sustancial disminución de la apuesta o compromiso total de recursos por parte del consejo cuando el accionista principal ejerce un control de tipo mayoritario. Por contra, la fijación de niveles superiores de remuneración y dividendos, en aquellos casos en los que es el propio consejo quien tiene una posición dominante en la propiedad de la empresa, revela bien a las claras los distintos incentivos que genera un tipo u otro de supervisión; la relación significativa y de signo contrario evidenciada entre estas dos formas de control no hace sino confirmar esta percepción.

En segundo término, parece constatarse que el endeudamiento como mecanismo disciplinario del comportamiento directivo guarda relaciones de signo contrario con las cuotas de propiedad mantenidas por los miembros del consejo y con el reparto de dividendos. Así, mientras la participación accionarial y el endeudamiento presentan una asociación que cabe interpretar como de mutua complementariedad, los dividendos, en consonancia con la abundante evidencia empírica encontrada en la literatura financiera, se perfilan como un mecanismo de control alternativo a la utilización del endeudamiento. Y es que, ciertamente, el reparto de recursos en forma de dividendos suele devaluar las garantías ofrecidas a los tenedores de deuda respecto al cumplimiento de las obligaciones contraídas. Por lo demás, el análisis de las interacciones del apalancamiento financiero con otros mecanismos internos de control nos permite detectar también relaciones de signo contrario con el número de consejeros y supervisores, y con el control mayoritario por parte del consejo de administración. Hemos de aducir, empero, que el tipo de análisis llevado a cabo no permite pronunciarnos acerca de si esta relación de sustitución es la que verdaderamente gobierna la interdependencia entre los distintos mecanismos de control o si bien es consecuencia indirecta de la relación inversa entre la participación en la propiedad de los consejeros y la participación de los principales accionistas a la que antes hacíamos referencia.

Los resultados obtenidos de la verificación empírica de las hipótesis tercera y cuarta apenas arrojan luz alguna sobre las predicciones teóricas derivadas de nuestro modelo de análisis. Se colige que, salvo

en muy contadas excepciones, las variables representativas de los posibles problemas de agencia existentes en la empresa no parecen asociarse ni con un papel más activo de los mecanismos de control ni con las diferencias observadas en el nivel de eficiencia relativa. Las interacciones entre los mecanismos internos de control antes detectadas y la naturaleza misma del problema de agencia existente en la empresa española, un problema que parece resultar más de la divergencia de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios que de la separación propiamente dicha entre la propiedad y el control, son probablemente las causas explicativas de la no constatación de ambas hipótesis. También habría que reconocer las dificultades encontradas para aproximar las medidas de los costes de agencia y la eficiencia relativa a partir de la información disponible.

La búsqueda de las variables o factores distintivos entre los perfiles característicos de la muestra de empresas objetivo de OPA y del grupo correspondiente de control constituye el núcleo fundamental de nuestra investigación. En una primera fase, preliminar a la determinación de la probabilidad de ocurrencia de toma de control, abordamos su análisis mediante una serie de técnicas estadísticas univariantes consideradas adecuadas –tanto paramétricas como no paramétricas, dado el incumplimiento generalizado de la hipótesis de normalidad de las variables examinadas–, tanto para muestras independientes como para muestras emparejadas. De los resultados obtenidos cabe colegir que las múltiples formas de definir las variables que constituyen los grupos de referencia en el modelo teórico no ofrecen evidencia de diferencias estadísticamente significativas con relación a las dos submuestras analizadas (OPA y no adquirida) salvo para un número muy reducido de casos.

Al análisis de la probabilidad de ocurrencia de OPA dedicamos la segunda parte de nuestra investigación. Con tal propósito, tratamos de encontrar soporte empírico para las hipótesis quinta a octava formuladas estimando una serie de modelos parciales o individuales de probabilidad de toma de control a través de una regresión logística para cada grupo de mecanismos internos, variables aproximadas de costes de agencia y medidas de la eficiencia relativa (junto con otras variables complementarias, caso de los grupos de liquidez y fiscalidad).

La primera de las evidencias encontradas en este sentido es la ausencia de variables explicativas de la probabilidad de toma de control entre las integrantes de los mecanismos de incentivo o de apalancamiento financiero. Por lo que al resto de los mecanismos de control se refiere, el factor con mayor influencia negativa sobre la probabilidad de ocurrencia de OPA es el control societario por parte del accionista principal en razón de su participación en la propiedad, si bien su ejercicio desde dentro o fuera del consejo de administración determina de manera concluyente el éxito o fracaso de la operación; así, cuando el control es ejercido por el consejo en bloque, la probabilidad de que no suceda una OPA aumenta significativamente (en términos del coeficiente estimado, que no resulta significativo), mientras que si el control es ejercido por un inversor externo al consejo (estructura de propiedad) el efecto es del mismo signo, pero con un coeficiente menor y mayor significación estadística. La racionalidad de esta última constatación radica en que si el principal accionista es quien concentra la mayoría de los votos, la OPA no tiene posibilidad de salir adelante si éste no accede a vender su participación; en cambio, la condición de consejero parece primar sobre la de propietario y acrecienta, si bien no de forma estadísticamente relevante, la probabilidad de ocurrencia de OPA. En línea similar de argumentación, se vislumbra que la presencia de un supervisor entre los cinco principales accionistas (estructura de propiedad) incide positivamente sobre la probabilidad de ocurrencia de una adquisición; pero esta relación no presenta significatividad estadística. Evidentemente, el signo negativo de las variables explicativas en un modelo de probabilidad de OPA refrenda, aunque esta interpretación debe tomarse con las debidas cautelas, la hipótesis de sustitución de los mecanismos internos por el mercado de control societario (mecanismo externo).

Un resultado, en principio más controvertido, atinente en este caso a la estructura de gobierno de la empresa es la relación negativa detectada entre el número de ceses producidos en el consejo de administración durante el año anterior a la OPA y su probabilidad de ocurrencia. De acuerdo con las predicciones teóricas, los ceses anteriores a la toma de control, como manifestación del mecanismo de vigilancia mutua, debieran afectar a los administradores menos eficientes en el cumplimiento de sus funciones, disipándose así la amenaza de adquisición, como efectivamente sugieren el signo negativo de la relación y su elevada significación estadística. En este sentido, parece que ambos mecanismos de control —el sistema de control interno mutuo y el mercado de adquisiciones— actúan como sustitutivos a la hora de resolver el conflicto de intereses en el seno de la sociedad anónima. La ocurrencia de ceses se justifica por la existencia de posturas enfrentadas en el consejo de administración que acaban sustanciándose con el cese de consejeros, circunstancias que, como evidencian los resultados alcanzados, determinaría de manera sistemática el éxito final de las ofertas de adquisición. En este sentido, cabe colegir que la presentación de una OPA es más la consecuencia de un proceso de conflicto no resuelto en su momento en el seno del propio consejo que el determinante de una lucha por el poder dentro del mismo. Profundizar en esta percepción requeriría información más pormenorizada acerca de si la dirección o el consejo de administración de la sociedad oferente mantienen relaciones contractuales con los miembros del consejo de la empresa objetivo.

De entre las múltiples variables representativas de los mecanismos de control, sólo dos parecen determinar significativamente la puesta en marcha de una OPA: la "supervisión" ejercida por uno de los cinco accionistas con mayor participación en la estructura de propiedad de la empresa y la participación en los órganos de gobierno de consejeros en representación de empresas no financieras. En uno y otro caso cabe pensar que nos hallamos ante mecanismos de control que complementan el papel disciplinario de las operaciones de adquisición a través del mercado de capitales.

En cuanto a las variables que aproximan los problemas de agencia existentes en la empresa, tan sólo tres de ellas se revelaron como significativas a la hora de estimar la probabilidad de ocurrencia de una oferta pública de adquisición de acciones. En primer lugar, se detecta una influencia positiva, estadísticamente significativa, de las variables que expresan el peso de los activos circulantes y de las inversiones financieras respecto a la cifra de activos totales, dos ratios propuestos como medidas representativas de los problemas de agencia asociados al flujo de tesorería excedentario (*free cash flow*) en aquellas empresas que son objeto de una toma de control. En el mismo sentido parece actuar la variable que relaciona los intereses más los dividendos con la cifra de *cash flow*, descriptiva en principio de la contribución de las políticas de endeudamiento y dividendos a la reducción del flujo de tesorería excedentario y que, aunque *a priori* debiera disminuir la probabilidad de OPA, su baja significación estadística obliga, no obstante, a tomar esta última variable con extrema cautela a la par que a mantener dudas acerca de su correcta especificación e interpretación. En una valoración global, puede concluirse, pues, que la existencia de costes de agencia eleva la probabilidad de ocurrencia de una toma de control, como así cabía esperar a la luz del sentido y signo de las relaciones predichas en el modelo propuesto y en las hipótesis de contraste correspondiente, y como muchos estudios empíricos habían corroborado previamente.

No se encontró, sin embargo, evidencia suficiente de que la eficiencia relativa observada influyera en uno u otro sentido en la probabilidad de ocurrencia de OPA, como suele ser habitual en la literatura empírica sobre tomas de control. De ningún modo puede pensarse que la única relación negativa significativa puesta de manifiesto en la correspondiente regresión logística entre la probabilidad de OPA y el peso de la dotación anual al fondo de amortización sobre la cifra total de negocios preste suficiente soporte empírico a esta hipótesis. En principio, toda mejora de la capacidad productiva debiera traducirse, tal y como sugiere la teoría, en una disminución de la probabilidad de adquisición; pero no es

menos cierto que otros argumentos más próximos a la discrecionalidad directiva, como la capacidad de los administradores para dirigir y manipular la cifra final de beneficios a través de una u otra política de amortización, no pueden ser obviados al tratar de interpretar esta relación.

Con la octava y última de las hipótesis formuladas a través de un parcial de tomas de control —unica hipótesis que incorpora variables no consideradas de forma explícita en el modelo teórico que nos sirve de apoyo—, intentamos explicar la ocurrencia de una adquisición dando entrada en el análisis a variables que en principio no encuentran justificación en el marco teórico propuesto pero que, sin embargo, pudieran ser relevantes a la hora de contribuir a mejorar el poder explicativo y predictivo de nuestro modelo; nos referimos concretamente a las variables representativas de la liquidez y fiscalidad. Pero, tampoco en este caso el análisis logit contribuyó a arrojar luz al respecto. Así, por lo que a las variables fiscales se refiere, únicamente la ratio inmovilizado material sobre activo total, variable que de acuerdo con las predicciones teóricas se relaciona positivamente con la ocurrencia de OPA, se muestra significativa pero con signo contrario al esperado. Cabe interpretar, sin embargo, que el peso de los activos de carácter inmovilizado lastra la probabilidad de ser objetivo de toma de control y que la mayor especificidad de este tipo de activos dificulta su enajenación sin incurrir en cuantiosas pérdidas, por lo que la justificación teórica previa, en términos de sinergias fiscales, resulta bastante débil, como en otros estudios anteriores se había evidenciado. En cuanto a la variable representativa de la liquidez, aproximada de formas muy diversas en los trabajos empíricos analizados y respecto a la cual la evidencia disponible no permite conjeturar una propuesta inequívoca acerca del signo de su relación con la probabilidad de OPA, se detecta que el fondo de maniobra sobre activos totales presenta un coeficiente positivo y significativo, pudiendo inferirse que la liquidez eleva la probabilidad de OPA, máxime cuando tiene su origen en la acumulación de recursos de tesorería en exceso sobre las necesidades de inversión, en cuyo caso pudiera interpretarse como evidencia favorable a la teoría del *free cash flow*.

Aunque la significatividad de los modelos de probabilidad de OPA estimados nunca fue inferior al 6%, con rangos aceptables de variación tanto en los valores de la función de máxima verosimilitud como en la bondad del ajuste, los resultados hasta aquí obtenidos solo pueden valorarse desde el punto de vista estadístico como una validación parcial del modelo de análisis que cimenta el propósito último de esta investigación.

Por ello, tras la contrastación preliminar y tentativa de cada una de las hipótesis de carácter parcial sobre la probabilidad de ocurrencia de OPA, procedimos a integrar todas ellas en un modelo que combina los distintos efectos de las variables individualmente consideradas.

La estimación del modelo logit -de nuevo mediante el procedimiento "paso a paso" para el conjunto de variables explicativas contempladas- valida y confirma en su mayor parte, los resultados alcanzados en las etapas anteriores de nuestra investigación y selecciona las variables identificadas como más significativas en los modelos parciales de ocurrencia de OPA.

Como conclusiones más relevantes podemos afirmar que la especificación del modelo resulta estadísticamente significativa en su conjunto al uno por mil y también que la bondad del ajuste mejora de manera importante con relación a cualquiera de los modelos de probabilidad individual. E igualmente, que las siete variables explicativas finalmente retenidas alcanzan niveles de significación al 5% con la excepción de dos de ellas que, en todo caso, se muestran significativas con niveles de confianza superiores al 90%. Además, el modelo se revela especialmente "robusto" ante la exclusión de cualesquiera de las variables independientes previamente integradas en el mismo.

Hemos de precisar sin embargo que, aunque el porcentaje medio de clasificación correcta de las entidades entre aquellas que son objeto de toma de control y las que no lo son, asciende al 87'23%, las

deficiencias del método de regresión logística cuando se aplica a una muestra no aleatoria y demás consideraciones críticas efectuadas por Palepu (1986) en su trabajo seminal, hacen que tan aparentemente elevado poder explicativo no adquiera una especial relevancia en la valoración del modelo. Por ello, con el fin de complementar el análisis y tener una aproximación más correcta al valor de la clasificación *a posteriori* proporcionada por el modelo sobre los datos de estimación, procedimos a corregir el sesgo en el intercepto siguiendo el procedimiento propuesto por Palepu. De esta manera el poder de clasificación del modelo disminuye hasta el 74'5%. Finalmente, ensayamos una forma alternativa, entre las múltiples posibles, de fijar con un mayor grado de objetividad la probabilidad de corte óptima (*cut-off*). Siguiendo también a Papelu en este punto, la nueva probabilidad de corte toma un valor en torno al 76%, que supera el 50% anterior tomado por defecto, pero que no mejora la capacidad inicial de explicación del modelo.

Las siete variables finalmente retenidas por el modelo conjunto de probabilidad de ocurrencia de OPA habían sido identificadas una a una en las estimaciones previas de los modelos parciales a la vista de su elevada significatividad estadística individual.

El fondo de maniobra sobre los activos totales, medida inicialmente incluida dentro del grupo de variable de liquidez, presenta un signo positivo cuya interpretación no excluye la posibilidad de que a través de ella se realice una aproximación a la discrecionalidad directiva sobre los recursos internos monetarios de la entidad. Así, y desde la teoría del flujo de tesorería excedentario, no parece aventurado colegir una mayor probabilidad de OPA cuanto mayor sea el margen de maniobra de la empresa, como ya quedó puesto de manifiesto en la contrastación de las hipótesis parciales.

Posteriormente se incorpora al modelo la variable indicativa de la vinculación entre el hecho de ser el mayor accionista y detentar el control mayoritario en la estructura de propiedad, lo cual mantiene la conclusión expuesta en su momento en cuanto a medio alternativo de control frente a la adquisición.

La presencia de consejeros en representación de sociedades no financieras y la estructura del endeudamiento —variables tercera y cuarta de acuerdo con el orden de incorporación al modelo, que presentan signo positivo y negativo, respectivamente— corroboran los resultados alcanzados con los modelos parciales de estimación y nos informan de la disímil naturaleza sustitutiva de los mecanismos de control. En particular, no se acepta el carácter sustitutivo de la supervisión ejercida en el seno del consejo por parte de otra empresa con respecto a la ocurrencia de una oferta de adquisición; y se verifica el papel disciplinario desempeñado por la deuda, pudiendo considerarse un mecanismo efectivo de control alternativo a la OPA, como buena parte de la literatura de agencia ha puesto de manifiesto.

El cociente entre el activo circulante y el activo total es la quinta variable introducida la cual había sido originariamente encuadrada en el grupo de variables representativas de los costes de agencia. Sin embargo, su cambio de signo respecto al obtenido en la contrastación parcial invalida toda interpretación en línea con la existencia de costes de agencia acerca de su influencia en la probabilidad de ocurrencia de una toma de control, quizás por problemas de especificación de la aproximación a los costes de agencia o de interrelaciones con otras variables independientes del modelo global).

En sexto lugar se incorpora la ratio por cociente entre intereses más dividendos sobre *cash flow*, de la que destacamos la particularidad de resultar la variable cuyo coeficiente presenta menos significatividad estadística. Al igual que en su estimación parcial, el signo positivo con que influye sobre la probabilidad de toma de control es contrario al teóricamente esperado; un análisis más preciso del problema requeriría estudiar si la situación de las empresas es próxima o no a la existente en presencia de recursos de tesorería libres o incluso si los pagos de efectivo destinados a intereses de la deuda o dividendos pueden ser manejados con cierta discreción por la dirección.

La séptima y última de las variables seleccionada en la estimación del modelo conjunto de probabilidad de adquisición expresa la ocurrencia de ceses en el consejo de administración en el año anterior a la OPA. Esta variable había sido inicialmente incluida en el grupo de estructura de gobierno con el propósito de aproximar la disciplina interna ejercida por parte del propio consejo ante aquellos miembros cuya actuación no fuera eficiente. El signo negativo obtenido es acorde al de la contrastación parcial, lo que parece coherente con la anterior línea de argumentación, pues en aquellas sociedades donde se ha producido algún tipo de corrección sobre el consejo, la probabilidad de ocurrencia de OPA es menor, resultando acorde con la evidencia empírica disponible.

Como colofón a la estimación del modelo teórico propuesto, la última de nuestras hipótesis examina una de las principales consecuencias acaecidas tras la ocurrencia de la toma de control. Así, e independientemente del intervalo de tiempo contemplado, los resultados muestran un aumento inequívoco y estadísticamente significativo del número de ceses en los consejos de administración de las sociedades objeto de toma de control tras la adquisición. Algo que no podría ser de otra manera pues si las ineficiencias en la supervisión deben ser corregidas por medio de tomas de control, parece lógico esperar que ello traiga consigo un incremento de las entradas y salidas de miembros en los órganos colegiados de gobierno en las empresas.

En suma, la principal aportación que puede extraerse de la presente investigación radica en el planteamiento para el caso español de un modelo de estimación de la probabilidad de ocurrencia de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA). Este mecanismo, que podemos calificar como de control externo, se erige en uno de los valuartes fundamentales en el ejercicio de una importante y necesaria labor de supervisión y control sobre la actividad desempeñada por los miembros del equipo directivo.

En concreto, la ocurrencia de toma de control para una selección muestral practicada entre los años 1991 a 1995 se revela como un mecanismo sustitutivo de la supervisión realizada por los acreedores de la sociedad, del control ejercido por otra sociedad de carácter no financiero a través del consejo de administración o del número de ceses dentro del mismo. En otro orden de cosas, la probabilidad de OPA se relaciona estrechamente con la liquidez empresarial y la existencia de recursos discrecionales a disposición de la dirección de la empresa. Sin duda es en este asunto donde una más amplia y precisa investigación puede contribuir a especificar más correctamente los problemas de distinto tipo que aquejan a la empresa y a clarificar la influencia de determinadas variables relacionadas con la liquidez respecto a la probabilidad de toma de control. También es posible constatar con cierta claridad un efecto fundamentalmente disciplinario como consecuencia básica de la ocurrencia de OPA, lo cual acaba plasmándose en una reactivación de las entradas y salidas del consejo de administración y en una más óptima estructuración del equipo de gobierno.

De todo lo anterior cabe colegir que las tomas de control habidas en nuestro país durante el período analizado han venido a corregir los defectos de funcionamiento de los mecanismos internos de gobierno en aquellas empresas (objetivo) en las que el problema de la separación entre la propiedad y la gestión estaba propiciando un comportamiento no eficiente de la dirección y, como resultado, mayores costes de agencia y niveles de recursos no productivos (liquidez). En sentido contrario, la probabilidad de ocurrencia de OPA se reduce cuanto menos se manifiestan los problemas de agencia asociados a la separación propiedad-control o cuanto más efectivos se revelan los mecanismos internos de gobierno. Por lo demás, la evidencia empírica obtenida resulta acorde con la encontrada en anteriores trabajos y

corrobora muchas de las explicaciones teóricas esgrimidas en esta tesis para justificar las adquisiciones empresariales, como son el exceso de capacidad y la consiguiente necesidad de reestructuración, la disponibilidad de *cash-flows* y el deficiente funcionamiento de los mecanismos internos de gobierno a la hora de corregir los comportamientos oportunistas de consejeros y directivos.

A nuestro juicio, el trabajo que se presenta a colación para la obtención del grado de doctor abre una vía que podría en el futuro mejorar sustancialmente los resultados obtenidos al menos en tres aspectos. En primer lugar, en el muestreo o proceso de selección; se debería realizar en la medida de lo posible una selección muestral aleatoria y, consiguientemente, proceder a una validación efectiva de la capacidad predictiva del modelo de estimación de probabilidad de OPA. En segundo lugar, se debería considerar la inclusión de nuevas variables que midan la importancia de otros mecanismos externos de control u otras consecuencias distintas a las ya contempladas tras la ocurrencia de la toma de control. Y, por último, deberían considerarse las consecuencias de variar la especificación o la técnica de análisis utilizadas. Por ejemplo, debería probarse la utilización de modelos los probit, o del análisis de supervivencia aplicado a las OPAs de un sector con objeto de tratar adecuadamente el problema de "censura" y de las variables que "covarían" en el tiempo. Asimismo, cabría examinar las consecuencias de un cambio en la probabilidad de corte (*cut-off*) empleada para asignar *a posteriori* las sociedades a uno de los grupos mutuamente excluyentes.

MIGUEL DE CERVANTES

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Abdel-Khalik, A.R. (1985): "The effect of LIFO-switching and firm ownership on executives' pay", *Journal of Accounting Research,* vol. 23, nº 2, otoño, págs. 427-447.

Abdel-Khalik, A.R. (1993): Discussion of "Financial ratios and corporate endurance: A case of the oil and gas industry", *Contemporary Accounting Research,* vol. 9, nº 2, primavera, págs. 695-705.

Acker, D. y Attfield, C. (1996): "Volatility implied by option prices: The case of takeover bids", *Discussion Papers,* nº 96/426, marzo, Department of Economics, University of Bristol, Bristol.

Aghion, P. y Bolton, P. (1987): "Contracts as a barrier to entry", *American Economic Review*, vol. 77, nº 3, junio, págs. 388-401.

Aghion, P. y Bolton, P. (1989): "The financial structure of the firm and the problem of control", *European Economic Review,* vol. 33, págs. 286-293.

Aghion, P.; Dewatripont, M. y Rey, P. (1990): "On renegotiation design", *European Economic Review*, vol. 34, nº 2 y 3, mayo, págs. 322-329.

Aghion, P.; Hart, O. y Moore, J. (1992): "The economics of bankruptcy reform", *Journal of Law, Economics and Organization,* vol. 8, nº 3, octubre, págs. 523-546.

Agrawal, A. y Jaffe, J.F. (1995): "Does section 16b deter insider trading by target managers?", Journal of Financial Economics, vol. 39, nº 2-3, octubre-noviembre, págs. 295-319.

Agrawal, A. y Knoeber, C.R. (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 31, nº 3, septiembre, págs. 377-397.

Agrawal, A.; Makhija, A.K. y Mandelker, G.N. (1991): "Executive compensation and corporate performance in electric and gas utilities", *Financial Management,* vol. 20, nº 4, invierno, págs. 113-124.

Agrawal, A. y Mandelker, G.N. (1987): "Managerial incentives and corporate investment and financing decisions", *Journal of Finance,* vol. 42, nº 4, septiembre, págs. 823-837.

Agrawal, A. y Mandelker, G.N. (1990): "Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, nº 2, junio, págs. 143-161.

Agrawal, A. y Mandelker, G.N. (1992): "Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 15-22.

Aitken, M. y Czernkowski, R. (1992): "Information leakage prior to takeover announcements: The effect of media reports", *Accounting and Business Research,* vol. 23, nº 89, verano, págs. 3-20.

Akerlof, G. (1970): "The market for lemons", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84

Alberts, W.W. y Varaiya, N.P. (1989): "Assessing the profitability of growth by acquisition", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7, nº 1, págs. 133-149.

Alberts, W.W. (1970): "The Profitability of Conglomerate Investment Mergers: Sources and Prospects", *University of Washington Business Review*, vol. 29, nº 2, invierno, págs. 13-27.

Alberts, W.W. (1971): "The proper role of mergers in conglomerate growth", *University of Washington Business Review*, vol. 31, nº 1, otoño, págs. 5-21.

Alchian, A.A. y Demsetz, H. (1972): "Production, information costs, and economic organization", *American Economic Review,* vol. 62, nº 2, págs. 777-795.

Aldrich, J.H. y Nelson, F.D. (1984): "Linear probability, logit, and probit models", *Sage University Paper series on Quantitative Applications in the Social Sciences, 07-045,* Sage Publications, Newbury Park, California.

Alegre Sanz, L.; Berné Manero, C. y Galve Górriz, C. (1995): *Fundamentos de economía de la empresa: perspectiva funcional*, Ariel, Barcelona.

Allen, F. (1994): "Mercados de valores y asignación de recursos", en Mayer, C. y Vives, X. (Comps.), *La intermediación financiera en la construcción de Europa*. Fundación BBV, Bilbao, págs. 95-125.

Allen, F. y Gale, D. (1995): "Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing", *Documento de Trabajo*, Rodney L. White Center for Financial Research, Wharton School, University of Pennsylvania.

Allison, P.D. (1984): "Event history analysis. Regression for longitudinal event data", *Sage University Paper series on Quantitative Applications in the Social Sciences, 07-046,* Sage Publications, Newbury Park, California.

Altman, E.I. (1986): *Handbook of corporate finance*, Jonh Willey and Sons, Nueva York.

Altman, E.I. (1993): *Corporate financial distress and bakruptcy. A complete guide to predicting and avoiding distress and profiting from bankruptcy*, John Wiley and Sons, Nueva York, segunda edición.

Alman, E.I.; Marco, G. y Varetto, F. (1994): "Corporate distress diagnosis: Comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience), *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, nº 3, mayo, págs. 505-529.

Álvarez Pérez, Mª Dolores y Castro Casal, C. (1999): "Papel de los consejeros independientes en la reducción de los conflictos de agencia", *IX Jornadas Hispano Lusas de Gestión Científica*, Lepe (Huelva), 10 al 12 de febrero, vol. 1, págs. 23-32.

Ambrose, B.W. (1990): "Corporate real estate's impact on the takeover market", *Journal of Real Estate Finance and Economics,* vol. 3, octubre, págs. 307-322.

Ambrose, B.W. y Megginson, W.L. (1992): "The role of asset structure, ownership structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 27, nº 4, diciembre, págs. 575-589.

Amburgey, T.L. y Miner, A.S. (1992): "Strategic momentum: The effects of repetitive, positional, and contextual momentum on merger activity", *Strategic Management Journal,* vol. 13, nº 5, junio, págs. 335-348.

Amihud, Y.; Dodd, P. y Weinstein, M. (1986): "Conglomerate mergers, managerial motives and stockholder wealth", *Journal of Banking and Finance,* vol. 10, nº 3, octubre, págs. 401-410.

Amihud, Y.; Kamin, J.Y. y Ronen, J. (1983): "'Managerialism', 'ownership' and risk", *Journal of Banking and Finance,* vol. 7, junio, págs. 187-196.

Amihud, Y. y Lev, B. (1981): "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics and Management Science,* vol. 12, nº 2, otoño, págs. 605-617.

Amihud, Y.; Lev, B. y Travlos, N.G. (1990): "Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions", *Journal of Finance,* vol. 45, nº 2, junio, págs. 603-616.

Amit, R. y Wernerfelt, B. (1990): "Why do firms reduce business risk?", *Academy of Management Journal,* vol. 33, nº 3, septiembre, págs. 520-533.

Andrés, P.; Azofra, V.; López, F. y Rodríguez, J.M. (1998): "The effects of alternative financial system models on corporate governance", en Falzon y Gardener (Comps.), *Strategic Challenges in European Banking,* MacMillan, París.

Andrés, P., Azofra, V. y Rodríguez, J.A. (1997): "Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español", *Actas de las XIII Jornadas de Economía Industrial*, Madrid.

Arcas Pellicer, M.J. (1992): *Elección contable y sus efectos económicos. Contrastes empíricos en la banca española*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

Armour, H.O. y Teece, D.J. (1980): "Vertical Integration and Technological Innovation", *Review of Economics and Statistics*, vol. 62, nº 3, agosto, págs. 470-474.

Aron, D.J. (1988): "Ability, moral hazard, firm size, and diversification", *Rand Journal of Economics*, vol. 19, nº 1, primavera, págs. 72-87.

Arruñada Sánchez, B. (1988a): "Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales,* nº 3, págs. 191-224.

Arruñada Sánchez, B. (1988b): "Tiburones y sanguijuelas en la plaza de la Lealtad", *Boletín Económico de Información Comercial Española,* nº 2.123, 29/II-6/III, págs. 771-772.

Arruñada Sánchez, B. (1990a): "Economía de la Empresa: Un enfoque contractual", Ariel Economía, 1ª edición, Barcelona.

Arruñada Sánchez, B. (1990b): "Control y regulación de la sociedad anónima", Alianza Editorial, Madrid.

Arruñada Sánchez, B. (1990c): "Control y propiedad. Límites al desarrollo de la empresa española", *Información Comercial Española. Revista de Economía,* nº 687, noviembre, págs. 67-88.

Arruñada Sánchez, B. (1990d): "La regulación de la información empresarial", *Círculo de Empresarios,* nº 51, págs. 11-42.

Arruñada Sánchez, B. (1991a): "Situación y perspectivas de la empresa española: Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas", *Documento de Trabajo nº 34,* Facultad de CC. EE. y Empresariales, Universidad de Oviedo.

Arruñada Sánchez, B. (1991b): "Análisis de la regulación sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (OPAS)", *Curso de Verano de la UIMP,* mimeo, Santander.

Arruñada Sánchez, B. (1991c): "Comentarios sobre Teoría de la Empresa", *Borrador de Discusión,* 20 diciembre, Mimeo.

Arruñada Sánchez, B. (1991d): "La conversión coactiva de acciones comunes en acciones sin voto para lograr el control de las sociedades anónimas: De cómo la ingenuidad legal prefigura el fraude", *Documento de Trabajo nº 33,* Facultad de CC. EE. y Empresariales, Universidad de Oviedo.

Arruñada B. (1991): "Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas", *Documento de trabajo*, nº 34/1991, Facultad de CC. EE. y Empresariales, Universidad de Oviedo, versión provisional de 2/5/1991. Una versión anterior es "Situación y perspectivas de la empresa española: restricciones institucionales y posibilidades estratégicas", mimeo, Oviedo.

Arruñada Sánchez, B. (1992b): "¿Hacia un "mercado único" de control societario?", *Información Comercial Española. Revista de Economía,* nº 703, marzo, págs. 144-170.

Arruñada, B. (1992): "Tiburones sólo en el diccionario", *Círculo de empresarios*, nº 56, 2º semestre, págs. 15-29.

Arruñada Sánchez, B. (1992a): "Crítica a la regulación de OPAs", *Revista de Derecho Mercantil,* nº 203-204, enero, págs. 29-67. Una versión preliminar de este trabajo con el título "Análisis de la regulación sobre ofertas públicas de aquisición de valores (OPAS) en un Curso de Verano de la Universidad Internacioanl Menéndez Pelayo, Santander, el 29 julio de 1991, mimeo; modificado por otro borrador de igual título de 26 de agosto de 1991.

Arruñada Sánchez, B. (1998): *Teoría contractual de la empresa*, Marcial Pons, Madrid.

Asquith, P. (1983): "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, abril, págs. 51-83.

Asquith, P.; Bruner, R.F. y Mullins, D.W. Jr. (1983): "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, págs. 121-139.

Asquith, P.; Gertner, R. y Scharfstein, D. (1994): "Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issues", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 109, nº 3, agosto, págs. 625-658.

Asquith, P. y Kim, E.H. (1982): "The impact of merger bids on the participing firms' security holders", *Journal of Finance,* vol. 37, nº 5, diciembre, págs. 1209-1228.

Auerbach, A.J. (1986): "Tax reform and adjustment costs: The impact on investment and market value", *National Bureau of Economic Research Working Paper* nº 2103, diciembre.

Auerbach, A.J. (1986): "The dynamic effects of tax law asymmetries", *Review of Economic Studies*, vol. 53, nº 2, abril, págs. 205-225.

Auerbach, A.J. (1986): "Inflation, uncertainty, and investment: Discussion", *Journal of Finance*, vol. 41, nº 3, julio, págs. 668-.

Auerbach, A.J. (1986): "Incentives and windfalls in corporate tax reform", en Landau, R. y Jorgenson, D.W. (Comp.) *Technology and economic polic,* Harper & Row, Ballinger, Cambridge, Mass., págs. 119-135.

Auerbach, A.J. (1988): "Introduction", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Mergers and acquisitions,* National Bureau of Economic Research y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 1-3.

Auerbach, A.J. y Reishus, D. (1988a): "The impact of taxation on mergers and adquisitions", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Mergers and acquisitions,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 69-85.

Auerbach, A.J. y Reishus, D. (1988b): "The effects of taxation on the merger decision", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 157-.

Auerbach, A.J. y Reishus, D. (1988c): "Taxes and the merger decision", en Coffee, J.C. Jr.; Lowenstein, L. y Rose-Ackerman, S. (Comp.), *Knights, raiders and targets. The impact of hostile takeover,*.Oxford University Press, Oxford, págs. 300-313.

Auerbach, A.J. y Poterba, J. (1988): "Capital gains taxation in the United States: Realizations, revenue, and rhetoric; Comments", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 2, págs. 595-637.

Auerbach, A.J. y Reishus, D. (1986): "Taxes and the merger decision: An empirical analysis", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, nº 1855, marzo.

Austin, D.V. (1974): "The financial management of tender offer takeovers", *Financial Management,* primavera, págs. 37-43.

Azofra Palenzuela, V. (1995): "El papel del sistema crediticio en la financiación de la empresa española", Publicaciones de la Universidad de Burgos, Burgos.

Azofra Palenzuela, V. (1987): "La estructura de capital de la empresa: Factores explicativos", Secretariado de Publicaciones de la Universidad de Valladolid, Valladolid.

Azofra Palenzuela, V. y Fernández Álvarez, A.I. (1992): "Evolución reciente de la moderna teoría financiera", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales,* nº 7, págs. 111-126.

Azofra Palenzuela, V. y Fernández Álvarez, A.I. (1999: "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades", *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, págs. 122-144.

Azofra Palenzuela, V. y de Miguel Hidalgo, A. (1990): "Nuevos enfoques en al teoría de la estructura de capital. (Hacia una integración de las finanzas y la microeconomía).", *Ponencia presentada al IV Congreso Nacional de la AEDEM,* mayo, mimeo, Reus.

Azofra Palenzuela, V. y de Miguel Hidalgo, A. (1992): "Teoría financiera de la agencia, endeudamiento y estructura de propiedad", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 1, nº 2, págs. 135-146.

Azofra Palenzuela, V., Rodríguez, J.A. y Vallelado. E. (1994): "Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española: un enfoque de agencia", *X Jornadas de Economía Industrial*, págs. 129-145.

Azofra Palenzuela, V., Rodríguez, J.A. y Vallelado. E. (1994): "La estructura de propiedad y control de la gran empresa industrial española", *VIII congreso Nacional y V Congreso Hispano-Francés de AEDEM*, vol. III, págs. 419-441.

Azzi, C. (1978): "Conglomerate mergers, default risk, and homemade mutual funds", *American Economic Review*, vol. 68, nº 1, marzo, págs. 161-172.

Baber, W.R.; Janakiraman, S.N. y Kang, S.-H. (1996): "Investment opportunities and the structure of executive compensation", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 21, nº 3, junio, págs. 297-318.

Bagchi, P. y Rao, R. (1992): "Decision making in mergers: An application of the analytic hierarchy process", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 91-99.

Bagnoli, M. y Lipman, B.L. (1988): "Successful takeovers without exclusion", *Review of Financial Studies,* vol. 1, nº 1, págs. 89-110.

Bagwell, L.S. (1991a): "Share repurchase and takeover deterrence", *Rand Journal of Economics,* vol. 22, nº 1, primavera, págs. 72-88.

Bagwell, L.S. (1991b): "Shareholder heterogeneity: Evidence and implications", *American Economic Review,* vol. 81, págs. 218-221.

Baiman, S. (1990): "Agency research in managerial accounting: A second look", *Accounting, Organizations and Society,* vol. 15, nº 4, págs. 341-371.

Baker, G.P. (1990): "Pay-for-performance for middle managers: Causes and consequences", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 3, nº 3, otoño, págs. 50-61.

Baker, G.P.; Jensen, M.C. y Murphy, K.J. (1988): "Compensation and incentives: Practice vs. theory", *Journal of Finance,* vol. 43, nº 3, julio, págs. 595-616.

Baker, G.P. y Wruck, K.H. (1989): "Organizational changes and value creation in leveraged buyouts: The case of the O. M. Scott & Sons Company", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, nº 2, diciembre, págs. 163-190.

Balakrishnan, S. (1988): "The prognostics of diversifying acquisitions", *Strategic Management Journal,* vol. 9, págs. 185-196.

Ballarín, E.; Canals, J. y Fernández, P. (1994): *Fusiones y adquisiciones de empresas. Un enfoque integrador*, Alianza, Madrid.

Baltagi, B.H. y Griffin, J.M. (1989): "Alternative models of managerial behavior: Empirical test for the petroleum industry", *Review of Economics and Statistics,* vol. 71, nº 4, noviembre, págs. 579-585.

Barber, B.M.; Palmer, D. y Wallace, J. (1995): "Determinants of conglomerate and predatory acquisitions: Evidence from the 1960s", *Journal of Corporate Finance,* vol. 1, págs. 283-318.

Barcena-Ruíz, J.C. y Paz Espinosa, M. (1996): "Long-term and short-term managerial incentive contracts", *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 5, nº 3, otoño, págs. 343-359.

Barclay, M.J. y Holderness, C.G. (1989): "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics,* vol. 25, págs. 371-395.

Barclay, M.J. y Holderness, C.G. (1991a): "Control of corporations by active block investors", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 4, nº 3, otoño, págs. 68-77.

Barclay, M.J. y Holderness, C.G. (1991b): "Negotiated block trades and corporate control", *Journal of Finance,* vol. 46, nº 3, julio, págs. 861-878.

Barnea, A.; Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1981a): "An equilibrium analysis of debt financing under costly tax arbitrage and agency problems", *Journal of Finance,* vol. 36, nº 3, junio, págs. 569-581.

Barnea, A.; Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1981b): "Market imperfections, agency problems, and capital structure: A review", *Financial Management,* vol. 10, nº 2, verano, págs. 7-22.

Barnea, A.; Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1985): *Agency problems and financial contracting,* Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Barnes, P. (1990): "The prediction of takeover targets in the U.K. by means of multiple discriminant analysis", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 17, nº 1, primavera, págs. 73-84.

Baron, D.P. (1983): "Tender offers and management resistance", *Journal of Finance,* vol. 38, nº 2, mayo, págs. 331-347.

Bartley, J.W. y Boardman, C.M. (1990): "The relevance of inflation adjusted accounting data to the prediction of corporate takeovers", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 17, nº 1, primavera, págs. 53-72.

Baumol, W. (1958): "On the theory of oligopoly", *Economica, new series,* vol. 25, págs. 187-198.

Baumol, W. (1959): *Business behaviour, value and growth,* MacMillan, New York.

Baumol, W. (1962): "On the theory of expansion of the firm", *American Economic Review,* diciembre, págs. 1078-1087.

Baumol, W.J. (1993): *Entrepreneurship, management and the structure of payoffs*, MIT Press, Cambridge, Mass.

Baysinger, B.D. y Butler, H.N. (1985): "Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics and Organization,* vol. 1, nº 1, otoño, págs. 101-124.

Baysinger, B. y Hoskisson, R.E. (1990): "The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy", *Academy of Management Review,* vol. 15, nº 1, págs. 72-87.

Baysinger, B. y Hoskisson, R.E. (): "Diversification strategy and R&D intensity in multiproduct firms", *Academy of Management Journal*, vol. 32, nº 2, junio, págs. 310-332.

Beattie, D.L. (1980): "Conglomerate diversification and performance: A survey and time series analysis", *Applied Economics,* vol. 12, nº 3, septiembre, págs. 251-273.

Beatty, A. (1994): "An empirical analysis of the corporate control, tax and incentive motivations for adopting leveraged employee stock owership plans", *Managerial and Decision Economics,* vol. 15, nº 4, julio, págs. 299-315.

Beatty, A. (1995): "The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans", *Journal of Financial Economics,* vol. 38, nº 2, junio, págs. 211-240.

Beatty, R.P. y Zajac, E.J. (1987): "CEO change and firm performance in large corporations: Sucession effects and manager effects", *Strategic Management Journal,* vol. 8, nº 4, julio-agosto, págs. 305-317.

Bebchuk, L.A. (1989): "Takeovers bids bellow the expected value or minority shares", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 24, nº 2, junio, págs. 171-184.

Becker, B.J. y Schram, C.M. (1994): "Examining explanatory models through research synthesis", en Cooper, H. y Hedges, L.V. (Comps.), *The handbook of resarch synthesis*, Russell Sage Foundation, Nueva York, págs. 357-381.

Becker, G.S. y Murphy, K.M. (1992): "The division of labor, coordination costs, and knowledge", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, nº 4, noviembre, págs. 1.137-1.160.

Belkaoui, A. (1978): "Financial ratios as predictors of Canadian takeovers", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 5, nº 1, págs. 93-107.

Belkaoui, A. y Pavlik, E. (1992): "The effects of ownership structure and diversification strategy on performance", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 343-352.

Benston, G.J. (1985): "The self-serving management hypothesis: Some evidence", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, págs. 67-84.

Berché Moreno, E. y Barbero, J.L. (1997): "Retribución del directivo propietario: el dilema entre los dividendos o el salario", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 18, julio-agosto, págs. 78-80.

Bergen, M.; Butta, S. y Walker, O.C. Jr. (1992): "Agency relationships in marketing: A review of the implications and applications of agency and related theories", *Journal of Marketing,* vol. 56, nº 3, julio, págs. 1-24.

Berger, P.G. y Ofek, E. (1995): "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics,* vol. 37, nº 1, enero, págs. 39-65.

Berger, P.G. y Ofek, E. (1996): "Bustup takeovers of value-destroying diversified firms", *Journal of Finance,* vol. 51, nº 4, septiembre, págs. 1.175-1.200.

Berger, P.G.; Ofek, E. y Yermack, D.L. (1997): "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *Working Paper,* enero.

Bergés, A. y Sánchez del Villar, E. (1991): "Las participaciones bursátiles de la banca en España". *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero,* nº 34, págs. 72-86.

Berglöf, E. (1990b): *Corporate control and capital structure. Essays on property rights and financial contracts,* Institute of International Business, Stockholm, Sweden.

Berglöf, E. (1990): "Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial systems", en Aoki, M.; Gustafsson, B. y Williamson, O.E. (Comps.) *The firm as a nexus of treaties,* SAGE Publications, London, págs. 237-262.

Bergström, C. y Ryqvist, K. (1990a): "The determinants of corporate ownershipág. An empirical study of Swedish data", *Journal of Banking and Finance,* vol. 14, págs. 237-253.

Berkovitch, E. y Khanna, N. (1991): "A theory of acquisition markets: Mergers versus tender offers and golden parachutes", *Review of Financial Studies,* vol. 4, nº 1, págs. 149-174.

Berkovitch, E. y Narayanan, M.P. (1990): "Competition and the medium of exchange in takeovers", *Review of Financial Studies,* vol. 3, nº 2, págs. 153-174.

Berle, A.A. y Means, G.C. (1932): *The modern corporation and private property,* MacMillan, 1ª edición, New York.

Bethel, J.E. y Liebeskind, J. (1993): "The effects of ownership structure on corporate restructuring", *Strategic Management Journal*, vol. 14, nº especial, verano, págs. 15-31.

Bethel, J.E.; Liebeskind, J.P. y Opler, T. (1998): "Block share purchases and corporate performance", *Journal of Finance*, vol. 53, nº 2, abril, págs. 605-634.

Bettis, C. (1995): "A test of the validity of friendly takeover rumors", *Financial Analysts Journal*, vol. 51, nº 6, noviembre-diciembre, págs. 53-57.

Bhagat, S.; Brickley, J.A. y Lease, R.C. (1985): "Incentive effects of stock purchase plans", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, págs. 195-215.

Bhagat, S. y Jefferis, R.H. (1991): "Voting power in the proxy process. The case of antitakeover charter amendments", *Journal of Financial Economics,* vol. 30, nº 1, noviembre, págs. 193-225.

Bhagat, S. y Jefferis, R.H. Jr. (1994): "The causes and consequences of takeover defense: Evidence from greenmail", *Journal of Corporate Finance,* vol. 1, págs. 201-231.

Bhagat, S.; Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1990a): "Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization", *Brookings Papers. Microeconomics,* págs. 1-72.

Bhagat, S.; Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1990b): "The aftermath of hostile takeovers", *Discussion Paper Series,* nº 87, junio, LSE Financial Markets Group, Londres.

Bhagat, S.; Shleifer, A.; Vishny, R.W.; Jarrel, G. y Summers, L. (1990): "Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization; Comments and discussion", *Brookings Papers on Economic Activity*, págs. 1-84.

Bhide, A. (1988a): "Why not leverage your company to the hilt?", *Harvard Business Review*, vol. 66, nº 3, mayo-junio, págs. 92-98.

Bhide, A. (1988b): "The causes and consequences of hostile tekeovers", Tesis doctoral de la Universidad de Harvard, UMI Dissertation Information Service, Ann Arbor, Michigan.

Bhide, A. (1989): "The causes and consequences of hostile takeovers", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 2, nº 2, verano, págs. 36-59.

Billet, M.T. (1996): "Targeting capital structure: The relationship between risky debt and the firm's likelihood of being acquired", *Journal of Business,* vol. 69, nº 2, abril, págs. 173-192.

Billingsley, R.S.; Johnson, D.J. y Marquette, R.H. (1988): "Bankruptcy avoidance as a merger incentive", *Managerial Finance,* vol. 14, nº 1, págs. 25-33.

Bizjak, J.M.; Brickley, J.A. y Coles, J.L. (1993): "Stock-based incentive compensation and investment behavior", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, nº 1-3, enero-abril-julio, págs. 349-372.

Black, B.S. (1989): "Bidder overpayment in takeovers", *Stanford Law Review,* vol. 41, febrero, págs. 597-660.

Black, B.S. (1990): "Shareholder passivity reexamined", *Michigan Law Review*, vol. 89, nº 3, diciembre, págs. 520-608.

Black, B.S. (1992): "Institutional investors and corporate governance: The case for institutional voice", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 5, nº 3, otoño, págs. 19-32.

Blair, M.M. y Schary, M.A. (1993a): "Industry-level pressures to restructure", en Blair, M.M. (Comp.) *The deal decade. What takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance,* The Brookings Institution, Washington, D.C., págs. 149-203.

Blair, M.M. y Schary, M.A. (1993b): "Industry-level indicators of free cash flow", en Blair, M.M. (Comp.) *The deal decade. What takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance,* The Brookings Institution, Washington, D.C., págs. 99-147.

Bogue, M.C. III y Buffa, E.S. (1986): *Corporate Strategic Analysis,* The Free Press, New York.

Bohren, O.; Eckbo, B.E. y Michalsen, D. (1997): "Why underwrite rights offerings? Some new evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 46, nº 2, noviembre, págs. 223-261.

Bonnier, K.-A. y Bruner, R.F. (1989): "An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 11, nº 1, febrero, págs. 95-106.

Booth, R.A. (1991): "Discounts and other mysteries of corporate finance", *California Law Review,* vol. 79, nº 4, julio, págs. 1053-1117.

Borrell, M. (1997): "El problema de la valoración en las fusiones y adquisiciones", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 18, julio-agosto, págs. 16-19.

Boyd, B.K. (1994): "Board control and CEO compensation", *Strategic Management Journal,* vol. 15, nº 5, junio, págs. 335-344.

Bradley, M. (1980): "Interfirm tender offers and the market for corporate control", *Journal of Business,* vol. 53, nº 4, octubre, págs. 345-376.

Bradley, M.; Desai, A. y Kim, E.H. (1983): "The rationale behind interfirm tender offers. Information or synergy?", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, abril, págs. 183-206.

Bradley, M.; Desai, A. y Kim, E.H. (1988): "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics,* vol. 21, nº 1, mayo, págs. 3-40.

Bradley, M. y Jarrell, G.A. (1988): "Comment", en Coffee, J.C. Jr.; Lowenstein, L. y Rose-Ackerman, S. (Comp.), *Knights, raiders and targets. The impact of hostile takeover,* Oxford University Press, Oxford, págs. 245-259.

Brandao, E. (1999): "Uma nova metodologia em finanças: As redes neuronais", *IX Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica*, Vol. III, 10 al 12 de febrero, Lepe (Huelva) , págs. 193-201.

Brander, J.A. y Poitevin, M. (1992): "Managerial compensation and the agency cost of debt finance", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 55-64.

Brealey, R. y Myers, S.C. (1991): *Principles of corporate finance,* McGraw Hill, cuarta edición, New York.

Brealey, R. y Myers, S.C. (1993): *Fundamentos de financiación empresarial,* Mc Graw-Hill, cuarta edición, Madrid.

Brealey, R.A. y Myers, S.C. (1998): "Fundamentos de financiación empresarial", McGraw-Hill, Madrid, quinta edición.

Bremer, M. y Sweeney, R.J. (1991): "The reversal of large stock-price decreases", *Journal of Finance*, vol. 46, nº 2, junio, págs. 747-754.

Brick, I.E.; Harber, L.J. y Weaver, D. (1982): "Financial motives in conglomerate mergers: An empirical test", en Keenan, M. y White, L.J. (Comp.), *Mergers and acquisitions. Current problems in perspective,* Lexington Books, Lexington, Mass., págs. 205-221.

Brickley, J.A.; Bhagat, S. y Lease, R.C. (1985): "The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, abril, págs. 115-129.

Brickley, J.A. y Dark, F.H. (1987): "The choice of organizational form: The case of franchising", *Journal of Financial Economics*, vol. 18, nº 2, junio, págs. 401-420.

Brickley, J.A. y Hevert, K.T. (1991): "Direct employee stock ownership: An empirical investigation", *Financial Management,* vol. 20, nº 2, verano, págs. 70-84.

Brickley, J.A. y James, C.M. (1987): "The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking", *Journal of Law and Economics,* vol. 30, nº 1, abril, págs. 161-180.

Brickley, J.A.; Lease, R.C. y Smith, C.W. Jr. (1988): "Ownership structure and voting on antitakeover amendments", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, págs. 267-291.

Brigham, E.F. y Gapenski, L.C. (1990): *Intermediate financial management,* Dryden Press, tercera edición, Chicago.

Bris Cabrerizo, A. (1994): *Control corporativo y estructura financiera: Análisis de las ofertas públicas de adquisición de acciones,* Tesina 6ª Promoción del Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid.

Bronars, S.G. y Deere, D.R. (1991): "The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, nº 1, febrero, págs. 231-254.

Brown, Ch. y Medoff, J. (1989): "The employer size-wage effect", *Journal of Political Economy*, vol. 97, nº 5, octubre, págs. 1.027-1.059.

Brown, D.; Marshall, W. y Weingast, B. (1984): "Taxes, median shares and marginal prices: Rational voting in corporate takeover attempts", *Unpublished research abstract,* University of Washington.

Brown, D.T. y Ryngaert, M.D. (1991): "The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymetric information", *Journal of Finance,* vol. 46, nº 2, junio, págs. 653-669.

Brown, D.T. y Ryngaert, M.D. (1992): "The determinants of tendering rates in interfirm and sell-tender offers", *Journal of Business,* vol. 65, nº 4, octubre, págs. 529-556.

Brown, P.C.; Miller, J.B. y Thornton, J.R. (1991): "Optimal excutive perquisites", *Journal of Economic Behaviour and Organization,* vol. 16, nº 3, diciembre, págs. 341-345.

Brown, S.J. y Warner, J.B. (1980): "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics,* vol. 8, nº 3, septiembre, págs. 205-258.

Brown, S.J. y Warner, J.B. (1985): "Using daily stock returns. The case of event studies", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, nº 1, marzo, págs. 3-31.

Browne, L.E. y Rosengren, E.S. (1987): "Are hostile takeovers differents?", en Browne, L.E. y Rosengren, E.S. (Comp.) *The merger boom,* Federal Reserve Bank of Boston, págs. 199-229.

Bruner, R.F. (1988): "The use of excess cash and debt capacity as a motive for merger", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 23, nº 2, junio, págs. 199-217.

Brusco, S. (1996): "Bankruptcy, takeovers and wage contracts", *Journal of Economics and Management Strategy,* vol. 5, nº 4, invierno, págs. 515-534.

Bruton, G.D.; Oviatt, B.M. y White, M.A. (1994): "Performance of acquisitions of distressed firms", *Academy of Management Journal,* vol. 37, nº 4, agosto, págs. 972-989.

Buckley, A. (1972a): "The takeover in the context of a capital budgeting framework", *Journal of Business Finance,* vol. 4, nº 2, verano, págs. 37-45.

Buckley, A. (1972b): "A profile of industrial acquisitions 1971", *Accounting and Business Research,* otoño, págs. 243-252.

Burgos Pérez, J.M. (1998): "La responsabilidad de los consejos de administración", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 103-112.

Burkart, M. (1994): "Overbbidding in takeover contest", *Discussion Paper Series,* nº 180, enero, LSE Financial Markets Group, Londres.

Butler, S. y Newman, H.A. (1989): "Agency control mechanism effectiveness and decision making in an executive´s final year with a firm", *Journal of Institutional and Theorical Economics,* vol. 145, nº 3, septiembre, págs. 451-464.

Butz, D.A. (1991): "El papel disciplinario de grandes accionistas minoritarios", *Cuadernos Económicos de Información Comercial Española,* nº 49, págs. 207-222.

Byrd, J. y Hickman, K. (1992): "The case for independ outside directors", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 5, nº 3, otoño, págs. 78-82.

Cable, J.R.; Palfrey, P.R. y Runge, J.W. (1980): "Federal Republic of Germany, 1962-1974" en Mueller, D.C. (Comp.): *The determinants and effects of mergers. An international comparison*. Oelgeschlager, Gunn et Hain, Pub., Cambridge, Mass, págs. 99-132.

Cachón Blanco, J.E. (1993): "Las ofertas públicas de adquisición", *Derecho del mercado de valores (*Tomo II*),* Dykinson, Madrid, págs. 303-368.

Cadbury, A. (1995): *The company chairman*, Director Books, Hermel Hempstead.

Cadbury, A. (1996): "La incidencia del buen gobierno en el valor de la empresa", en AB Asesores (Comp.) *Gobierno de la empresa,* AB Asesores, Madrid, págs. 47-63.

Calvo Flores, A. y García, D. (1999): *El riesgo financiero de la empresa*, Monografía AECA, Madrid.

Carleton, W.T.; Guilkey, D.K.; Harris, R.S. y Stewart, J.F. (1983): "An empirial analysis of the role of the medium of exchange in mergers", *Journal of Finance,* vol. 38, nº 3, junio, págs. 813-826.

Carrascal Arranz, U. (1997): *Aplicaciones estadísticas y econométricas con SAS*, RA-MA, Madrid.

Carroll, C.A.; Zumpano, L.V. y Elder, H.W. (1988): "Acquisitions of the 1980's: A multiple logit analysis of leveraged buyout candidates", *Review of Business and Economic Research,* vol. 24, nº 1, otoño, págs. 20-30.

Carter, R.B. y Stover, R.D. (1991): "Management ownership and firm compensation policy: Evidence from converting saving and loans associations", *Financial Management,* vol. 20, nº 4, invierno, págs. 80-90.

Caruana, G. (1998): "Carrera profesional, incentivos y decisiones de inversión", *Tesina del Centro de Estudios Monetarios y Financieros* nº 9802, Madrid, enero.

Cea Garcia, J.L. (1979): *Modelos de comportamiento de la gran empresa,* Mº de Economía y Hacienda, Instituto de Planificación Contable, Madrid.

Celma, J. (1995): "El incentivo de las opciones en el diseño de los planes de participación en acciones para empleados de empresa", *III Foro de FInanzas*, Universidad Comercial de Deusto, 30 de noviembre y 1 de diciembre, Bilbao, págs. 559-575.

Chakravarty, S. y McConnell, J.J. (1997): "An analysis of prices, bid/ask spreads, and bid and ask depths surrounging Ivan Boesky's illegal trading in Carnation's stock", Financial Management, vol. 26, nº 2, verano, págs. 18-34.

Chandler, A. (1977): *The visible hand*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Chandler, A.D. Jr. (1990): *Scale and scope. The dynamics of industrial capitalism,* Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Chaplinsky, S. y Niehaus, G. (1990a): "Leveraged ESOP financing and risk", *Financial Analysts Journal*, vol. 46, nº 2, marzo-abril, págs. 10-13.

Chaplinsky, S. y Niehaus, G. (1990b): "The tax and distributional effects of leveraged ESOPs", *Financial Management*, vol. 19, nº 1, primavera, págs. 29-38.

Chaplinsky, S. y Niehaus, G. (1993): "Do inside ownership and leverage share common determinants?", *Quarterly Journal of Business and Economics,* vol. 32, nº 4, otoño, págs. 51-65.

Chapman, D.R. y Junor, C.W. (1987): "Inflation, firm control-type and vulnerability to takeover", *Oxford Economic Papers,* vol. 39, nº 3, septiembre, págs. 500-515.

Chappell, H.W. Jr. y Cheng, D.C. (1984): "Firms' acquisition decisions and Tobin's q ratio", *Journal of Economics and Business,* vol. 36, págs. 29-42.

Chatterjee, S. (1986): "Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal,* vol. 7, nº 2, marzo-abril, págs. 119-139.

Chatterjee, S. y Lubatkin, M. (1990): "Corporate mergers, stockholder diversification, and changes in sistematic risk", *Strategic Management Journal,* vol. 11, nº 4, mayo-junio, págs. 255-268.

Chatterjee, S. y Wenerfelt, B. (1991): "The link between resources and type of diversification: Theory and evidence", *Strategic Management Journal,* vol. 12, nº 1, enero, págs. 33-48.

Chemia, G. (1994): "Implicit contracts, optimal union power and takeovers", *Discussion Paper Series,* nº 199, LSE Financial Markets Group, Londres.

Cheng, D.C.; Benton, E.G. y Wall, L.D. (1989): "Financial determinants of bank takeovers", *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 21, nº 4, noviembre, págs. 524-536.

Choi, D. (1991): "Toehold acquisitions, shareholder wealth, and the market for corporate control", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 26, nº 3, septiembre, págs. 391-407.

Chowdhry, B. y Nanda, V. (1993): "The strategic role of debt in takeover contests", *Journal of Finance*, vol. 48, nº 2, junio, págs. 731-745.

Chung, K.S. y Weston, J.F. (1982): "Diversification and mergers in a strategic long-range-planning framework", en Keenan, M. y White, L.J. (Comp.) *Mergers and acquisitions. Current problems in perspective,* Lexington Books, Lexington, Mass., págs. 315-347.

Ciscel, D.H. y Carroll, T.M. (1980): "The determinants of executive salaries: An econometric survey", *Review of Economics and Statistics,* febrero, págs. 7-13.

Clark, K. y Ofek, E. (1994): "Merger as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 29, nº 4, diciembre, págs. 541-565.

Clayton, R.J. y Fields, M.A. (1991): "Prediction of acquisition candidate: Methodological comparisons", *Mid-Atlantic Journal of Business,* vol. 27, nº 3, diciembre, págs. 233-250.

Cobbaut, R. (1997): *Théorie Financière*, Economica, París, cuarta edición.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (1990): *Informe Anual*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, págs. 142-153.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (1991): *Informe Anual*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, págs. 192-209.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (1992): *Informe Anual*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, págs. 234-249.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (1993): *Informe Anual*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, págs. 264-279.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (1994): *Informe Anual*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, págs. 274-285.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (1995): *Informe Anual*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, págs. 298-309.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (1996): *Informe Anual*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, págs. 292-303.

Comment, R. y Jarrell, G. (1991): "The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases", *Journal of Finance*, vol. 46, nº 4, septiembre, págs. 1243-1271.

Comment, R. y Jarrell, G.A. (1995): "Corporate focus and stock returns", *Journal of Financial Economics,* vol. 37, nº 1, enero, págs. 67-87.

Comment, R. y Schwert, G.W. (1995): "Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures", *Journal of Financial Economics,* vol. 39, nº 2-3, octubre, págs. 3-43.

Constantinides, G.M. (1986): "Capital market equilibrium with transaction costs", *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 4, agosto, págs. 842-862.

Cooke, T.E. (1986): *Mergers and acquisitions*, Basil Blackwell, Oxford.

Copeland, T.E. y Weston, J.F. (1988): *Financial theory and corporate policy,* Addison-Wesley, tercera edición, Reading, Mass.

Cornett, M.M. y Vetsuypens, M.R. (1989): "Voting rights and shareholder wealth. The issuance of limited voting common stock", *Managerial and Decision Economics,* vol. 10, págs. 175-188.

Cosh, A.D.; Hughes, A.; Lee, K. y Singh, A. (1989): "Institutional investment, mergers and the market for corporate control", *International Journal of Industrial Organization,* vol. 7, nº 1, marzo, págs. 73-100.

Cosh, A.; Huhges, A. y Singh, A. (1980): "The causes and effects of takeovers in the United Kingdom: An empirical investigation for the late 1960s at the microeconomic level", en Mueller, D.C. (Comp.), *The determinants and effects of mergers,* Oelgeschlager, Gunn y Hain, Cambridge, Mass., págs. 227-269.

Coughlan, A.T. y Schmidt, R.M. (1985): "Executive compensation, management turnover, and firm performance", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, págs. 43-66.

Cramer, J.R. (1991): *The logit model: An introduction for economist*. Routledge, Chapaman and Hills, Nueva York.

Crawford, D. y Lechner, T.A. (1996): "Takeover premiums and anticipated merger gains in the US market for corporate control", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 23, nº 5-6, julio, págs. 807-829.

Crespí Cladera, R. (1993): "Protecciones Anti-Opa y concentración de la propiedad: el poder de voto", *Economics Working Paper,* nº 32, marzo, Universitat Pompeu Fabra.

Crespí Cladera, R. (1998): "Board remuneration, performance and corporate governance in large Spanish companies", *II Foro de Finanzas de Segovia, Escuela de Finanzas Aplicadas, Analistas Financieros Internacionales*, Colegio Universitario de Segovia, 7 al 15 de julio, Segovia.

Crespí Cladera, R. (1998): "Corporate governance and performance: A literature review on Spanish research", en OECD Report, *Corporate governance and economic performance*, Klaus Gugler, págs. 10-15.

Crespí Cladera, R. (1998): "Determinantes de la estructura de propiedad: Una aproximación al caso español con datos de panel", *Moneda y Crédito*, nº 206, págs. 115-143. Una versión previa de este artículo es "Determinants of ownership structure: a panel data approach to the Spanish case", *I Foro de Finanzas de Segovia, Escuela de Finanzas Aplicadas, Analistas Financieros Internacionales*, Colegio Universitario de Segovia, 7 al 16 de julio de 1997, Segovia.

Crespí Cladera, R. (1999): "Una aproximación al problema de gobierno de las empresas", *V Taller de Metodología de ACEDE. "Metodología y Técnicas de Investigación en Economía y Dirección de Empresas"*. Barcelona, 23 y 24 de abril.

Cuervo Cazurra, A. (1997): "Estructura de propiedad y comportamiento de la empresa: Objetivos alternativos de los accionistas en España", Tesis doctoral no publicada, Universidad de Salamanca, Departamento de Análisis Económico y Contabilidad, Salamanca, junio de 1997.

Cuervo Cazurra, A. (1998): "Comentario" a R. Crespí Cladera "Determinantes de la estructura de propiedad: Una aproximación al caso español con datos de panel", *Moneda y Crédito*, nº 206, págs. 143-146.

Cuervo Cazurra, A. (1998): "La reforma del consejo de administración en España: Límites a la aplicación de los modelos anglosajones", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 9-21.

Cuervo García, A. (1988-1989): "Estrategias bancarias ante la Europa de los noventa: OPAS y fusiones", *Economistas,* vol. 6, nº 35, págs. 102-107.

Cuervo García, A. (1993): "El papel de la empresa en la competitividad", *Papeles de Economía Española*, nº 56, págs. 363-378.

Cuervo García, A. (1997): "Empresarios y directivos", *Economistas*, nº 73, págs. 46-55.

Cuervo García, A. (1998): "La privatización de la empresa pública española", *Boletín de AECA*, nº 46, marzo-junio, págs..

Cuervo García, A. (1998): "¿Existe un problema de control corporativo?", *El País,* 24 de enero, pág. 48.

Dann, L.Y. y Deangelo, H. (1988): "Corporate financial policy and corporate control. A study of defensive adjustments in asset and ownership structure", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, nº 1-2, enero, págs. 87-127.

Davis, G.F. y Stout, S.K. (1992): "Organization theory and the market for corporate control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980-1990", *Administrative Science Quarterly,* vol. 37, nº 4, diciembre, págs. 605-633.

De, S. (1992): "Diversification patterns and long-term corporate performance", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 1-13.

De Miguel Hidalgo, A. (1990): *Las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la gran empresa*, Secretariado de Publicaciones de la Universidad de Valladolid, Valladolid.

De Miguel, L.J.; Revilla, E., Rodríguez, J.M. y Cano, J.M. (1993): "Application of the fuzzy artmap neural network architecture to bank failure predictions", en Mira, J.; Cabestany, J. Y Prieto (Comps.), *New trends in neural computation*, Springer-Verlag, Berlín, págs. 720-725.

De Andrés Alonso, P. (1998): *Contratos, recursos y creación de valor. Un análisis de la empresa española*, Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico de la Universidad de Valladolid, Valladolid.

DeAngelo, H. y Rice, E.M. (1983): "Antitakeover charter amendments and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, nº 4, abril, págs. 329-360.

DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (1985): "Managerial ownership of voting rights. A study of public corporations with dual classes of common stock", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, nº 1, marzo, págs. 33-69.

DeAngelo, L.E. (1988): "Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contest", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 10, nº 1, enero, págs. 3-36.

DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (1989): "Proxy contests and the governance of publicly held corporations", *Journal of Financial Economics,* vol. 23, nº 1, junio, págs. 29-59.

DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (1992): "Proxy contest", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comp.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. III, The MacMillan Press, págs. 226-227.

Dechow, P.M.; Huson, M.R. y Sloan, R.G. (1994): "The effect of restructuring changes on executives' cash compensation", *Accounting Review,* vol. 69, nº 1, enero, págs. 138-156.

Dechow, P.M. y Sloan, R.G. (1991): "Executive incentives and the horizon problem", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 14, nº 1, marzo, págs. 51-89.

Defusco, R.A.; Johnson, R.R. y Zorn, T.S. (1990): "The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 2, junio, págs. 617-627.

Defusco, R.A.; Zorn, T.S. y Johnson, R.R. (1991): "The association between executive stock option plan changes and managerial decision making", *Financial Management,* vol. 20, nº 1, primavera, págs. 36-43.

Demsetz, H. (1983): "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics,* vol. 26, nº 2, junio, págs. 375-390.

Demsetz, H. (1986): "Corporate control, insider trading, and rates of return", *American Economic Review,* vol. 76, nº 2, mayo, págs. 313-316.

Demsetz, H. y Lehn, K. (1985): "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy,* vol. 93, nº 6, diciembre, págs. 1155-1177.

Denis, D.K. (1994): "Evidence on the effects of hostile and friendly tender offers on employment", *Managerial and Decision Economics,* vol. 15, nº 4, julio, págs. 341-357.

Dennis, D.K. y McConnell, J.J. (1986): "Corporate mergers and security returns", *Journal of Financial Economics,* vol. 16, nº 2, junio, págs. 143-187.

Dewatripont, M. (1989): "Renegotiation and information revelation over time: The case of optimal labor contracts", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, nº 3, agosto, págs. 589-619.

Dewatripont, M. y Sekkat, K. (1991): "Producer opportunism in retailing contracts", *Journal of Industrial Economics*, vol. 39, nº 5, septiembre, págs. 595-620.

Dewey, D. (1961): "Mergers and cartels: Some reservations about policy", *American Economic Review,* vol. 51, nº 2, mayo, págs. 255-262.

Dhillon, U.S. y Ramirez, G.G. (1994): "Employee stock ownership and corporate control: An empirical study", *Journal of Banking and Finance,* vol. 18, nº 1, enero, págs. 9-25.

Diamond, D.W. (1984): "Financial intermediation and delegated monitoring". *Review of Economic Studies*, vol. 51, nº 3, págs. 393-414.

Diamond, D.W. y Verrecchia, R.E. (1982): "Optimal managerial contracts and equilibrium security prices", *Journal of Finance*, vol. 37, nº 2, mayo, págs. 275-287.

Díaz Díaz, B. (1998): "Determinantes de la concentración accionarial y su contribución al resultado empresarial", *XII Congreso Nacional y VIII Congreso Hispano-Francés de AEDEM*, 2 al 5 de junio, Benalmádena (Málaga), págs. 257-266.

Díaz Martínez, M.C. (1995): "Características de las ofertas públicas de adquisición de acciones en el periodo 1983-89", en Guarnizo García, J.V. (Comp.), *Ponencias del IX Congreso Nacional y V Congreso Hispano-Francés de AEDEM,* vol. 2, 2 al 5 de mayo, Toledo, págs. 1753-1770.

Dickie, R.; Michel, A. y Shaked, I. (1987): "The winner's curse in the merger game", *Journal of General Management*, vol. 12, nº 3, primavera, págs. 32-51.

Dietrich, J.R. (1984): "Discussion of methodological issues related to estimation of financial distress prediction models", *Journal of Accounting Research,* vol. 22, suplemento, págs. 83-88.

Dietrich, J.K. y Sorensen, E. (1984): "An application of logit analysis to prediction of merger targets", *Journal of Business Research,* vol. 12, págs. 393-402.

Donaldson, G. (1990): "Voluntary Restructuring: The Case of General Mills", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nº 1, septiembre, págs. 117-141.

Dood, P. (1990): "The market for corporate control. A review of the evidence", en Stern, J.M. y Chew, D.H. Jr. (Comps.), *The revolution of corporate* finance, págs. 343-356.

Dood, P. y Ruback, R. (1977): "Tender offers and stockholder returns. An empirical analysis", *Journal of Financial Economics,* vol. 5, nº 3, diciembre, págs. 351-373.

Dood, P. y Warner, J.B. (1983): "On corporate governance. A study of proxy contest", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, págs. 401-438.

Doukas, J. y Travlos, N.G. (1988): "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions", *Journal of Finance,* vol. 43, nº 5, diciembre, págs. 1161-1175.

Dreyfus, J.F. (1988): "Shareholder heterogeneity, differentiated tendering, and takeover contest", *Working Paper Series,* nº 476, junio, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration, New York University, New York.

Easterbrook, F.H. (1984): "Two agency-cost explanations of dividends", *American Economic Review*, vol. 74, nº 4, septiembre, págs. 650-659.

Easterbrook, F.H. y Fischel, D.R. (1983): "Voting in corporate law", *Journal of Law and Economics,* vol. 26, nº 2, junio, págs. 395-427.

Easterbrook, F.H. y Fischel, D.R. (1991): "The economic structure of corporate laws", Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Eaton, J. y Rosen, H.S. (1983): "Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration", *Journal of Finance*, vol. 38, nº 5, diciembre, págs. 1489-1505.

Eckbo, B.E. (1983): "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, págs. 241-273.

Eckbo, B.E. (1985): "Mergers and the market concentration doctrine: Evidence from the capital market", *Journal of Business,* vol. 58, nº 3, págs. 325-349.

Eckbo, B.E. (1992a): "Acquisitions", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comp.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* The MacMillan Press, págs. 10-13.

Eckbo, B.E. (1992b): "Mergers and the value of antitrust deterrence", *Journal of Finance,* vol. 47, nº 3, julio, págs. 1005-1029.

Eckbo, B.E.; Giammarino, R.M. y Heinkel, R.L. (1990): "Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers; Theory and test", *Review of Financial Studies,* vol. 3, nº 4, págs. 651-675.

Eckbo, B.E. y Wier, P. (1985): "Antimerger policy under the Hart-Scott-Rodino Act: A reexamination of the market power hypothesis", *Journal of Law and Economics*, vol. 28, nº 1, abril, págs. 119-149.

Eddey, P.H. (1991): "Corporate raiders and takeover target", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 18, nº 2, enero, págs. 151-171.

Eger, C.E. (1983): "An empirical test for the redistribution effect in pure exchange mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 18, nº 4, diciembre, págs. 547-572.

Eguidazu Mayor, S. (1998): El consejo de administración ante la competencia por el control: Un caso real", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 67-81.

Eisenbeis, R.A. (1977): "Pitfalls in the application of discriminant analysis in business, finance, and economics", *Journal of Finance,* vol. 32, nº 3, junio, págs. 875-899.

Elgers, P.T. y Clark, J.J. (1980): "Merger types and shareholder returns: Additional evidence.", *Financial Management,* vol. 9, nº 2, verano, págs. 66-72.

Ellert, J.C. (1976): "Mergers, antitrust law enforcement and stockholder returns", *Journal of Finance*, vol. 31, nº 2, mayo, págs. 715-732.

Elliot, J.W. (1972): "Control, size, growth, and financial performance in the firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 7, págs. 1309-1320.

Elton, E.J.; Gruber, M.J. y Lightstone, J.B. (1981): "The impact of bankruptcy on the firm's capital structure, the reasonableness of mergers, and the risk independence of projects", en Levy, H. (Comp.), *Research in Finance,* vol. 3, JAI Press, Greenwich, Connecticut, págs. 143-155.

Elzinga, K.G. (1969): "The antimerger law: Pyrrhic victories", *Journal of Law and Economics,* vol. 12, nº 1, abril, págs. 43-78.

Escardíbul Ferrá, B. (1996): "Estudio de la OPA de exclusión versus la Opa por el control total: evidencia empírica en España (1990-1995)", *Actualidad Financiera*, nº 16, noviembre, págs. 1.335-1.352.

Escardíbul Ferrá, B., Rovira Vall, R. and Somoza López, A. (1998): "Características financieras de las empresas adquiridas mediante una oferta pública de adquisición de acciones: El caso de España (1994-1996)", *Actualidad Financiera*, año 3, nº 10, octubre, págs. 11-22.

Estrada, J. y Peña, J.I. (1995): "Empirical evidence on the impact of European insider trading regulations", *III Foro de Finanzas*, Universidad Comercial de Deusto, 30 de noviembre y 1 de diciembre, Bilbao.

Fairburn, J. y Kay, J. (1989) (Comps.): "Merger and merger policy", Oxford University Press, Oxford.

Faith, R.L.; Higgins, R.S. y Tollison, R.D. (1984): "Managerial rents and outside recruitment in the Coasian firm", *American Economic Review,* vol. 74, nº 4, septiembre, págs. 660-672.

Fama, E.F. (1970): "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", Journal of Finance, mayo, págs. 383-417.

Fama, E.F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy,* vol. 88, nº 2, págs. 288-307.

Fama, E.F. (1984): "Problemas de agencia y teoría de la empresa", *Información Comercial Española. Revista de Economía,* nº 611, julio, págs. 53-65.

Fama, E.F.; Fisher, L.; Jensen, M.C. y Roll, R. (1969): "The adjustment of stock prices to new information", *International Economic Review,* vol. 10, nº 1, febrero, págs. 1-21.

Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983a): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics,* vol. 26, nº 2, junio, págs. 301-325.

Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983b): "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics,* vol. 26, nº 2, junio, págs. 327-349.

Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1985): "Organizational forms and investment decisions", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, nº 1, marzo, págs. 101-119.

Fanjul, O. (1998): "Panel. Mercado de capitales y gobierno de las empresas", *Moneda y Crédito*, nº 206, págs. 193-231.

Fanning, K.M. y Cogger, K.O. (1994): "A comparative analysis of artificial neural networks using financial distress perdiction", *Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management*, vol. 3, nº 4, octubre, págs. 241-252.

Faulí-Oller, R. (1996): "Mergers for market power in a Cournot setting and merger guidelines", *Working Paper. A discusión,* nº 15, Instituto Valenciano de Investigaciones EconómicasValencia.

Faulí-Oller, R. (1997): "On merger profitability in a Cournot setting", *Working Paper. A discusión,* nº 03, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, Valencia.

Faulí-Oller, R. y Motta, M. (1994): "Why do owners let their managers pay too much for their acquisitions?", *X Jornadas de Economía Industrial,* 22 y 23 de septiembre, mimeo, Madrid.

Faulí-Oller, R. y Motta, M. (1996): "Managerial incentives for takeovers", *Working Paper. A discusión,* nº 22, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, Valencia.

Fazzari, S.; Hubbard, R.G. y Petersen, B. (1988): "Investment, financing decisions, and tax policy", *American Economic Review*, vol. 78, nº 2, mayo, págs. 200-205.

Fazzari, S.M; Hubbard, R.G.; Petersen, B.C.; Blinder, A.S. y Poterba, J.M. (1988): "Financing constraints and corporate investment; Comments and discussion", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, págs. 141-206.

Fernández, A.I. y Gómez Ansón, S. (1997): "Los efectos riqueza asociados a las adquisiciones de empresas: evidencia en el mercado de capitales español", *I Foro de Finanzas de Segovia, Escuela de Finanzas Aplicadas, Analistas Financieros Internacionales*, Colegio Universitario de Segovia, 7 al 16 de julio, Segovia.

Fernández, A.I., Gómez Ansón, S. (1998): "El gobierno de la empresa", *VIII Congreso Nacional de ACEDE. "Empresa y Economía Institucional"*, septiembre, Las Palmas de Gran Canaria.

Fernández, A.I., Gómez Ansón, S. y Fernández Méndez, C. (1997): "The effect of board size and composition on corporate performance", *Suerf Colloqium*, 15 al 17 de mayo, Budapest.

Fernandez, P. (1992): "El mercado para el control de empresas", *Alta Dirección,* nº 162, págs. 135-145.

Fernández Álvarez, A.I. y García Olalla, M. (1992): *Las decisiones financieras de la empresa,* Ariel, Barcelona.

Fernández Álvarez, A.I. y Gómez Ansón, S. (1997): "La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español", *Investigaciones Económicas*, vol. XXI, nº 1, enero, págs. 129-138. Una versión preliminar de este trabajo fue expuesta en las *II Jornadas de Economía Financiera*, vol. I, Facultad de CC. EE. y Empresariales, Universidad del País Vasco, Bilbao, 16 de junio de 1995.

Fernández Álvarez, A.I. y Gómez Ansón, S. (1998): "Corporate performance and the gains from successful tender offers in Spain", *Seventh Annual EFMA-FMA European Conference*, Lisbon, Portugal, June 25-26.

Fernández Álvarez, A.I. y Gómez Ansón, S. (forthcoming): *Los problemas de agencia en el mercado de control corporativo español*

Fernández Blanco, M. y García Martín, C.J. (1995): "El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones", *Revista Española de Economía,* vol. 12, nº 2, págs. 219-240.

Fernández Méndez, C. y Gómez Ansón, S. (1996): "La participación accionarial y el valor de la empresa", en Luque Martínez, T. (Comp.) *La empresa en una economía globalizada: retos y cambio*, VI Congreso de AEDEM. Granada, págs. 1.017-1.032.

Fernández Méndez, C. y Gómez Ansón, S. (1997): "La influencia del tamaño del Consejo de Administración sobre el valor de mercado de la empresa", en Ruíz González, M. (Comp.) *XI Congreso Nacional y VII Congreso Hispano-Francés de AEDEM*, Ponencias y Comunicaciones, vol. I, Lérida 17 al 20 de junio, págs.

Ferrán Aranaz, M. (1996): *SPSS para Windows. Programación y análisis estadístico,* McGraw-Hill, Madrid.

Ferrando Bolado, M. y Blanco Ramos, F. (1998): "La prevsión del fracaso empresarial en la Comunidad Valenciana: Aplicación de los modelos discriminante y Logit", *Revista Española de Financiación y Contabilidad,*, vol. 27, nº 95, págs. 499-540.

Fields, M.A. (1991): "Portfolio selection and an optimal cutoff probability in predicting takeover targets", en Chen, S.-N. y Lee, C.-F. (Comps.), *Advances in investment analysis and portfolio management,* vol. 1, JAI Press, págs. 279-293.

Finkelstein, S. y Hambrick, D.C. (1990): "Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion", *Administrative Science Quarterly,* vol. 35, nº 3, septiembre, págs. 484-503.

Finnerty, J.E. (1976a): "Insiders' activity and inside information: A multivariate analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 11, nº2, junio, págs. 205-215.

Finnerty, J.E. (1976b): "Insiders and market efficiency", *Journal of Finance*, vol. 31, nº 4, septiembre, págs. 1141-1148.

Firth, M. (1976): "Share prices and mergers. A study of stock market efficiency", Saxon House, Westmead, Inglaterra.

Firth, M. (1978): "Synergism in mergers: Some British results", *Journal of Finance,* vol. 33, nº 2, mayo, págs. 670-672.

Firth, M. (1980): "Takeovers, shareholder returns and the theory of the firm", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 94, nº 2, marzo, págs. 235-260.

Firth, M. (1991): "Corporate takeovers, stockholder returns and executive rewards", *Managerial and Decision Economics,* vol. 12, págs. 421-428.

Fishman, M.J. (1988): "A theory of preemptive takeover bidding", *Rand Journal of Economics,* vol. 19, nº 1, primavera, págs. 88-101.

Fishman, M.J. (1989): "Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 1, marzo, págs. 41-57.

Fishman, A. (1990): "Entry deterrence in a finitely-lived industry", *Rand Journal of Economics*, vol. 21, nº 1, primavera, págs. 63-71.

Fizel, J.L. y Louie, K.K.T. (1990): "CEO retention, firm performance and corporate governance", *Managerial and Decision Economics,* vol. 11, págs. 167-176.

Flath, D. (1992): "Horizontal shareholding interlocks", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 75-77.

Fondevila Roca, E. (1997): *Fusiones y adquisiciones como instrumentos estratégicos del empresario,* Cedecs Editorial, Barcelona.

Fosberg, R.H. (1988): "Agency costs and outside directorships", Tesis doctoral de la Universidad de Texas ADM, UMI Dissertation Information Service, Ann Arbor, Michigan.

Foster, G. (1986): *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, segunda edición.

Franks, J. y Harris, R.S. (1989): "Shareholder wealth effects of corporate takeovers. The UK experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics,* vol. 23, nº 2, agosto, págs. 225-249.

Franks, J.R.; Harris, R.S. y Mayer, C. (1988): "Means of payment in takeovers: Results for the United Kingdom and the United States", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 221-258.

Frank, R.E., Massy, W.F. y Morrison, D.G. (1965): "Bias in multiple discriminant analysis", *Journal of Marketing Research,* vol. 2, nº 3, agosto, págs. 250-258.

Franks, J. y Mayer, C. (1990): "Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the UK", *Economic Policy. A European forum,* nº 10, abril, págs. 191-231.

Freixas, X. (1989): "Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros", *Moneda y Crédito*, nº 190. págs. 14-40.

Freixas, X. (1999): "Nuevos avances en la teoría de la regulación financiera", *Moneda y Crédito*, nº 206, págs. 11-.

Friend, I. y Lang, L.H.P. (1988): "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure", *Journal of Finance,* vol. 43, nº 2, junio, págs. 271-281.

Funiciello, J. (1990): "Mergers, acquisitions, and divestiture... Effects on workers", en Kopp (Comp.), *Perspectives on corporate takeovers,* University Press of America, Lanham, págs. 67-92.

Furtado, E.P.H. y Karan, V. (1990): "Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence", *Financial Management,* vol. 19, nº 2, verano, págs. 60-75.

Furtado, E.P.-H. y Rozeff, M.S. (1987): "The wealth effects of company initiated management changes", *Journal of Financial Economics*, vol. 18, nº 1, marzo, págs. 147-160.

Gabás Trigo, F. (1990): *Técnicas actuales de análisis contable. Evaluación de la solvencia empresarial*, Instituto de Contabilidad y auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

Galai, D. y Masulis, D.W. (1976): "The option pricing model and the risk factor of stock", *Journal of Financial Economics,* vol. 3, págs. 53-81.

Gale, D. y Hellwig, M. (1985): "Incentive-compatible debt contracts: The one-period problem", *Review of Economic Studies*, vol. 52, nº 4, octubre, págs. 647-663.

Gallén Ortiz, M.L. (1997): "La relación accionistas-directivos: Problemas de agencia y mecanismos de control", *Análisis Financiero*, nº 71, primer cuatrimestre, págs. 34-45.

Gallinger, G.W. (1982): "Corporate vulnerability to cash tender offers", *Strategic Management Journal,* vol. 3, nº 3, julio-septiembre, págs. 179-196.

Galve Górriz, C. y Salas Fumás, V. (1992): "Estructura de propiedad de la empresa española", *Información Comercial Española. Revista de Economía,* nº 701, enero, págs. 79-90.

Galve Górriz, C. y Salas Fumás, V. (1994): "Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa", *Revista de Economía Aplicada,* vol. 2, nº 4, págs. 75-102.

Galvé Górriz, C. y Salas Fumas, V. (1997): "Propiedad y control en la empresa española", *Economistas*, nº 73, págs. 70-77.

García Fernández, E. (1988): "El proceso negociador en las fusiones y adquisiciones", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. XLIII, nº 134, agosto, págs. 247-260.

García de Sola, P. (1999): "Retribuir con acciones", *El País Negocios,* abril, pág. 30.

García de Enterría, J. (1991): "Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva", *Revista de Derecho Mercantil,* nº 201, julio, págs. 423-464.

García de Enterría, J. (1996): *La OPA obligatoria,* Civitas, Madrid.

García Martín, C.J. (1995): "El mercado de control de empresas: evidencia empírica, *Esic Market*, nº 90, octubre-diciembre, págs. 161-196.

García Martín, C.J. (1994): *Fusiones y Adquisiciones de Empresas: Efectos sobre la Rentabilidad del Accionista,* Tesis Doctoral no publicada, Universidad de Valencia, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.

García Martín, C.J. (1995): "El mercado de control de empresas: evidencia empírica", *Esic Market,* nº 90, octubre, págs. 161-196.

García Martín, C.J. y Ferrando Bolado, M. (1992): "Tomas de poder: Efectos sobre la rentabilidad de las acciones", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 1, nº 1, abril, págs. 115-124.

García Villanueva, R. y Palacín Sánchez, M.J. (1997): "Eficiencia de las adquisiciones internacionales para los accionistas", comunicación presentada al *IX Congreso de AECA. "La Unión Europea, un reto para las empresas y los profesionales españoles"*, 25 al 27 de septiembre, Salamanca, tomo 2. págs. 1.060-1.071.

García-Egocheaga, J.J., Basurto, J. y González Esteban, M.A. (1988): "Fusiones y adquisiciones", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. XLIII, nº 134, agosto, págs. 227-245.

Garicano Rojas, T. (1998): "Los distintos modelos y actitudes ante el gobierno de la empresa: Stockholders y stakeholders", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 23-34.

Garrido Miralles, P. y Nave Pineda, J.M. (1996): "Evolución de las concentraciones de empresas financieras en Europa", *Análisis Financier*, nº 68, primer cuatrimestre, págs. 56-65.

Garvey, G.T. (1989): "The investment oportunity set, free cash flow, and the structure of corporate ownership", *Tesis Doctoral,* UMI Dissertation Services, California, Los Angeles.

Garvey, G.T. (1992a): "Leveraging the underinvestment problem: How high debt and management shareholdings solve the agency costs of free cash flow", *Journal of Financial Research,* vol. 15, nº 2, verano, págs. 149-166.

Garvey, G. (1992b): "Do concentrated shareholdings mitigate the agency problem of "free cash flow"? Some evidence", *International Review of Economics and Finance*, vol. 1, nº 4, págs. 347-369.

Gasset Loring, F. y Ferrándiz Alarcón, L. (1998): "Los consejos de administración en las empresas españolas", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 89-93.

Gaver, J.J. (1992): "Incentive effects and managerial compensation contracts: A study of performance plan adoptions", *Journal of Accounting, Auditing and Finance,* vol. 7, primavera, págs. 137-156.

Gedajlovic, E. (1993): "Ownership, strategy and performance: Is the dichotomy sufficient?", *Organization Studies,* vol. 14, nº 5, págs. 731-752.

Gertner, R. y Scharfstein, D. (1991): "A theory of workouts and the effects of reorganization law", *Journal of Finance*, vol. 46, nº 4, septiembre, págs. 1189-1222.

Ghosh, Ch. y Woolridge, J.R. (1988): "An analysis of shareholder reaction to dividend cuts and omissions ", *Journal of Financial Research*, vol. 11, nº 4, invierno, págs. 281-294.

Giammarino, R.M. y Heinkel, R.L. (1986): "A model of dynamic takeover behavior", *Journal of Finance*, vol. 41, nº 2, junio, págs. 465-480.

Gibbons, R. y Murphy, K.J. (1990): "Relative performance evaluation for chief executive officers", *Industrial and Labor Relations Review,* vol. 43, nº 3 especial, febrero, págs. 30S-51S.

Gibbons, R. y Murphy, K.J. (1992a): "Does executive compensation affect investment", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 5, nº 2, verano, págs. 99-109.

Gibbons, R. y Murphy, K.J. (1992b): "Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence", *Journal of Political Economy,* vol. 100, nº 3, junio, págs. 468-505.

Gibbs, P.A. (1993): "Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threath, and free cash flow", *Strategic Management Journal,* vol. 14, nº especial, verano, págs. 51-68.

Gil-Casares Satrústegui, I. y Márquez Dorsch, M. (1998): "Los consejos de administración en Estados Unidos y Reino Unido", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 83-87.

Giliberto, M. y Varaiya, N.P. (1988): "A pricing framework for acquiring failed banks", *Bankers Magazine*, vol. 171, nº 4, julio-agosto, págs. 44-48.

Giliberto, S.M. y Varaiya, N.P. (1989): "The winner's curse and bidder competition in acquisitions: Evidence from failed bank auctions", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 1, marzo, págs. 59-75.

Gilson, S.C. (1989): "Management turnover and financial distress", *Journal of Financial Economics,* vol. 25, nº 2, diciembre, págs. 241-262.

Gilson, S.C. (1990): "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, págs. 355-387.

Gilson, S.C; John, K. y Lang, L.H. (1990): "Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nº 2, octubre, págs. 315-353.

Gilson, R.J.; Scholes, M.S. y Wolfson, M.A. (1988): "Taxation and the dynamics of corporate control: The uncertain case for tax-motivated acquisitions", en Coffee, J.C. Jr.; Lowenstein, L. y Rose-Ackerman, S. (Comps.), *Knights, raiders and targets. The impact of hostile takeover,* Oxford University Press, Oxford, págs. 271-299.

Gilson, S.C. y Vetsuypens, M.R. (1993): "CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis", *Journal of Finance*, vol. 48, nº 2, junio, págs. 425-458.

Gilson, S.C. y Vetsuypens, M.R. (1994): "Creating pay-for-performance in financially troubled companies", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 6, nº 4, invierno, págs. 81-92.

Giner Inchausti, B. (1990): "Información contable y toma de decisiones", *Revista Española de Financiación y Contabilidad,* nº 62, enero, págs. 27-43.

Gispert Pellicer, C. (1999): "Board turnover and firm performace in Spanish companies", *V Taller de Metodología de ACEDE. Metodología y Técnicas de Investigación en Economía y Dirección de Empresas*, 23 y 24 de abril, Barcelona.

Golbe, D.L. y Schranz, M.S. (1994): "Bidder incentives for informed trading before hostile tender offer announcementes", *Financial Management*, vol. 23, nº 4, invierno, págs. 57-68.

Goldberg, L.G. (1973): "The Effect of Conglomerate Mergers on Competition", *Journal of Law and Economics*, vol. 16, nº 1, abril, págs. 137-158.

Gómez Ansón, S. (1998): "Determinantes del reemplazo del equipo gestor en el mercado de control corporativo español", *II Foro de Finanzas de Segovia, Escuela de Finanzas Aplicadas, Analistas Financieros Internacionales*, Colegio Universitario de Segovia, 7 al 15 de julio, Segovia.

Gómez Ansón, S. (1997): "Los efectos riqueza asociados a las adquisiciones de empresas", *Actas del VII Congreso Nacional de ACEDE "Estrategia de la empresa y territorio"*, vol. III, 14 al 16 de septiembre, Aguadulce (Almería). Universidad de Almería (Comp.), págs. 593-608.

Gómez Ansón, S. (1997): *El mercado de control corporativo y los efectos riqueza asociados a las adquisiciones de empresas,* Tesis Doctoral no publicada, Universidad de Oviedo, Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Oviedo.

Gómez Ansón, S. y Fernández Méndez, C. (1997): "Stock ownership and market valuation: an empirical study for the Spanish market", *Research Papers in Banking and Finance*, Institute of European Finance, University of Wales.

Gómez Benito, J. (1987): *Meta-Análisis*, Promociones y Publicaciones Universitarias, Barcelona.

Gómez Bezares, F. (1989): *Dirección financiera (Teoría y aplicaciones),* Desclee de Brower, 1ª edición, Bilbao.

González Díaz, M. (1994): *Organización de la empresa constructora: La influencia de la regulación y la tecnología,* Universidad de Oviedo, Tesis doctoral no publicada, Oviedo.

González Méndez, V.M. y González Rodríguez, F. (1998): "Impacto de la regulación en la utilización de recompras de acciones en España. Efectos informativos y mecanismo de control", en Aguirre Sádaba, A.A. (Comp.) *"La creación de valor en un mercado global", XII Congreso Nacional y*

VIII Congreso Hispano-Francés de AEDEM, 2 al 5 de junio, Benalmádena (Málaga), págs. 223-232.

Gordon, L,A. y Pound, J. (1990): "ESOPs and corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nº 2, octubre, págs. 525-555.

Gort, M. y Hogarty, T.F. (1970): "New evidence on mergers", *Journal of Law and Economics,* vol. 13, nº 1, abril, págs. 167-184.

Greer, D.F. (1986): "Acquiring in order to avoid acquisition", *The Antitrust Bulleting,* primavera, págs. 155-186.

Grego Sabaté, J. (1995): "MBO: un tentador punto sin retorno", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 8, noviembre-diciembre, págs. 24-25.

Griffin, J.M. (1988): "A test of the free cash flow hypothesis: Results from the petroleum industry", *Review of Economics and Statistics,* vol. 70, nº 1, febrero, págs. 76-82.

Griffin, J.M. y Wiggins, S.N. (1992): "Takeovers: Managerial incompetence or managerial shirking", *Economic Inquiry,* vol. 30, nº 2, abril, págs. 355-370.

Groff, J.E. y Wright, C.J. (1989): "The market for corporate control and its implications for accounting policy choices", *Advances in Accounting,* vol. 7, JAI Press, Greenwich, Connecticut, págs. 3-21.

Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1980a): "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of corporation", *Bell Journal of Economics,* págs. 42-64.

Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1980b): "Disclosure laws and takeover bids", *Journal of Finance,* vol. 35, nº 2, mayo, págs. 323-334.

Grosman, S. y Hart, O. (1981): "Allocational role of takeovers bids in situations of asymmetric information", *Journal of Finance*, vol. 36, págs. .

Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1981): "The allocational role of takeover bids in situations of asymmetric information", *Journal of Finance,* vol. 36, nº 2, mayo, págs. 253-270.

Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1982): "Corporate financial structure and managerial incentives", en McCall, J.J. (Comp.), *The economics of information and uncertainty,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 107-140.

Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1983): "An analysis of the principal-agent problem", *Econometrica,* vol. 51, nº 1, enero, págs. 7-45.

Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1988): "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, nº 1-2, enero, págs. 175-202.

Grundfest, J.A. (1990): "Subordination of American capital", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, nº 1, septiembre, págs. 89-114.

Guerard, J.B. Jr. (1982): "The role of employment and capital expenditures in the merger and acquisition process", en Keenan, M. y White, L.J. (Eds), *Mergers and acquisitions. Current problems in perspective,* Lexington Books, Lexington, Mass., págs. 243-265.

Guerard, J.B. Jr. (1982): "The role of employment and capital expenditures in the merger and acquisitions process", en Keenan, M. Y White, L.J., "Mergers and acquisitions. Current problems in perspective", Lexington Books, Lexington, Mass.

Gupta, S.P. (1993): *R and D intensity, size, relatedness, takeover process and post merger change in R and D,* UMI Dissertation Thesis. Tesis Doctoral en la Universidad de Drexel, Ann Arbor, Michigan.

Hagerman, R.L. y Zmijewski, M.E. (1979): "Some economic determinants of accounting policy choice", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 1, págs. 141-161.

Hagerty, K.M. y Siegel, D.R. (1988): "On the observational equivalence of managerial contracts under conditions of moral hazard and self-selection", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 103, nº 2, mayo, págs. 425-428.

Haley, C.W. y Schall, L.D. (1979): *The theory of financial decisions,* Mc Graw-Hill, New York.

Hall, B.H. (1987): "The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector", *Journal of Industrial Economics*, vol. 35, nº 4, págs. 583-606.

Hall, B.H. (1988): "The effect of takeover activity on corporate research and development", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 69-96.

Hall, B.H. (1990): "The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 0, nº 0, edición especial, págs. 85-124.

Hall, B.H. (1990): "The Manufacturing Sector Master File: 1959-1987", National *Bureau of Economic Research Working Paper*, nº 3366, mayo.

Hall, P.L. y Anderson, D.C. (1997): "The effet of golden parachutes on shareholder wealth and takeover probabilities", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 24, nº 3 y 4, abril, págs. 445-463.

Hall, B.H; Berndt, E. y Levin, R.C. (1990): "The impact of corporate restructuring on industrial research and development; Comments and discussion", *Brookings Papers on Economic Activity*, págs. 85-135 .

Hamada, R.; Patell, J.M.; Staelin, R. y Wecker, W.E. (1988): "The role of statistics in Accounting, Marketing, Finance and Production", *Journal of Business and Economics Statistics*, vol. 6, nº 2, abril, págs. 261-272.

Hancock, G.D. y Mougoué, M. (1991): "The impact of financial factors on proxy contest outcomes", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 18, nº 4, junio, págs. 541-551.

Hansen, R.S. y Pinkerton, J.M. (1984): "Direct Equity Financing; A Resolution of a Paradox: A Reply", *Journal of Finance*, vol. 39, nº 5, diciembre, págs. 1619-24.

Hansen, R.G. (1987): "A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions", *Journal of Business,* vol. 60, nº 1, enero, págs. 75-95.

Harhoff, D.; Stahl, K. y Woywodes, M. (1998): "Legal form, growth and exit of West German firms – Empirical results for manufacturing, constructor, trade and service industries", *Journal of Industrial Economics,* vol. 46, nº 4, diciembre, págs. 453-488.

Harris, R.S.; Franks, J. y Mayer, C.P. (1987): "Means of Payment in Takeovers: Results for the U.K. and U.S", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, nº 2456, diciembre.

Harris, M. y Raviv, A. (1988): "Corporate control contests and capital structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nº 1 y 2, enero-marzo, págs. 55-86.

Harris, M. y Raviv, A. (1988): "Corporate governance: Voting rights and majority rules", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nº 1 y 2, enero-marzo, págs. 203-235.

Harris, M. y Raviv, A. (1989): "The design of securities", *Journal of Financial Economics,* vol. 24, nº 2, octubre, págs. 255-287.

Harris, R.S. y Raviv, A. (1990): "Capital structure and the informational role of debt", *Journal of Finance,* vol. 45, nº 2, junio, págs. 321-349.

Harris, R.S. y Raviv, A. (1991): "The theory of capital structure", *Journal of Finance,* vol. 46, nº 1, marzo, págs. 297-355.

Harris, R.S.; Stewart, J.F. y Carleton, W.T. (1982): "Financial characteristics of acquired firms", EN Keenan, M. y White, L.J. (Comp.), *Mergers and acquisitions. Current problems in perspective,* Lexington Books, Lexington, Mass., págs. 223-241.

Harris, R.S.; Stewart, J.F.; Guilkey, D.K. y Carleton, W.T. (1982): "Characteristics of acquired firms: Fixed and random coefficients probit analyses", *Southern Economic Journal,* julio, págs. 164-184.

Hart, O.D. (1983): "The market mechanism as and incentive scheme", *Bell Journal of Economics,* vol. 14, págs. 366-382.

Hart, O. D. (1988): "Imcomplete contracts and the theory of the firm", *Journal of Law, Economics and Organization,* vol. 4, nº 1, primavera, págs. 119-139.

Hart, O.D. (1988): "Comment a "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers"", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 129-134.

Hart, O.D. (1989): "An economist´s perspective on the theory of the firm", *Columbia Law Review,* vol. 89, nº 7, págs. 1757-1774.

Hart, O.D. y Moore, J. (1988): "Incomplete contracts and renegotiation", *Econometrica*, vol. 56, nº 4, julio, págs. 755-85.

Hart, O.D. y Moore, J..(1988): "Property Rights and the Nature of the Firm", *Massachusetts Institute of Technology Department of Economics Working Paper*, nº 495, mayo.

Hasbrouck, J. (1985): "The characteristics of takeover targets. q and other measures", *Journal of Banking and Finance,* vol. 9, nº 3, septiembre, págs. 351-362.

Haspelagh, P.C. y Jemison, D.B. (1991): "Managing acquisitions. Creating value through corporate renewall", The Free Press, Nueva York.

Haugen, R.A. y Langetieg, T.C. (1975): "An empirical test for synergism in merger", *Journal of Finance,* vol. 30, nº 4, septiembre, págs. 1003-1014.

Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1979): "New perspectives on informational asymmetry and agency relationships", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 14, nº 4, noviembre, págs. 671-694.

Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1981): "Resolving the agency problems of external capital through options", *Journal of Finance,* vol. 36, nº 3, junio, págs. 629-647.

Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1988): "Bakruptcy and agency costs: Their significance to the theory of optimal capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 23, nº 1, marzo, págs. 27-38.

Haugen, R.A. y Wichern, D.W. (1980): "The term of a risk-free security", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, nº 1, marzo, págs. 41-52.

Haw, I-M.; Pastena, V.S. y Lilien, S.B. (1990): "Market manifestation of nonpublic information prior to mergers: The effect of ownership structure", *Accounting Review,* vol. 65, nº 2, abril, págs. 432-451.

Hawawini, G. y Swary, I. (1990): "Why do firms merge? Alternative hypotheses of bank merger", *Mergers and acquisitions in the U.S. banking industry: Evidence from the capital markets,* North-Holland, Amsterdam, págs. 23-36.

Hax, A.C. y Majluf, N.S. (1984): *Strategic management: An integrative perspective,* Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Hay, D.A. y Morris, D.J. (1987): *Industrial Economics: Theory and evidence,* Oxford University Press, New York.

Hay, D.A. y Morris, D.J. (1991): *Industrial Economics and organization: Theory and evidence,* Oxford University Press, New York.

Hayes, S.L. III y Taussig, R.A. (1967): "Tactics of cash takeover bids", *Harvard Business Review,* vol. 45, nº 2, marzo, págs. 135-148.

Hayn, C. (1989): "Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics,* vol. 23, nº 1, junio, págs. 121-153.

Heal, G. y Silberston, A. (1972): "Alternative managerial objetives: An explanatory note", *Oxford Economic Papers,* vol. 24, nº 2, julio, págs. 137-150.

Healy, P.M. (1985): "The effect of bonus schemes on accounting decisions", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, págs. 85-107.

Healy, P.M.; Kang, S.-H. y Palepu, K.G. (1987): "The effect of accounting procedure changes on CEOs' cash salary and bonus compensation", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 9, nº 1, abril, págs. 7-34.

Healy, P.M.; Palepu, K.G. y Ruback, R.S. (1992): "Does corporate performance improve after mergers?", *Journal of Financial Economics,* vol. 31, nº 2, abril, págs. 135-175.

Heinkel, R. y Zechner, J. (1990): "The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, nº 1, marzo, págs. 1-24.

Hendershott, R.J. (1996): "Which takeover targets overinvest?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 31, nº 4, diciembre, págs. 563-580.

Herman, J. (1981): "Inflationary expectations and capital markets", *Review of Business and Economic Research*, vol. 16, nº 3, primavera, págs. 69-79.

Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1988): "The determinants of board composition", *Rand Journal of Economics,* vol. 19, nº 4, invierno, págs. 589-606.

Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1991): "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management,* vol. 20, nº 4, invierno, págs. 101-112.

Herman, E.S. y Lowenstein, L. (1988): "The efficiency effects of hostile takeovers", en Coffee, J.C. Jr.; Lowenstein, L. y Rose-Ackerman, S. (Ed..), *Knights, raiders and targets. The impact of hostile takeover,* Oxford University PressOxfordpágs. 211-240.

Hermann, W. y Santoni, G.J. (1989): "The cost of restricting corporate takeovers: A lesson from Switzerland", *The Federal Reserve Bank of St. Louis,* vol. 71, nº 6, noviembre, págs. 3-11.

Hernando, I. (1998): "Comentario" a R. Crespí Cladera "Determinantes de la estructura de propiedad: Una aproximación al caso español con datos de panel", *Moneda y Crédito*, nº 206, págs. 146-151.

Hexter, J.L. (1983): "Corporate control, market power, and amount of diversification", *Mid-Atlantic Journal of Business,* vol. 22, nº 1, invierno, págs. 1-10.

Higgings, R.C. (1971): "Discussion to "A pure financial rationale for..., Lewellen, W.G. (1971)", *Journal of Finance,* vol. 26, nº 2, mayo, págs. 543-545.

Higgins, R.C. y Schall, L.D. (1975): "Corporate bakruptcy and conglomerate merger", *Journal of Finance,* vol. 30, nº 1, marzo, págs. 93-113.

Hill, C.W.L.; Hitt, M.A. y Hoskisson, R.E. (1988): "Declining U.S. competitiveness: Reflections on a crisis", *Academy of Management Executive*, vol. 2, nº 1, febrero, págs. 51-60.

Hindley, B. (1970): "Separation of ownership and control in the modern corporation", *Journal of Law and Economics,* vol. 13, nº 1, abril, págs. 185-221.

Hirschey, M. y Pappas, J.L. (1981): "Regulatory and life cycle influences on managerial incentives", *Southern Economic Journal,* vol. 48, págs. 327-334.

Hirschey, M. y Zaima, J.K. (1989): "Insider trading, ownership structure, and the market assessment of corporate sell-offs", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 4, septiembre, págs. 971-980.

Hirshleifer, D. (1992a): "Control corporativo y posiciones mayoritarias", *Cuadernos Económicos de Información Comercial Española,* nº 50, págs. 175-201.

Hirshleifer, D. (1992b): "Reputation, incentives and managerial decisions", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (De.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. III, The MacMillan Press, págs. 332-337.

Hirshleifer, D. (1992c): "Takeovers", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comp.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* The MacMillan Press, págs. 638-645.

Hirshleifer, D. y Thakor, A.V. (1994): "Managerial performance, boards of directors and takeover bidding", *Journal of Corporate Finance,* vol. 1, págs. 63-90.

Hite, G.L. y Long, M.S. (1982): "Taxes and executive stock options", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 4, págs. 3-14.

Hitt, M.A.; Hoskisson, R.E.; Ireland, R.D. y Harrison, J.S. (1991): "Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs", *Academy of Management Journal,* vol. 34, nº 3, septiembre, págs. 693-706.

Hitt, M.A.; Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. y Moesel, D. (1996): "The market for corporate control and firm innovation", *Academy of Management Journal,* vol. 39, nº 5, octubre, págs. 1084-1119.

Hogarty, T.F. (1970): "The profitability of corporate mergers", *Journal of Business,* vol. 43, nº 3, julio, págs. 317-327.

Holderness, C.G. y Sheehan, D.P. (1985): "Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, págs. 555-579.

Holderness, C.G. y Sheehan, D.P. (1988): "The role of majority shareholders in publicly held corporations. An exploratory analysis", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, págs. 317-346.

Holderness, C.G. y Sheehan, D.P. (1990): "Why corporate raiders are good news for stockholders", en Stern, J.M. y Chew, D.H. Jr. (Comps.), *The revolution in corporate finance,* págs. 402-414.

Holl, P. (1977): "Control type and the market for corporate control in large U.S. corporations", *Journal of Industrial Economic,* vol. 25, nº 4, junio, págs. 259-273.

Holl, P. (1980): "Control type and the market for corporate control: Reply", *Journal of Industrial Economics,* vol. 28, nº 4, junio, págs. 443-445.

Holmstrom, B. (1979): "Moral hazard and observability", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, nº 1, primavera, págs. 74-91.

Holmstrom, B. y Ricart i Costa, J. (1986): "Managerial incentives and capital management", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 101, nº 4, noviembre, págs. 835-859.

Holthausen, R.W.; Leftwich, R.W. y Mayers, D. (1987): "The effect of large block transactions on security prices: A cross-sectional analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, nº 2, diciembre, págs. 237-267.

Hooks, L. y Opler, T.C. (1993): "The determinants of corporate bank borrowing", *Federal Reserve Bank of Dallas Financial Industry Studies*, nº1, mayo, págs. 1-21.

Hopkins, H.D. (1987): "Acquisition strategy and the market position of acquiring firms", *Strategic Management Journal,* vol. 8, nº 6, noviembre-diciembre, págs. 535-547.

Horner, M.R. (1988): "The value of the corporate voting right. Evidence from Switzerland", *Journal of Banking and Finance,* vol. 12, págs. 69-83.

Hoskisson, R.E. y Hitt, M.A. (1988): "Strategic control systems and relative R&D investment in large multiproduct firms", *Strategic Management Journal*, vol. 9, nº 6, noviembre-diciembre, págs. 605-621.

Howe, K.M.; He, J. y Kao, G.W. (1992): "One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: Share repurchases and special dividends", *Journal of Finance,* vol. 47, nº 5, diciembre, págs. 1963-1975.

Huang, Y.-S. y Walkling, R.A. (1987): "Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance", *Journal of Financial Economics,* vol. 19, nº 2, diciembre, págs. 329-349.

Hughes, A. (1989): "The impact of merger: A survey of empirical evidence for the UK", en Fairburn, J. y Kay, J. (Comps.), *Mergers and merger policy,* Oxford University Press, Oxford, págs. 30-98.

Hughes, A.; Mueller, D.C. y Singh, A. (1980): "Hypothesis about mergers", en Mueller, D.C. (Comp.), *The determinants and effects of mergers,* Oelgeschlager, Gunn y Hain, Cambridge, Mass., págs. 27-66.

Hughes, A. y Singh, A. (1980): "Mergers, concentration, and competition in advanced capitalist economies: An international perspective", en Mueller, D.C. (Comp.), *The determinants and effects of mergers,* Oelgeschlager, Gunn y Hain, Cambridge, Mass., págs. 1-25.

Hughes, A. y Singh, A. (1987): "Takeovers and the stock market", *Contributions to Political Economy,* vol. 6, marzo, págs. 73-85.

Husson, B. (1990): *La prise de contrôle d'entreprises,* Presses Universitaires de France, París.

Huth, W.L. y MacDonald, D.N. (1989): "The impact of antitrust litigation on shareholder return", *Journal of Industrial Economics*, vol. 37, nº 4, junio, págs. 411-426.

Iborra Juan, M. (1996): "Los procesos de integración en las fusiones y adquisiciones: Especial atención a la capacidad directiva", *Seminario sobre "Avances en la investigación en dirección de empresas",* 8 y 9 de febrero, Universidad Carlos III de Madrid, documento no publicado, Madrid.

Informe de la Comisión para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades (1998): "El gobierno de las sociedades", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 113-142.

Ingram, F.J. y Frazier, E.L. (1982): "Alternative multivariate tests in limited dependent variable models: An empirical assessment", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 17, nº 2, junio, págs. 227-240.

Instituto de Empresa (Comp.) (1988): "Fusiones y adquisiciones de empresas" Editorial Instituto de Empresa, Madrid.

Israel, R. (1991): "Capital structure and the market for corporate control: The defensive role of debt financing", *Journal of Finance,* vol. 46, nº 4, septiembre, págs. 1391-1409.

Israel, R. (1992): "Capital and ownership structures, and the market for corporate control", *Review of Financial Studies,* vol. 5, nº 2, págs. 181-198.

Izquierdo Llanes, G. y Pampillón Olmedo, R. (1998): "El funcionamiento de los consejos de administración y la creación de valor: El problema de la agencia", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 57-65.

Jacobs, E.A. (1986): "The agency cost of corporate control: The petroleum industry", *Working Paper,* nº 86-021, MIT.

Jacquemin, A. (1981): "Concentrations et fusions déntreprises dans la C.E.E.", *Revue d'Economie Politique,* vol. 91, nº 3, págs. 251-264.

Jacquemin, A. (1982): *Economía industrial. Estructuras de mercado y estrategias europeas de empresa,* Hispano Europea, Barcelona.

Jaggi, B. y Considine, J. (1990): "Differences in financial characteristics of owner controlled and non-owner controlled acquired firms", *Mid-Atlantic Journal of Business,* vol. 26, nº 2, invierno, págs. 15-28.

James, Ch.M. y Wier, P. (1987): "Returns to acquirers and competition in the acquisition market: The case of banking", *Journal of Political Economy*, vol. 95, nº 2, abril, pp 355-370.

Jarrell, G.A. (1984): "Change at the exchange: The causes and effects of deregulation", *Journal of Law and Economics*, vol. 27, nº 2, octubre, págs. 273-312.

Jarrell, G.A. (1985): "The wealth effects of litigation by targets: Do interests diverge in a merge?", *Journal of Law and Economics*, vol. 28, nº 1, abril, págs. 151-77.

Jarrell, G.A.; Brickley, J.A. y Netter, J.M. (1988): "The market for corporate control: The empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives,* vol. 2, nº 1, invierno, págs. 49-68.

Jarrell, G.A. y Poulsen, A.B. (1987): "Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, nº 1, septiembre, págs. 127-168.

Jarrell, G.A. y Poulsen, A.B. (1988): "Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms. The recent evidence", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, págs. 129-152.

Jarrell, G.A. y Poulsen, A.B. (1989a): "The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades", *Financial Management,* vol. 18, nº 3, otoño, págs. 12-19.

Jarrell, G.A. y Poulsen, A.B. (1989b): "Stock trading before the announcement of tender offer: Insider trading or market anticipation?", *Journal of Law, Economics and Organization,* vol. 5, nº 2, otoño, págs. 225-248.

Jarrillo, J.C. (1992): *Dirección estratégica,* Mc Graw-Hill, Madrid.

Jayaraman, N.; Mandelker, G. y Shastri, K. (1991): "Market anticipation of merger activities: An empirical test", *Managerial and Decision Economics,* vol. 12, págs. 439-448.

Jemison, D.B. y Sitkin, S.B. (1986): "Corporate acquisition: A process perspective", *Academy of Management Review,* vol. 11, nº 1, págs. 145-163.

Jenkins, E. y Seiler, R.E. (1990): "The impatc of executive compensation schemes upon the level of discretionary expenditures and growth in stockholder wealth", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 17, nº 4, otoño, págs. 585-592.

Jenny, F. y Weber, A.P. (1980): "France, 1962-1972", Mueller, D.C. (Comp.) (1980): "The determinants and effects of mergers. An international comparison". Oelgeschlager, Gunn et Hain, Pub. Inc, Cambridge, Mass, págs. 133-162.

Jensen, M.C. (1982): "Hacia una teoría de la prensa", *Información Comercial Española. Revista de Economía,* nº 591, noviembre, págs. 21-28.

Jensen, M.C. (1983a): "Organization theory and methodology", *Accounting Review,* vol. 58, nº 2, abril, págs. 319-339.

Jensen, M.C. (1984): "Takeovers: folklore and science", *Harvard Business Review,* vol. 62, nº 6, noviembre, págs. 109-121.

Jensen, M.C. (1986): "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review,* vol. 76, nº 2, mayo, págs. 323-329.

Jensen, M.C. (1987): "The free cash flow theory of takeovers: A financial perspective on mergers and acquisitions and the economy", en Browne, L.E. y Rosengren, E.S. (Edss), *The merger boom,* Federal Reserve Bank of Boston, págs. 102-143.

Jensen, M.C. (1988a): "The takeover controversy: Analysis and evidence", en Coffee, J.C. Jr.; Lowenstein, L. y Rose-Ackerman, S (Comps.), *Knights, raiders and targets. The impact of hostile takeover,* Oxford University Press, Oxford, págs. 314-354.

Jensen, M.C. (1988b): "Takeovers: Their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives,* vol. 2, nº 1, invierno, págs. 21-48.

Jensen, M.C. (1988c): "The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, págs. 3-24.

Jensen, M.C. (1988d): "Comment a "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers"", en Auerbach, A.J. (De.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* National Bureau of Economic Research y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 134-136.

Jensen, M.C. (1989): "Eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review,* septiembre, págs. 61-74.

Jensen, M.C. (1990): "Las ofertas públicas de compra: la senda hacia la eficacia de las grandes sociedades", *Harvard Deusto Business Review,* vol. 43, tercer trimestre, págs. 71-92.

Jensen, M.C. (1991): "Corporate control and the politics of finance", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 4, verano, págs. 13-33.

Jensen, M.C. (1992): "Market for corporate control", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comp.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* The MacMillan Press, págs. 657-666.

Jensen, M.C. (1992): "Specific and general knowledge, and organizational structure", en Lars y Werin (Comps.): *Contract economics*, Blackwell, Oxford, págs. 251-274.

Jensen, M.C. (1993): "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance,* vol. 48, nº 3, julio, págs. 831-880.

Jensen, M.C. (1996): "Propietarios y gerentes frente al cash-flow libre: la experiencia americana", en AB Asesores (Comp.), *Gobierno de la empresa,* AB Asesores, Madrid, págs. 137-157.

Jensen, M.C. y Meckling, W.J. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and the ownership structure", *Journal of Financial Economics,* vol. 3, págs. 305-360.

Jensen, M.C. y Murphy, K.J. (1990a): "CEO incentives - It's not how much you pay, but how", *Harvard Business Review,* mayo, págs. 138-149.

Jensen, M.C. y Murphy, K.J. (1990b): "Performance pay and top-management incentives", *Journal of Political Economy,* vol. 98, nº 2, abril, págs. 225-264.

Jensen, M.C. y Ruback, R.S. (1983b): "The market for corporate control. The scientific evidence", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, págs. 5-50.

Jensen, M.C. y Smith C. (1985): "Stockholder, manager and creditor interests: An applications of agency theory", en Altman, E.I. y Subrahmanyam, M.G. (Comps.), *Recent advances in corporate finance,* Irwin, Homewood, Illinois, págs. 93-131.

Jensen, M.C. y Zimmerman, J.L. (1985): "Management compensation and the managerial labor market", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, págs. 3-9.

John, K.; Lang, L.H.P. y Netter, J. (1992): "The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline", *Journal of Finance*, vol. 47, nº 3, julio, págs. 891-917.

John, K. y Mishra, B. (1990): "Information content of insider trading around corporate announcements: The case of capital expenditures", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 3, julio, págs. 835-855.

John, K. y Williams, J. (1985): "Dividends, dilution, and taxes. A signalling equilibrium", *Journal of Finance,* vol. 40, nº 4, septiembre, págs. 1056-1070.

John, T.A. (1986): "Mergers and investment incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 21, nº 4, diciembre, págs. 393-413.

John, T.A. (1991): "Corporate restructuring and incentive effects of leverage and taxes", *Managerial and Decision Economics,* vol. 12, págs. 461-472.

Johnson, W.B.; Magee, R.P.; Nagarajan, N.J. y Newman, H.A. (1985): "An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths. Implications for the managerial labor market", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, págs. 151-174.

Jones, E. y Taggart, R. (1984): "Taxes and ownership structure: Corporations, parthership and royalty trusts", *Working Paper,* nº 1441, septiembre, NBERCambridge, Mass..

Joy, O.M. y Tollefson, J.O. (1975): "On the financial applications of discriminant analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 10, nº 5, diciembre, págs. 723-739.

Kalay, A. y Lowenstein, U. (1985): "Predictable events and excess returns: The case of dividend announcements", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, nº 3, septiembre, págs. 423-449.

Kamien, M.I. y Zang, I. (1988a): "Competitively cost advantageous mergers and monopolization", *Northwestern Center for Mathematical Studies in Economics and Management Science Working Paper*, nº 799, diciembre.

Kamien, M.I. y Zang, I. (1988b): "The limits of monopolization through acquisition", *Northwestern Center for Mathematical Studies in Economics and Management Science Working Paper*, nº 802, octubre.

Kaplan, S. (1989a): "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics,* vol. 24, nº 2, octubre, págs. 217-254.

Kaplan, S. (1989b): "Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 2, julio, págs. 611-632.

Kaplan, S.N. y Reishus, D. (1990): "Outside directorships and corporate performance", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, nº 2, octubre, págs. 389-410.

Kaplan, S.N. y Stein, J.L. (1990): "How risky is the debt in highly leveraged transactions?", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, nº 1, septiembre, págs. 215-245.

Kaplan, S.N. y Weisbach, M.S. (1992): "The success of acquisitions: Evidence from divestitures", *Journal of Finance,* vol. 47, nº 1, marzo, págs. 107-138.

Kaplan, S. (1992): "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the U.S.", *mimeo*.

Katz, J. y Townsend, J. (1998): "Algunas claves prácticas sobre fusiones y adquisiciones", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 23 , mayo-junio, págs. 61-68.

Kauer, R.T. y Silvers, J.B. (1991): "Hospital free cash flow", *Health Care Management Review,* vol. 16, nº 4, otoño, págs. 67-78.

Kelcha, W.R. (1980): "Discriminant analysis". *Sage University Paper series 07-001,* Beverly Hills, CA, primera edición.

Keown, A.J. y Fields, M.A. (1988): "The merger profile and size effect anomalies: An empirical examination of their relationship", *Quarterly Journal of Business and Economics,* vol. 27, nº 1, invierno, págs. 70-82.

Keown, A.J. y Pinkerton, J.M. (1981): "Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation", *Journal of Finance,* vol. 36, nº 4, págs. 855-869.

Kester, W.C. (1992): "Governance, contracting, and investment horizons: A look at Japan and Germany", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 5, nº 2, verano, págs. 83-98.

Khanna, N. (1986): "Optimal takeover and defensive strategies in markets for corporate acquisitions", Tesis doctoral de la Universidad de Northwestern, UMI Dissertation Information Service, Ann Arbor, Michigan.

Kim, K.; Henderson, G.V. Jr. y Garrrison, S.H. (1993): "Examination of Tobin's q for takeover firms", *Quarterly Journal of Business and Economics,* vol. 32, nº 1, invierno, págs. 3-26.

Kim, E.H. y Mcconnell (1977): "Corporate mergers and the co-insurance of corporate debt", *Journal of Finance,* vol. 32, nº 2, mayo, págs. 349-363.

Kim, W.S. y Sorensen, E.H. (1986): "Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 21, nº 2, junio, págs. 131-144.

Kitching, J. (1967): "Why do mergers miscarry?", *Harvard Business Review,* noviembre-diciembre, págs. 84-101.

Kizner, I. (1979): *Competencia y función empresarial*, Unión Editorial, Madrid.

Klecka, W.R. (1980): *Discriminant analysis,* Sage University Papers on Quantitative Applications in the Social Sciences, 1ª De., Beverly Hills and London.

Knoeber, C.R. (1986): "Golden parachutes, shark repellents, and hostile tender offers", *American Economic Review,* vol. 76, nº 1, marzo, págs. 155-167.

Kole, S.R. (1995): "Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data", *Journal of Corporate Finance, vol. 1, págs. 413-435.*

Kopp, T.J. y Ruggeri, P. (1990): "The impact of mergers and acquisitions on research and developmen expenditures", en Kopp (Comp.), *Perspectives on corporate takeovers,* University Press of America, Lanham, págs. 105-111.

Kraakman, R. (1988): "Taking discounts seriously: The implications of "discounted" share prices as an acquisition motive", *Columbia Law Review,* vol. 88, nº 5, junio, págs. 891-941.

Krinsky, I.; Rotenberg, W.D. y Thornton, D.B. (1988): "Takeovers - A synthesis", *Journal of Accounting Literature,* vol. 7, págs. 243-279.

Kryzanowski, L. (1979): "The efficacy of trading suspensions: A regulatory action designed to prevent the exploitation of monopoly information", *Journal of Finance,* vol. 34, nº 5, diciembre, págs. 1187-1200.

Kuehn, D.A. (1969): "Stock market valuation and acquisitions: an empirical test of one component of managerial utility", *Journal of Industrial Economics,* vol. 17, nº 2, abril, págs. 132-144.

Kuehn, D.A. (1972): "Takeover raiders and the growth maximization hypothesis", en Cowling, K. (De.), *Market structure and corporate behaviour:Theory and empirical analysis of the firm,* Gray-Hills, Publ., Londres, págs. 19-37.

Kuehn, D. (1975): "Takeovers and the theory of the firm. An empirical analysis for the United Kingdom 1957-1969", MacMillan, Londres.

Kumar, M.S. (1985): "Growth, Acquisition Activity and Firm Size: Evidence from the United Kingdom", *Journal of Industrial Economics*, vol. 33, nº 3, marzo, págs. 327-338.

Kumar, R. y Sopariwala, P.R. (1992): "The effect of adoption of long-term performance plans on stock prices and accounting numbers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 27, nº 4, diciembre, págs. 561-573.

Kumps, A.M y Witterwulghe, R. (1978): "L'interventionnisme en Belgique. (Intervention by Government in Belgium. With English summary.)", *Annales de Sciences Economiques Appliques*, vol. 34, nº 3, págs. 89-106.

Kumps, A.M. y Wtterwulghe, R. (1980): "Belgium, 1962-1974", en Mueller, D.C. (Comp.) (1980): "The determinants and effects of mergers. An international comparison". Oelgeschlager, Gunn et Hain, Pub. Inc, Cambridge, Mass, págs. 67-97.

Kusewitt, J.B. Jr. (1985): "An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance", *Strategic Management Journal,* vol. 6, nº 2, abril-junio, págs. 151-169.

Kyle, A. y Vila, J.L. (1991): "Noise trading and takeovers", *Rand Journal of Economics*, primavera, págs. .

Laffarga, J. (1998-1999): "Los modelos de predicción de la insolvencia empresarial: limitaciones y utilidades", *Boletín AECA*, diciembre-marzo, págs. 31-34.

Laffarga, L. y Mora, A. (1999): "Los modelos de predicción de la insolvencia empresarial: Un análisis crítico", en Calvo, A. y García D. (Coords.), *El riesgo financiero de la empresa*, Monografía AECA, Madrid.

Lahey, K.E. y Conn, R.L. (1990): "Sensitivity of acquiring firms' returns to alternative model specifications and disaggregation", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 17, nº 3, verano, págs. 421-439.

Lakonishok, J., *et al.* (1991): "Window dressing by pension fund managers", *American Economic Review*, vol. 81, nº 2, mayo, págs. 227-231.

Lakonishok, J.; Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1991): "Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence on herding and feedback trading", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, nº 3846, septiembre.

Lam, C.H. y Boudreaux, K.J. (1984): "Conglomerate merger, wealth redistribution and debt: A note", *Journal of Finance,* vol. 39, nº 1, marzo, págs. 275-.

Lane, S.J. y Schary, M.A. (1995): "Motivations for mergers: the effects of sample selection criteria", en Ghosh, D.K. y Khaksari, S. (Comps.), *New directions in finance*, Routledge, Londre, págs. 63-80.

Lambert, R.A. (1993): "The use of accounting and security price measures of performance in managerial compensation contracts. A discussion", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 16, nº 1-3, págs. 101-123.

Lambert, R.A.; Lanen, W.N. y Larcker, D.F. (1989): "Executive stock option plans and corporate dividend policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 24, nº 4, diciembre, págs. 409-425.

Lambert, R.A. y Larcker, D.F. (1985): "Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, págs. 179-203.

Lambert, R.A. y Larcker, D.F. (1987a): "An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts", *Journal of Accounting Research,* vol. 25, suplemento, págs. 85-125.

Lambert, R.A. y Larcker, D.F. (1987b): "Executive compensation, corporate decision-making and shareholder wealth: A review of the evidence", en Johnson, R.E. (Comp.), *Issues and readings in managerial finance,* The Dryden Press, 3ª De., Chicago, págs. 33-59.

Lambert, R.A. y Larcker, D.F. (1987c): "Executive compensation effects of large corporate acquisitions", *Journal of Accounting and Public Policy,* vol. 6, nº 4, invierno, págs. 231-243.

Lambert, R.A.; Larcker, D.F. y Verrecchia, R.E. (1991): "Portfolio considerations in valuing executive compensation", *Journal of Accounting Research,* vol. 29, nº 1, primavera, págs. 129-149.

Lambert, R.A.; Larcker, D.F. y Weigelt, K. (1991): "How sensitive is executive compensation to organizational size?", *Strategic Management Journal,* vol. 12, nº 5, julio, págs. 395-402.

Lambert, R.A.; Larcker, D.F. y Weigelt, K. (1993): "The structure of organizational incentives", *Administrative Science Quarterly,* vol. 38, nº 3, septiembre, págs. 438-461.

Lang, L.H. y Litzenberger, R.H. (1989): "Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis", *Journal of Financial Economics,* vol. 24, nº 1, septiembre, págs. 181-191.

Lang, L.; Poulsen, A. y Stulz, R. (1995): "Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion", *Journal of Financial Economics,* vol. 37, nº 1, enero, págs. 3-37.

Lang, L.H. y Stulz, R.M. (1996): "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy,* vol. 102, nº 6, diciembre, págs. 1248-1280.

Lang, L.H.P.; Stulz, R.M. y Walkling, R.A. (1989): "Managerial performance, Tobin´s q, and the gains from successful tender offers", *Journal of Financial Economics,* vol. 24, págs. 137-154.

Lang, L.H.P.; Stulz, R.M. y Walkling, R.A. (1991): "A test of the free cash flow hypothesis", *Journal of Financial Economics,* vol. 29, nº 2, octubre, págs. 315-335.

Langetieg, T.C.; Haugen, R.A.y Wichern, D.W. (1980): "Merger and stockholder risk", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, nº 3, septiembre, págs. 689-717.

Larcker, D.F. (1983): "The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, nº 1, abril, págs. 3-30.

Larcker, D.F. (1987): "Short-term compensation contracts and executive expenditure decisions: The case of commercial banks", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 22, nº 1, marzo, págs. 33-50.

Larcker, D. (1990): "Managerial incentives in mergers and their effects on shareholder wealth", en Stern, J.M. y Chew, D.H. Jr (Comps.), *The revolution in corporate finance,* págs. 380-386.

Larcker, D.F. y Lys, T. (1987): "An empirical analysis of the incentives to engage in costly information acquisition. The case of risk arbitrage", *Journal of Financial Economics,* vol. 18, págs. 111-126.

Lawriwsky, M.L. (1980): "Control type and the market for corporate control: A note", *Journal of Industrial Economics,* vol. 28, nº 4, junio, págs. 439-441.

Lawriwsky, M.L. (1984): "Some test of the influence of control type on the market for corporate control in Australia", *Journal of Industrial Economics,* vol. 32, nº 3, marzo, págs. 277-291.

Lazear, E.P. (1992): "Incentive contracts in labour markets", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. II, The MacMillan Press, págs. 335-341.

Lease, R.C.; Mcconnell, J.J. y Mikkelson, W.H. (1983): "The market value of control in publicly-traded corporations", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, nº 1-4, abril, págs. 439-471.

Lee, L.W. (1977): "Co-insurance and conglomerate merger", *Journal of Finance,* vol. 32, nº 5, diciembre, págs. 1527-1537.

Lee, S.K. (1988): The valuation consequences of takeover barriers: Defensive adjustements and control", Tesis doctoral de la Universidad de Kentucky, UMI Dissertation Information Service, Ann Arbor, Michigan.

Lee, Ch.I.; Rosenstein, S.; Rangan, N. y Davidson, W.N. III (1992): "Board composition and shareholder wealth: The case of management buyouts", *Financial Management*, vol. 21, nº 1, primavera, págs. 58-72.

Leftwich, R.W.; Watts, R.L. y Zimmerman, J.L. (1981): "Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting", *Journal of Accounting Research,* vol. 19, suplemento, págs. 50-77.

Lehn, K. y Poulsen, A. (1989): "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 3, julio, págs. 771-787.

Lehn, K. y Poulsen, A. (1994): "Leveraged buyouts: Wealth created or wealth redistributed?", en Gaughan, P.A. (Comp.), *Readings in mergers and acquisitions,* Basil Blackwell, Cambridge, Mass., págs. 99-113.

Leibenstein, H. (1979): "The general X efficiency paradigm and the role of the entrepreneur", en Rizzio, M.J. (Comp.) *Time uncertainty and disequilibrium*, págs. 127-139.

Leibenstein, H. (1979): "X-Efficiency: From concept to theory", *Challege*, septiembre-octubre, págs. 13-22.

Lejarriaga Pérez de Las Vacas, G. y Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (1991): "La adquisición empresarial por parte de los propios empleados (Employee Buyout)", *Ponencia presentada al Congreso de AEDEM,* Sada-La Coruña.

Leland, H.E. y Pyle, D.H. (1977): "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", *Journal of Finance,* vol. 33, nº 2, mayo, págs. 371-387.

Lesourne, J. (1973): *Modèles de croissance des entreprises,* Dunod, París.

Lev, B. y Mandelker, G. (1972): "The microeconomic consequences of corporate mergers", *Journal of Business*, vol. 45, nº 1, enero, págs. 85-104.

Levasseur, M. Y Quintart, A. (1997): "Finance", Economica, París, segunda edición.

Levy, H. (1982): "Economic evaluation of voting power of common stock", *Journal of Finance,* vol. 38, nº 1, marzo, págs. 79-93.

Levy, H. y Sarnat, M. (1970): "Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers", *Journal of Finance,* septiembre, págs. 795-802.

Lewellen, W.G. (1971): "A pure financial rationale for the conglomerate merger", *Journal of Finance,* vol. 26, nº 2, mayo, págs. 521-537.

Lewellen, W.; Loderer, C. y Martin, K. (1987): "Executive compensation and executive incentive problems. An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 9, nº 3, diciembre, págs. 287-310.

Lewellen, W.; Loderer, C.; Martin, K. y Blum, G. (1992): "Executive compensation and the performance of the firm", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 65-74.

Lewellen, W.; Loderer, C. y Rosenfeld, A. (1985): "Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, abril, págs. 209-231.

Lewellen, W.; Loderer, C. y Rosenfeld, A. (1989): "Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 24, nº 4, diciembre, págs. 459-472.

Liao, T.F. (1994): "Interpreting probability models. Logit, Probit, and other generalizad linear models". *Sage University Paper series on Quantitative Applications in the Social Sciences 07-10,* Sage, Thousand Oaks, CA.

Liaw, K.T. (1995): "Agency costs and employee stock ownership plans", en Ghosh, D.K. (Comp.), *New advances in financial economics,* Pergamon, págs. 209-216.

Lichtenberg, F.R. (1992) (Comp.): "Corporate takeover and productivity", The MIT Press, Cambridge, Mass.

Lichtenberg, F.R. (1992a): "Asset stripping", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comp.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. I, The MacMillan Press, págs. 76-77.

Lichtenberg, F.R. (1992b): "Industrial de-diversification and its consequences for productivity", *Journal of Economic Behaviour and Organization,* vol. 18, nº 3, agosto, págs. 427-438.

Lichtenberg, F.R. (1992c): "The concept of relative plant productivity and its measurement using Census LRD data", en Lichtenberg, F.R. (Comp.), *Corporate takeovers and productivity,* MIT Press, Cambridge, Mass, .págs. 17-24.

Lichtenberg, F.R. (1992d): "U.S. and foreign mergers and LBOs, 1988-1990", en Lichtenberg, F.R. (Comp.), *Corporate takeovers and productivity,* MIT Press, Cambridge, Mass., págs. 93-102.

Lichtenberg, F.R. (1992e): "The dismantling of conglomerate firms", en Lichtenberg, F.R. (Comp.), *Corporate takeovers and productivity,* MIT Press, Cambridge, Mass., págs. 103-114.

Lichtenberg, F.R. (1992f): "Summary and conclusions", en Lichtenberg, F.R. (Comp.), *Corporate takeovers and productivity,* MIT Press, Cambridge, Mass., págs. 127-133.

Lichtenberg, F.R. y Siegel, D. (1989): "The effect of control changes on the productivity of U.S. manufacturing plants", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 2, nº 2, verano, págs. 60-67.

Lichtenberg, F.R. y Siegel, D. (1990): "The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nº 1, septiembre, págs. 165-194.

Lichtenberg, F.R. y Siegel, D. (1990): "The effect of ownership changes on the employment and wages of central office and other personnel", *Journal of Law and Economics*, vol. 33, nº 2, octubre, págs. 383-408.

Lichtenberg, F.R. y Siegel, D. (1992a): "Productivity and changes in ownership of manufacturing plants", en Lichtenberg, F.R. (Comp.), *Corporate takeovers and productivity,* MIT Press, Cambridge, Mass., págs. 25-43.

Lichtenberg, F.R. y Siegel, D. (1992b): "Takeovers and corporate overhead", en Lichtenberg, F.R. (Comp.), *Corporate takeovers and productivity,* MIT Press, Cambridge, Mass., págs. 45-67.

Lichtenberg, F.R. y Siegel, D. (1992c): "Leveraged buyouts", en Lichtenberg, F.R. (Comp.), *Corporate takeovers and productivity,* MIT Press, Cambridge, Mass., págs. 69-92.

Liebeskind, J.P.; Opler, T.C. y Hatfield, D.E. (1996): "Corporate Restructuring and the Consolidation of US Industry", *Journal of Industrial Economics*, vol. 44, nº 1, marzo, págs. 53-68.

Liebeskind, J.; Wiersema, M. y Hansen, G. (1992): "LBOs, corporate restructuring, and the incentive-intensity hypothesis", *Financial Management*, vol. 21, nº 1, primavera, págs. 73-88.

Limmack, R.J. (1991): "Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977-1986", *Accounting and Business Research,* vol. 21, nº 83, págs. 239-251.

Limmack, R.J. y Ward, C.W.R. (1990): "The October 1987 stock market crash: An exploratory analysis of share price models", *Journal of Banking and Finance*, vol. 14, nº 2 y 3, agosto, págs. 273-289.

Lintner, J. (1971): "Expectations, mergers and equilibrium in purely competitive securities markets", *American Economic Review,* vol. 61, nº 2, mayo, págs. 101-111.

Lizassain Hernández, L. y Joaristi Olariaga, L. (1995): "SPSS para Windows. Versión 6.0,1 en castellano", Paraninfo, Madrid.

Lloyd, W.P.; Hand, J.H. y Modani, N.K. (1987): "The effect of the degree of ownership control on firm diversification, market value, and merger activity", *Journal of Business Research,* vol. 15, págs. 303-312.

Lo, A.W. (1986): "Logit versus discriminant analysis. A specification to corporate bankruptcies", *Journal of Econometrics,* vol. 31, nº 2, marzo, págs. 151-178.

Long, M.S. y Malitz, I.B. (1985): "Investment Patterns and Financial Leverage", Friedman,-Benjamin-M., ed. Corporate Capital Structures in the United States. National Bureau of Economic Research Project Report series, University of Chicago Press, Chicago y Londres, págs. 325-48.

López-Duarte, C. y García-Canal, E. (1998): "La estructura de propiedad de la inversión directa en el exterior", *Investigaciones Económcas*, vol. 22, nº 1, enero, págs. 19-44.

López Iturriaga, F.J. (1998): "Ampliar la empresa. Determinantes financieros de la inversión", Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico de la Universidad de Valladolid, Valladolid.

López Gracia, J. (1993): *La información financiera intermedia,* Instituto Español de Auditoría de Cuentas, Madrid.

Lorie, J.H. y Halpern, P. (1970): "Conglomerates: The rhetoric and the evidence", *Journal of Law and Economics*, vol. 13, nº 1, abril, págs. 149-166.

Lozano García, B. (1996): *La relación de agencia entre la propiedad y la getión en el ámbito del mercado de control empresarial,* Tesis Doctoral no publicada, Universidad de Salamanca, Departamento de Análisis Económico y Contabilidad, Facultad de Economía y Empresa, Salamanca.

Lozano García, B., De Miguel Hidalgo, A. y García Pindado, J. (1998a): "Propiedad y gestión en el m,ercado de control empresarial: Un enfoque de agencia", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, forthcoming.

Lozano García, B., De Miguel Hidalgo, A. y García Pindado, J. (1998b): "Un análisis de la creación de riqueza asociada a los fenómenos de tomas de control empresarial", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, fortcomming.

Lozano García, B., De Miguel Hidalgo, A. y García Pindado, J. (1997): "Propiedad y gestión en el mercado de control empresarial: Un enfoque de agencia", *Actas del VII Congreso Nacional de ACEDE*, vol. I, Aguadulce (Almería), 14 al 16 de septiembre. Universidad de Almería (Comp.), págs. 403-416.

Lubatkin, M. (1987): "Merger strategies and stockholder value", *Strategic Management Journal,* vol. 8, nº 1, enero-febrero, págs. 39-53.

Lubatkin, M. y O´Neill, H.M. (1987): "Merger strategies and capital market risk", *Academy of Management Journal,* vol. 30, nº 4, págs. 665-684.

Maddala, G.S. (1983): "Limited-dependent and qualitative variables in econometrics", *Econometric Society Monographs in Quantitative Economics,* nº 3, Cambridge University PressCambridge.

Maddala, G.S. (1991): "A perspective on the use of limited-dependent and qualitative variables models in accounting research", *Accounting Review,* vol. 66, nº 4, octubre, págs. 788-807.

Maddala, G.S. (1996): *Introducción a la Econometría*, Prentice-Hall, 2ª edición, Mexico.

Maddala, G.S. (1996): "Applications of limited dependent variable models in finance"; en Maddala, G.S. y Rao, C.R. (Comps.) Statistical Methods in Finance*, Handbook of Statistics* nº 14, Elsevier, Amsterdam, págs. 553-566.

Madden, G.P. (1981): "Potential corporate takeovers and market efficiency: A note", *Journal of Finance,* vol. 36, nº 5, diciembre, págs. 1191-1197.

Magenheim, E.B. y Mueller, D.C. (1988): "Are acquiring-firm shareholders better off after an acquisition", en Coffee, J.C. Jr.; Lowenstein, L. y Rose-Ackerman, S. (Comps.), *Knights, raiders and targets. The impact of hostile takeover,* Oxford University Press, Oxford, págs. 171-193.

Mahmood, M.A. y Lawrence, E.C. (1987): "A performance analysis of parametric and nonparametric discriminant approaches to business decision making", *Decision Science,* vol. 18, págs. 308-326.

Main, B.G. (1991): "Top executive pay and performance", *Managerial and Decision Economics,* vol. 12, págs. 219-229.

Majd, S. y Myers, S.C. (1984): "Valuing the Government's tax claim on risky assets", *Working Paper,* noviembre, MIT.

Malatesta, P.H. (1983): "The wealth effect of merger activity and the objetive functions of merging firms", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, págs. 155-181.

Malatesta, P.H. (1992): "Takeover defenses", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. III, The MacMillan Press, págs. 633-636.

Malatesta, P.H. y Thompson, R. (1985): "Partially anticipated events. A model of stock price reactions with an application to corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, nº 2, junio, págs. 237-250.

Maloney, M.T y McCormick, R.E. (1988): "Excess capacity, cyclical production, and merger motives: Some evidence from the capital markets", *Journal of Law and Economics*, vol. 31, nº 2, octubre, págs. 321-350.

Mandelker, G. (1974): "Risk and return: The case of merging firms", *Journal of Financial Economics,* vol. 1, nº 4, págs. 303-335.

Mangel, R. y Singh, H. (1993): "Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US corporations", *Accounting and Business Research*, vol. 23, nº 91A, págs. 339-350.

Mann, S.V. y Sicherman, N.W. (1991): "The agency costs of free cash flow: Acquisition activity and equity issues", *Journal of Business,* vol. 64, nº 2, abril, págs. 213-227.

Manne, H.G. (1962): "The "higher criticism" of the modern corporation", *Columbia Law Review,* vol. 62, nº 3, marzo, págs. 399-432.

Manne, H.G. (1965): "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy,* vol. 73, abril, págs. 110-120.

Manzano Arrondo, V. (1995): *Inferencia estadística. Aplicaciones con SPSS/PC,* RA-MA, Madrid.

Manzon, G.B. Jr.; Sharp, D.J. y Travlos, N.G. (1994): "An empirical study of the consequences of U.S. tax rules for international acquisitions by U.S. firms", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 5, diciembre, págs. 1893-1904.

Martínez González, I. y García Rodríguez, R. (1992): "Aprendizaje de una fusión", *Alta Dirección*, nº 164, julio-agosto, págs.283-290.

Martínez Torre-Enciso, I. (1994): "Breve análisis de los «ESOP's»", en Hernández Mogollón, R. (Comp.) "La *reconstrucción de la empresa en el nuevo orden económico" VIII Congreso Nacional y IV Congreso Hispano-Francés de AEDEM*, Ponencias y Comunicaciones, vol. 3, 7 al 10 de junio, Cáceres, págs. 331-346.

Martínez Torre-Enciso, I. (1997): "Los préstamos al ESOP", en Ruíz González, M. (Comp.) *XI Congreso Nacional y VII Congreso Hispano-Francés de AEDEM*, Ponencias y Comunicaciones, vol. I, 17 al 20 de junio, Lérida, págs. 307-312

Marris, R. (1963): "A model of the "managerial" enterprise", *Quarterly Journal of Economics,* nº 2, mayo, págs. 185-210.

Marris, R. (1964): *The economic theory of 'managerial' capitalism,* MacMillan, Londres.

Marris, R. (1971): "Las teorías sobre el crecimiento de la empresa", en Bloch-Lainé, F. y Perroux, F. (Comps.) *La empresa y la economía del siglo XX,* Tomo 3, Ed. Deusto, Bilbao, págs. 64-88.

Marshall, W.J.; Yawitz, J.B. y Greenberg, E. (1984): "Incentives for Diversification and the Structure of the Conglomerate Firm", *Southern Economic Journal*, vol. 51, nº 1, julio, págs. 1-23.

Martin, K.J. y Mcconnell, J.J. (1991): "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover", *Journal of Finance,* vol. 46, nº 2, junio, págs. 671-687.

Martín Marín, J.L. (1986): *El pronóstico del fracaso empresarial,* nº 23, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Sevilla, Sevilla.

Martínez Bobillo, A. (1995): "Empresas multinacionales. Estructura organizativa y función financiera", Secretariado de Publicaciones de la Universidad de Valladolid, Valladolid.

Martínez Serrano, J.A. y Martínez Llopis, A. (1990): "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales", *Economía Industrial,* nº 272, marzo, págs. 125-135.

Martínez Serrano, J.A. (1989/1990): "Fusiones y adquisiciones de empresas en la Bolsa de Madrid", *Economistas,* nº 41, págs. 193-197.

Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (1993) (Comp.): "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas", McGraw-Hill, Madrid, primera edición. Existe una segunda edición corregida y aumentada.

Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (Comp.) (1996): *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas,* McGraw-Hill, 2ª edición, Madrid.

Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (1996): "La reestructuración empresarial a través de la venta de activos y la recompra de acciones", *Análisis Financiero*,, nº 68, primer cuatrimestre, págs. 8-20.

Mason, E.S. (1966): *The corporation in modern society,* Atheneum, New York.

Masulis, R.W. (1987): "Changes in ownership structure. Conversions of mutual savings and loans to stock charter", *Journal of Financial Economics,* vol. 18, marzo, págs. 29-59.

Matsusaka, J.G. (1993a): "Takeover motives during the conglomerate merger wave", *Rand Journal of Economics*, vol. 24, nº 3, otoño, págs. 357-379.

Matsusaka, J.G. (1993b): "Target profits and managerial discipline during the conglomerate merger wave", *Journal of Industrial Economics*, vol. 41, nº 2, junio, págs. 179-189.

Mayer, C. (1988): "New issues in corporate finance". *European Economic Review*, vol. 32, págs. 1167-1189.

Mc Williams, V.B. (1990): "Managerial share ownership and the stock price effects of antitakeover amendment proposals", *Journal of Finance,* vol. 45, nº 5, diciembre, págs. 1616-1627.

Mc Cormick, R.E. y Mitchell, M.L. (1993): "Managerial decision making and capital structure", *Journal of Business,* vol. 66, nº 2, abril, págs. 189-217.

Mcconnell, J.J. y Muscarella, C.J. (1985): "Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, nº 3, septiembre, págs. 399-422.

Mcconnell, J.J. y Servaes, H. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, págs. 595-612.

Mcconnell, J.J. y Servaes, H. (1995): "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics,* vol. 39, nº 2-3, octubre, págs. 131-157.

Mcguire, J.W.; Chiu, J.S.Y. y Elbing, A.O. (1962): "Executive incomes, sales and profits", *American Economic Review,* septiembre, págs. 753-761.

Mead, W.J. (1969): "Instantaneous merger profit as a conglomerate merger motive", *Western Economic Journal*, vol. 7, nº 4, diciembre, págs. 295-306.

Medoff, J.L. y Abraham, K.G. (1980): "Experience, performance, and earnings", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 95, diciembre, págs. 703-735.

Meeks, G (1977): *Disappoiting marriage: A study of the gains from merger,* Cambridge University Press, Cambridge.

Meeks, G. y Whittington, G. (1975): "Directors' pay, growth and profitability", *Journal of Industrial Economics,* vol. 24, septiembre, págs. 1-14.

Mehran, H. (1992): "Executive incentive plans, corporate control and capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 27, nº 4, diciembre, págs. 539-560.

Melicher, R.W. y Rush, D.F. (1973): "The performance of conglomerate firms: Recent risk and return experience", *Journal of Finance,* vol. 28, mayo, págs. 381-388.

Melicher, R.W. y Rush, D.F. (1974): "Evidence on the acquisition-related performance of conglomerate firms", *Journal of Finance,* vol. 29, marzo, págs. 141-149.

Melle Hernández, M. (1997): "Gobierno de empresas y endeudamiento: revisión de sus fundamentos teóricos y aplicación empírica", en Ruíz Gónzález, M. (Comp.), *XI Congreso Nacional y VII Congreso Hispano-Francés de AEDEM*, Ponencias y Comunicaciones, vol. I, 17 al 20 de junio, Lérida, págs. 239-251.

Melnik, A. y Pollatschek, M.A. (1973): "Debt capacity, diversification and conglomerate mergers", *Journal of Finance*, vol. 28, nº 5, diciembre, págs. 1163-1173.

Menéndez Alonso, E. J. (1997): "La utilización de la deuda garantizada en la financiación empresarial. Una aproximación teórica", en Ruíz Gónzález, M. (Comp.), *XI Congreso Nacional y VII Congreso Hispano-Francés de AEDEM*, Ponencias y Comunicaciones, vol. I, 17 al 20 de junio, Lérida, págs. .

Mikkelson, W.H. y Partch, M.M. (1989): "Managers' voting rights and corporate control", *Journal of Financial Economics,* vol. 25, nº 2, diciembre, págs. 263-290.

Mikkelson, W.H. y Partch, M.M. (1994): "The consequences of unbundling managers' voting rights and equity claims", *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization*, vol. 1, nº 2, agosto, págs. 175-99.

Mikkelson, W.H. y Regassa, H. (1991): "Premiums paid in block transactions", *Managerial and Decision Economics,* vol. 12, págs. 511-517.

Mikkelson, W.H. y Ruback, R.S. (1985a): "Takeovers and managerial compensation. A discussion", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, abril, págs. 233-238.

Mikkelson, W.H. y Ruback, R.S. (1985b): "An empirical analysis of the interfirm equity investment process", *Journal of Financial Economics,* vol. 14, págs. 523-553.

Milgrom, P. y Roberts, J. (1993): *Economía, organización y gestión de la empresa*, Ariel, Barcelona.

Miller, M.H. y Rock, K. (1985): "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance,* vol. 40, nº 4, septiembre, págs. 1031-1051.

Miller, M.H. y Scholes, M.S. (1978): "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, vol. 6, nº 4, diciembre, págs. 333-364.

Miller, M.H.; Scholes, M.S. (1982): "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, vol. 90, nº 6, diciembre, págs. 1118-1141.

Mitchell, M.L. y Lehn, K. (1990): "Do bad bidders become good targets?", *Journal of Political Economy,* vol. 98, nº 2, abril, págs. 372-398.

Mitchell, M.L. y Mulherin, J.H. (1989): "The stock price response to pension terminations and the relation of terminations with corporate takeovers", *Financial Management,* vol. 18, nº 3, otoño, págs. 41-56.

Mittelstaedt, H.F. y Regiere, P.R. (1993): "The market response to pension plan terminations", *Accounting Review,* vol. 68, nº 1, enero, págs. 1-27.

Mizruchi, M.S. (1983): "Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations", *Academy of Management Review,* vol. 8, nº 3, págs. 426-435.

Montañés Duato, P. (1998): "Aconsejando al consejo de administración", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 35-47.

Mookherjee, D. y Png, I. (1989): "Optimal auditing, insurance, and redistribution", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, nº 2, mayo, págs. 399-415.

Moore, B. (1975): *Introducción a la teoría financiera,* Amorrortu, Buenos Aires.

Mora Enguídanos, A. (1994): "Limitaciones metodológicas de los trabajos empíricos sobre la predicción del fracaso empresarial", *Revista Española de Financiación y Contabilidad,* vol. 23, nº 80, julio, págs. 709-732.

Mora Enguídanos, A. y Pardo Pérez, F. (1996): "Análisis *ex-post* de fusiones y adquisiciones: Un caso de etudio del efecto de los procedimientos contables", *Análisis Financiero*, nº 68, primer cuatrimestre, págs. 40-55.

Morck, R.K. (1992): "Corporate ownership and management", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. I, The MacMillan Press, págs. 475-478.

Morck, R.; Sheleifer, A. y Vishny, R.W. (1988a): "Characteristics of targers of hostile and friendly takeovers", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 101-128.

Morck, R.; Sheleifer, A. y Vishny, R.W. (1988b): "Management ownership and market valuation. An empirical analysis", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, págs. 293-315.

Morck, R.; Sheleifer, A. y Vishny, R.W. (1989): "Alternative mechanism for corporate control", *American Economic Review,* vol. 79, nº 4, págs. 842-852.

Morck, R.; Sheleifer, A. y Vishny, R.W. (1990): "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 1, marzo, págs. 31-48.

Morck, R. y Yeung, B. (1991a): "Foreign acquisitions: When do they make sense?, *Managerial Finance*, vol. 17, nº 6, págs. 10-17.

Morck, R. y Yeung, B. (1991b): "Why investors value multinationality", *Journal of Business*, vol. 64, nº 2, abril, págs. 165-187.

Mossin, J. (1972): "Security Pricing and Investment Criteria in Competitive Markets: Reply", *American Economic Review*, vol. 62, nº 1, marzo, págs. 147-48.

Mossin, J. (1969): "Security Pricing and Investment Criteria in Competitive Markets", *American Economic Review*, vol. 59, nº 5, diciembre, págs. 749-56.

Moyer, R.C.; Chatfield, R.E. y Sisneros, P.M. (1989): "Security analyst monitoring activity: Agency costs and information demands", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 24, nº 4, diciembre, págs. 503-511.

Mueller, D.C. (1969): "A theory of conglomerate mergers", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 83, noviembre, .

Mueller, D.C. (1977): "The effects of conglomerate mergers. A survey of the empirical evidence", *Journal of Banking and Finance,* vol. 1, diciembre, .

Mueller, D.C. (1980): "The United States, 1962-1972", Mueller, D.C. (Comp.) (1980): "The determinants and effects of mergers. An international comparison". Oelgeschlager, Gunn et Hain, Pub. Inc, Cambridge, Mass, págs. 271-349.

Mueller, D.C. (Comp.) (1980): "The determinants and effects of mergers. An international comparison". Oelgeschlager, Gunn et Hain, Pub. Inc, Cambridge, Mass.

Mueller, D.C. (1980a): "A cross-national comparison of the determinants and effects of mergers", en Mueller, D.C. (Comp.), *The modern corporation. Profits, power, growth and performance,* Harvester-Wheatsheaf, Brighton, Reino Unido, Capág. 10.

Mueller, D.C. (1980b): "The United States, 1962-1972", en Mueller, D.C. (Comp.), *The determinants and effects of mergers,* Oelgeschlager, Gunn y Hain, Cambridge, Mass., págs. 271-298.

Mueller, D.C. (1980c): "A cross-national comparison of the results", en Mueller, D.C. (Comp.), *The determinants and effects of mergers,* Oelgeschlager, Gunn y Hain, Cambridge, Mass., págs. 299-314.

Mueller, D.C. (1985): "Mergers and market share", *Review of Economics and Statistics,* vol. 67, nº 3, agosto, págs. 259-267.

Mueller, D.C. (1986): "The Persistence of Profits above the Norm", Mueller,-Dennis-C. The modern corporation: Profits, power, growth and performance. Lincoln, Nebraska: University of Nebraska Press, 1986, págs. 248-60. Previously published: [1977].

Mueller, D.C. (1986): *The modern corporation: Profits, power, growth and performance*, University of Nebraska Press, Lincoln, Nebraska.

Mueller, D.C. (1989): "Mergers. causes, effects and policies", *International Journal of Industrial Organization,* vol. 7, nº 1, marzo, págs. 1-10.

Mueller, D.C. (1992): "Mergers", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comp.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. II, The MacMillan Press, págs. 700-707.

Mukherjee, T.K. y Varela, O. (1993): "Corporate operating performance around the proxy contest", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 20, nº 3, abril, págs. 417-425.

Murphy, K.J. (1985): "Corporate performance and managerial remuneration. An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, abril, págs. 11-42.

Murphy, K.M.; Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1992): "The transition to a market economy: Pitfalls of a partial reform", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, nº 3, agosto, págs. 889-906.

Murphy, K.M. y Welch, F. (1992): "The structure of wages", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, nº 1, febrero, págs. 285-326.

Myers, S.C. (1976): "Introduction: A framework for evaluating mergers", en Myers, S.C. (Comp.), *Modern developments in financial management,* Dryden, Hinosdale, Ill.

Myers, S.C. (1977): "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics,* vol. 5, págs. 147-175.

Myers, S.C. (1990): "The evaluation of an acquisiton target", en Stern, J.M. y Chew, D.H. Jr. (Comps.), *The revolution in corporate finance,* Basil Blackwell, Reino Unido, págs. 394-401.

Myers, S.C. y Majluf, N.S. (1984): "Corporate financing and investment decisons when firm have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics,* vol. 13, nº 2, págs. 187-221.

Narayanan, M.P. (1985): "Managerial incentives for short-term results", *Journal of Finance,* vol. 40, nº 5, diciembre, págs. 1469-1484.

Neira Fontela, E. (1992): "Un modelo para evaluar el impacto sobre los recursos humanos de las fusiones/adquisiciones", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 1, nº 1, abril, págs. 91-98.

Nesbitt, S.L. (1994): "Long-term rewards from shareholder activism: A study of the "CalPERS effect"", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 6, nº 4, invierno, págs. 75-80.

Neumark, D. y Sharpe, S.A. (1992): "Market structure and the nature of price rigidity: Evidence from the market for consumer deposits", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, nº 2, mayo, págs. 657-680.

Newbould, G.D. (1970): *Management and merger activity,* Guthstead, Liverpool.

Ng, D.S. (1978): "An information economics analysis of financial reporting and external auditing", *Accounting Review*, vol. 53, nº 4, octubre, págs. 910-20.

Nieto Carol, U. (1993): *El mercado de valores. Organización y funcionamiento,* Bolsa de Madrid y Ed. Cívitas, Madrid.

Norton, E. (1993): "Test of the rationale for conglomerate merger: Agency cost or pecking order?", *Journal of Business Research,* vol. 26, nº 3, marzo, págs. 251-261.

Novaes, W. y Zingales, L. (1995): "Capital structure choice when managers are in control: Entrenchment versus efficiency", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, nº 5384, diciembre.

Novales Cinca, A. (1997): *Econometría*, McGraw-Hill, Madrid, segunda edición.

O'Reilly III, C.A.; Main, B.G. y Crystal, G.S. (1988): "CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories", *Administrative Science Quarterly,* vol. 33, nº 2, junio, págs. 257-274.

Ocaña, C. y Peña, J.I. (1994): "Why are there merger waves?", *Finanzas en 1994. Ponencias presentadas en el II Foro de Finanzas,* Urgel Varela, J. y Fernández Navas, J. (Coord.), Instituto de Empresa, Madrid.

Ocaña, C.; Peña, J.I. y Robles, D. (1994): "Mergers and takeovers in Spain: Empirical evidence and inside trading", *Encuentro sobre Análisis Económico del Derecho,* 9-19/VI, Instituto de Derecho y Economía, Universidad Carlos III de Madrid, mimeo, Getafe, Madrid.

Ocaña, C., Peña, J.I. y Robles, D. (1997): "Preliminary evidence on takiever target returns in Spain: A note", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 24, nº 1, January, págs. 145-153. Versiones previas de este trabajo han sido: "Mergers and takeovers in Spain: Empirical evidence and inside trading", *Encuentro sobre análisis económico del derecho*, Instituto de Derecho y Economía, Universidad Carlos III de Madrid, 9 y 10 de junio de 1994 en una versión de mayo de 1994 y posteriormente otro borrador de julio del mismo año.

Ocaña, C.; Peña J.I. y Robles, D. (1997): "Preliminary evidence on takeover target returns in Spain: A note", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 24, nº 1, enero, págs. 145-153.

Ocaña, C. y Salas Fumás, V. (1983): "La teoría de la agencia. Aplicación a las empresas públicas españolas", *Cuadernos Económicos de Información Comercial Española,* nº 22-23, págs. 157-182.

Ocaña Pérez de Tudela, C. y Peña Sánchez de Rivera, J.I. (1992): "Fusiones, adquisiciones y separaciones: teorías y evidencia en España y en EE.UU.", *Información Comercial Española. Cuadernos de Economía*, nº 52, págs. 161-172.

Ohlson, J.A. (1980): "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankrupcy", *Journal of Accounting Research,* vol. 18, nº 1, primavera, págs. 109-131.

Opler, T.C. (1992): "Operating performance in leveraged buyouts: Evidence from 1985-1989", *Financial Management*, vol. 21, nº 1, primavera, págs. 27-34.

Opler, T.C. (1993): "Controlling financial distress costs in leveraged buyouts with financial innovations", *Financial Management*, vol. 22, nº 3, otoño, págs. 79-90.

Opler, T. y Titman, S. (1993): "The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs", *Journal of Finance*, vol. 48, nº 5, diciembre, págs. 1985-1999.

Ortín Angel, P. (1994): "Tamaño de la empresa y remuneración de los directivos: Teoría y evidencia empírica para el caso español (1990-1992)", *X Jornadas de Economía Industrial,* 22 y 23 de septiembre, mimeo, Madrid.

Ortín Ángel, P. y Salas Fumás, V. (1997): "The compensation of Spanish executives. A test of a managerial talent allocation model", *International Journal of Industrial Organization,* vol. 15, nº 4, julio, págs. 511-532.

Ortuño-Ortín, I. (1992): "Organización interna y control externo de la empresa", *Información Comercial Española. Cuadernos de Economía*, nº 52, págs. 147-159.

Oviatt, B.M. (1988): "Agency and transaction cost perspectives on the manager-shareholder relationship: Incentives for congruent interests", *Academy of Management Review,* vol. 13, nº 2, págs. 214-225.

Palacín, M.J. (1997): "El mundo de control de empresas: El caso español", Ariel Economía, Barcelona.

Palacín Sánchez, M.J. (1997): "Las fusiones y adquisiciones en los noventa", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 17, mayo-junio, págs. 56-61.

Palacín Sánchez, M.J. (1998): "El atrincheramiento de los directivos (I): Accionistas versus directivos", *Análisis Financiero*, nº 76, tercer cuatrimestre, págs. 86-93.

Palacín Sánchez, M.J. y Téllez Valle, C. (1998): "La reacción de los mercados financieros a las OPA: un caso práctico", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 21, enero-febrero, págs. 60-63.

Palepu, K.G. (1982): *A probabilistic model of corporate acquisitios*, tesis doctoral no publicada, MIT, noviembre.

Palepu, K.G. (1986): "Predicting takeover targets. A methodological and empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 8, págs. 3-35.

Palmer, J.P. (1972): "Some economic conditions conducive to collusion", *Journal of Economic Issues*, vol. 6, nº 2 y 3, junio-septiembre, págs. 29-38.

Palmer, J.P. (1972): "The separation of ownership from control in large US industrial corporations", *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 12, nº 3, otoño, págs. 55-62.

Palmer, J.P. (1973): "The profit variability effects of the managerial enterprise", *Western Economic Journal*, vol. 11, nº 2, junio, págs. 228-231.

Palmer, J.P. (1973): "The profit-performance effects of the separation of ownership from control in large U.S. industrial corporations", *Bell Journal of Economics*, vol. 4, nº 1, primavera, págs. 293-303.

Palmer, J.P. (1974): "Barriers to entry as a measure of a firm's monopoly power", *American Economist*, vol. 18, nº 1, primavera, págs. 33-35.

Palmer, J.P. (1974): "Interaction effects and the separation of ownership from control", *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, vol. 21, nº 2, febrero, págs. 146-150.

Palmer, J.P. (1975): "A further analysis of profit variability and managerialism", *Economic Inquiry*, vol. 13, nº 1, marzo, págs. 127-130.

Palmer, J.P. (1975): "The managerial enterprise: A model of expected payoffs and some empirical results", *Economic Inquiry*, vol. 13, nº 4, diciembre, págs. 590-595.

Palmer, J.P. (1978): "Merger policy and trade policy in a small economy", *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, vol. 25, nº 6, junio, págs. 542-555.

Papaioannou, G.J.; Strock, E. y Travlos, N.G. (1992): "Ownership structure and corporate liquidity policy", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 315-322.

Partch, M.M. (1987): "The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics,* vol. 18, nº 2, junio, págs. 313-339.

Pastena, V. y Ruland, W. (1986): "The merger/bankruptcy alternative", *Accounting Review,* vol. 61, nº 2, abril, págs. 288-301.

Patton, A. y Baker, J.C. (1987): "Why won't directors rock the boat", *Harvard Business Review,* vol. 65, nº 6, págs. 10-18.

Peer, H. (1980): "The Netherlands, 1962-1973", Mueller, D.C. (Comp.) (1980): "The determinants and effects of mergers. An international comparison". Oelgeschlager, Gunn et Hain, Pub. Inc, Cambridge, Mass, págs. 163-191.

Peltzman, S. (1977): "The gains and losses from industrial concentration", *Journal of Law and Economics*, vol. 20, nº 2, octubre, págs. 229-263.

Perlman, L. (1993): "A perspective on the new shareholder activism", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 6, nº 2, verano, págs. 35-38.

Perotti, E.C. y Spier, K.E. (1993): "Capital structure as a bargaining tool: The role of leverage in contract renegotiation", *American Economic Review*, vol. 83, nº 5, diciembre, págs. 1131-1141.

Petersen, M.A. (1992): "Pension reversions and worker-stockholder wealth transfers", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 107, nº 3, agosto, págs. 1033-1056.

Pfunder, M.R., *et al.* (1972): "Compliance with divestiture orders under section 7 of the Clayton Act: An analysis of the relief obtained", *Antitrust Bulletin*, vol. 17, nº 1, primavera, págs. 19-180.

Pina, V. (1989): *Efecto económico de la norma contable,* AECA, monografía nº 11, Madrid.

Pisón Fernández, I. (1990): "Fórmulas más utilizadas, y la OPA de votos", *Estrategia Financiera,* nº 51, abril, págs. 5-11.

Pisón Fernández, I. (1990): "El uso de los modelos y la teoría de opciones en las fusiones y adquisiciones de empresas", *Análisis Financiero,* nº 51, julio, págs. 3-20.

Pisón Fernández, I.C. y Buch Gómez, E.J. (1996): "Un modelo de decisión en la selección de empresas para la toma de control", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 5, nº 2, págs. 159-171.

Pisón Fernández, I.C; Ramos Stolle, A. y Buch Gómez, E. (1990): "Planificación estratégica de las fusiones y adquisiciones", *Esic Market,* nº 69, julio, págs. 87-103.

Polo, M. (1996): "Ofertas públicas de adquisición", en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (Dtor.) *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel Economía, Madrid, págs. 381-403.

Pontiff, J.; Shleifer, A. y Weisbach, M.S. (1990): "Reversions of excess pension assets after takeovers", *Rand Journal of Economics,* vol. 21, nº 4, invierno, págs. 600-613.

Porter, M.E. (1987): "From competitive advantage to corporate strategy", *Harvard Business Review*, vol. 65, nº 3, mayo-junio, págs. 43-59.

Pound, J. (1987): "The effects of antitakeover amendments on takeover activity: Some direct evidence", *Journal of Law and Economics,* vol. 30, octubre, págs. 353-367.

Pound, J. (1988a): "Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, págs. 237-265.

Pound, J. (1988b): "The information effects of takeover bids and resistance", *Journal of Financial Economics,* vol. 22, nº 2, diciembre, págs. 207-227.

Pound, J. (1991): "Proxy voting and the SEC. Investor protection versus market efficiency", *Journal of Financial Economics,* vol. 29, págs. 241-285.

Pound, J. (1992a): "Beyond takeovers: Politics comes to corporate control", *Harvard Business Review,* vol. 70, nº 2, págs. 83-93.

Pound, J. (1992c): "On the motives for choosing a corporate governance structure: A study of corporate reaction to the Pennsylvania takeover law", *Journal of Law, Economics and Organization,* vol. 8, nº 3, octubre, págs. 656-672.

Pound, J. (1992b): "Raiders, targets, and politics: The history and future of american corporate control", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 5, nº 3, otoño, págs. 6-18.

Pound, J. (1993): "Creating relationships between corporations and institutional investors: An introduction", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 6, nº 2, verano, págs. 32-34.

Pound, J. y Zeckhauser, R. (1990): "Clearly heard on the street: The effect of takeover rumors on stock prices", *Journal of Business*, vol. 63, nº 3, julio, págs. 291-308.

Powell, R.G. (1997): "Modelling takeover likelihood", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 24, nºs 7 y 8, septiembre, págs. 1.009-1.035.

Prahalad, C.K. (1994): "Corporate governance or corporate value added?: Rethinking the primacy of shareholder value", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 6, nº 4, invierno, págs. 40-50.

Prahalad, C.K. y Doz, Y. (1995): "El presidente ejecutivo, ¿una mano visible en la creación de riqueza?", *Euroforum*, septiembre, Madrid.

Prat Rodrigo, M. (1990): *El uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE.UU. 1933-1988),* Deusto, Bilbao.

Pratt, J.W. y Zeckhauser, R.J. (1985): "Principals and agents: An overview", en Pratt, J.W. y Zeckhauser, R.J. (Comps.), *Principals and agents: The structure of business,* Harvard Business School Press, Boston, págs. 1-35.

Prentice, D.D. (1993): "Some aspects of the corporate governance debate", en Prentice, D.D. (Comp.), *Contemporary issues in corporate governance,* Crarendon Press, Oxford, págs. 25-42.

Press, E.G. y Weintrop, J.B. (1990): "Accounting-based constraints in public and private debt agreements: Their association with leverage and impact on accounting choice", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, nº 1-3, enero, págs. 65-95.

Press, S.J. y Wilson, S. (1978): "Choosing between logistic regression and discriminant analysis", *Journal of the American Statistical Association,* vol. 73, nº 364, diciembre, págs. 699-705.

Prowse, S. (1994): "Corporate governance in an international perspective". *BIS Economic Papers*, nº 41, Julio.

Puffer, S.M. y Weintrop, J.B. (1991): "Corporate performance and CEO turnover: The role of performance expectations", *Administrative Science Quarterly,* vol. 36, nº 1, marzo, págs. 1-19.

Ramakrishnan, R.T.S. y Thakor, A.V. (1982): "Moral hazard, agency costs, and asset prices in a competitive equilibrium", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 17, nº 4, noviembre, págs. 503-532.

Ramakrishnan, R.T.S. y Thakor, A.V. (1984): "The valuation of assets under moral hazard", *Journal of Finance*, vol. 39, nº 1, marzo, págs. 229-238.

Ramakrishnan, R.T.S. y Thakor, A.V. (1991): "Cooperation versus competition in agency", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 7, nº 2, otoño, págs. 248-283.

Rao, V.R.; Mahajan, V. y Varaiya, N.P. (1991): "A balance model for evaluating firms for acquisition", *Management Science*, vol. 37, nº 3, págs. 331-349.

Rappaport, A. (1990): "Los mecanismos de las opas y de otras granders operaciones bursátiles", *Harvard Deusto Business Review,* nº 44, 4º trimestre, págs. 85-96.

Rathinasamy, R.S.; Philippatos, G.C. y Shrieves, R.E. (1991): "Mergers, debt capacity, and stockholder-bondholder wealth transfers", *Journal of Applied Business Research*, vol. 7, nº 3, verano, págs. 92-103.

Ravenscraft, D.J. y Scherer, F.M. (1987a): "The 1980s merger wave: An industrial organization perspective", en Browne, L.E. y Rosengren, E.S. (Comp.), *The merger boom,* Federal Reserve Bank of Boston, págs. 17-37.

Ravenscraft, D.J. y Scherer, F.M. (1987b): "Life after takeover", *Journal of Industrial Economics,* vol. 36, nº 2, diciembre, págs. 147-156.

Ravenscraft, D.J. y Scherer, F.M. (1987c): *Mergers, sell-offs and economic efficiency,* The Brookings Institution, Washington, D.C.

Ravenscraft, D.J. y Scherer, F.M. (1989): "The profitability of mergers", *International Journal of Industrial Organization,* vol. 7, nº 1, marzo, págs. 101-116.

Ravenscraft, D.J. y Scherer, F.M. (1991): "Divisionall sell-off: A hazard function analysis", *Managerial and Decision Economics,* vol. 12, págs. 429-438.

Ravid, S.A. y Spiegel, M. (1992): "On toeholds and bidding contests", *Columbia First Boston Series in Money, Economics and Finance Working Paper*, nº FB-92-12, enero.

Ravid,S.A. y Spiegel, M. (1992): "Optimal contracting and the design of securities", *Columbia First Boston Series in Money, Economics and Finance Working Paper*, nº FB-92-14, febrero.

Raviv, A. (1985): "Management compensation and the managerial labor market. An overview", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº 1-3, abril, págs. 239-245.

Reagan, P.B. y Stulz, R.M. (1986): "Risk-bearing, labor contracts, and capital markets", en Chen, A.H. (Comp.), *Research in finance*, vol. 6, JAI Press, Greenwich, Conn., and London, págs. 217-231.

Rege, U.P. (1984): "Accounting ratios to locate take-over targets", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 11, nº 3, otoño, págs. 301-311.

Reinganum, M.R. (1985): "The effects of executive succession on stockholder wealth", *Administrative Science Quarterly,* vol. 30, nº 1, marzo, págs. 46-60.

Requejo, A. (1995): "Reducción de plantilla y problemas de viabilidad financiera: el papel de la estructura de capital", *II Jornadas de Economía Financiera*, vol. II, Facultad de CC. EE. y Empresariales, Universidad del País Vasco, 16 de junio de 1995.

Rhoades, S. (1992a): "Banking acquisitions", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* The MacMillan Press, págs. 134-135.

Rhoades, S. (1992b): "Merger of financial intermediaries", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* The MacMillan Press, págs. 707-708.

Riahi-Belkaoui, A. (1992): "Executive compensation, organizational effectiveness, social performance and firm performance: An empirical investigation", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 19, nº 1, enero, págs. 25-38.

Ricart i Costa, J.E. (1989): "On managerial contracting with asymmetric information", *European Economic Review,* vol. 33, nº 9, diciembre, págs. 1805-1830.

Riley, J.G. (1979a): "Informational equilibrium", *Econometrica*, vol. 47, nº 2, marzo, págs. 331-359.

Riley, J.G. (1979b): "Noncooperative equilibrium and market signalling", *American Economic Review*, vol. 69, nº 2, mayo, págs. 303-307.

Rodríguez Escudero, A.I.; López, F.J. y Tascón, J.M. (1991): "Aproximación a los efectos del leveraged buyout", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales,* nº .

Rodríguez Fernández, J.M. (1989a): "The crisis in Spanish private banks: A logit analysis", *Finance*, vol. 10, nº 1 , págs. 69-88.

Rodríguez Fernández, J.M. (1989b): Análisis de las insolvencias bancarias en España: Un modelo empírico", *Documento de trabajo de la Facultad de CC. EE. Y Empresariales de la Universidad de Valladolid*, Valladolid.

Rodríguez Sanz, J.A. (1993): *Estructura de Propiedad, Endeudamiento y Resultados de la Empresa Industrial Española: Un Enfoque de Agencia,* Tesis Doctoral no publicada, Universidad de Valladolid, Departamento de Economía y Administración de Empresas, Valladolid.

Rodríguez Sanz, J.A. (1997): *Capital, control y resultados en la gran empresa,* Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico, Universidad de Valladolid, Valladolid.

Rodríguez Sanz, J.A. y Vallelado González, E. (1994): "Problemas de agencia y endeudamiento en la empresa española", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales,* nº 9, págs. 9-35.

Rodríguez-Vilariño P., M.L. (1995): "Predicción de la solvencia empresarial por medio del análisis Logit", *Análisis Financiero*, nº 65, primer cuatrimestre, págs. 68-78.

Roe, M.J. (1990): "Political and legal restraints on ownership and control of public companies", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, págs. 7-41.

Roe, M.J. (1991): "A political theory of American corporate finance", *Columbia Law Review,* vol. 91, nº 10, págs. 10-67.

Roe, M.J. (1993): "Takeover politics", en Blair, M.M. (Comp.), *The deal decade. What takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance,* The Brookings Institution, Washington, D.C., págs. 321-380.

Roll, R. (1986): "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business,* vol. 59, nº 2, parte 1, págs. 197-216.

Roll, R. (1987): "Empirical evidence on takeover activity and shareholder wealth", en Copeland, T.E. (Comp.), *Modern finance and industrial economics,* Basil Blackwell, New York y Oxford, págs. 74-91.

Ropero, M.A. (1997): "Adquisición de acciones propias: factores explicativos para el caso español", Tesina del Centro de Estudios Monetarios y Financieros, diciembre, Madrid.

Rose, P.S. (1988): "Characteristics of merging banks in the United States: Theory, empirical results, and implication for public policy", *Review of Business and Economic Research,* vol. 24, nº 1, otoño, págs. 1-19.

Rosenstein, S. y Wyatt, J.G. (1990): "Outside directors, board independence, and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics,* vol. 26, nº 2, agosto, págs. 175-191.

Rosett, J.G. (1990): "Do union wealth concessions explain takeover premiums?. The evidence on contract wages", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, págs. 263-282.

Ross, S.A. (1973): "The economic theory of agency: The principal's problem", *American Economic Review,* vol. 63, nº 2, mayo, págs. 134-139.

Ross, S.A. (1977): "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *Bell Journal of Economics and Management Science,* vol. 8, primavera, págs. 23-40.

Ross, S.A.; Westerfield, R.W. y Jaffe, J.F. (1990): *Corporate Finance,* Irwin, Homewood, Ill.

Rozeff, M.S. (1984): "Dividend Yields Are Equity Risk Premiums", *Journal of Portfolio Management*, vol. 11, nº 1, otoño, págs. 68-75.

Ruback, R.S. (1983): "Assesing competition in the market for corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, nº 1-4, abril, págs. 141-153.

Ruback, R.S. (1988a): "Do target shareholders lose in unsuccessful control contest?", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 137-152.

Ruback, R.S. (1988b): "An overview of takeover defenses", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Mergers and acquisitions,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 49-67.

Ruffolo, G. (1976): *La gran empresa en la sociedad moderna,* Hispano Europea, Barcelona.

Ruiz Ruiz, F. (1998): "El consejo de administración y la constitución de comités de trabajo", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 95-102.

Ruíz de Alegría, J. (1988): "Una nota sobre Leveraged Buy-Outs", *Boletín de Estudios Económicos,* vol. 43, nº 135, diciembre, págs. 469-474.

Rydén, B. y Edberg, J.O. (1980): "Large mergers in Sweden, 1962-1976", Mueller, D.C. (Comp.) (1980): "The determinants and effects of mergers. An international comparison". Oelgeschlager, Gunn et Hain, Pub. Inc, Cambridge, Mass, págs. 193-226.

Saá, J. (1991): "Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas", *Moneda y Crédito*, nº 193, págs. 147-178.

Salancik, G.R. y Pfeffer, J. (1980): "Effects of ownership and performance on executive tenure in U.S. corporations", *Academy of Management Journal,* nº 23, 4, págs. 653-664.

Salas Fumás, V. (1990a): "Evaluación relativa de gerentes y competencia industrial", *Cuadernos Económicos de Información Comercial Española,* nº 45, págs. 145-163.

Salas Fumás, V. (1990b): "Economías de la gran empresa y poder de mercado", en Vives, X. y Gual, J. (Dtres. y Coordres.), *Concentración empresarial y competitividad: España en la CEE,* Ariel Economía - Fedea, Madrid, págs. 68-84.

Salas Fumás, V. (1992b): "Incentivos y supervisión en el control interno de la empresa: Implicaciones para la concentración del accionariado", *Cuadernos Económicos de Información Comercial Española,* nº 52, págs. 127-145.

Salas Fumás, V. (1993): "La financiación de la empresa española. Una perspectiva institucional". *Economía Industrial*, septiembre-octubre, págs. 7-18.

Salas Fumás, V. (1996): *Economía de la Empresa: Decisiones y organización*, Ariel, Barcelona, segunda edición.

Salter, M.S. y Weinhold, W.A. (1978): "Diversification via acquisition: creating value", *Harvard Business Review,* vol. 56, nº 4, julio, págs. 166-176.

Sánchez, A. (1991): "Significación económica de las OPAs tramitadas por la CNMV", Curso de Verano de la Universidad Internacioanl Menéndez Pelayo, Santander, julio.

Sanders, W. Jr. y Zdanowicz, J.S. (1992): "Target firm abnormal returns and trading volume around the initiation of change in control transactions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 27, nº 1, marzo, págs. 109-129.

Santos Arrate, J. A. (1991): "Grupos de empresas y mercado de control", Instituto Español de Analistas Financieros, Madrid.

Sarig, O.H. (1985): "On mergers, divestments, and options: A note", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 20, nº 3, septiembre, .

Scanlon, K.P.; Trifts, J.W. y Pettway, R.H. (1989): "Impacts of relative size and industrial relatedness on returns to shareholders of acquiring firms", *Journal of Financial Research*, vol. 12, nº 2, verano, págs. 103-112.

Scharfstein, D. (1988): "The disciplinary role of takeovers", *Review of Economic Studies,* vol. 55, págs. 185-199.

Scherer, F.M. (1980): *Industrial market structure and economic performance,* Houghton Mifflin, Boston.

Scherer, F.M. (1986): "Mergers, sell-offs, and managerial behavior", en Thomas, L.G. III (Comp.), *The economics of strategic planning. Essays in honor of Joel Dean,*, Lexington Books, Lexington, Mass., págs. 143-170.

Scherer, F.M. (1988): "Corporate takeovers: The efficiency arguments", *Journal of Economic Perspectives,* vol. 2, nº 1, invierno, págs. 69-82.

Schipper, K. y Thompson, R. (1983a): "Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, págs. 85-119.

Schipper, K. y Thompson, R. (1983b): "The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms", *Journal of Accounting Research,* vol. 21, nº 1, primavera, págs. 184-221.

Schmalensee, R. (1985): "Do markets differ much?", *American Economic Review*, vol, 75, nº 3, junio, págs. 341-351.

Schmalensee, R. (1989): "Intra-industry profitability differences in US manufacturing 1953-1983", *Journal of Industrial Economics*, vol. 37, nº 4, junio, págs. 337-357.

Schmalensee, R. (1989): "Good regulatory regimes", *Rand Journal of Economics*, vol. 20, nº 3, otoño, págs. 417-436.

Schmalensee, R. (1990a): "Innovación y posición competitiva", *Concentración empresarial y competitividad: España en la CEE,* en Vives, X. y Gual, J. (Dtres. y Coordres.), Ariel Economía - Fedea, Madrid, págs. 119-131.

Schmalensee, R. (1990b): "Economías del tamaño empresarial y poder de mercado", en Vives, X. y Gual, J. (Dtres. y Coordres.), *Concentración empresarial y competitividad: España en la CEE,* Ariel Economía - Fedea, Madrid, págs. 55-67.

Schnitzer, M. (1991): "Breach of trust in takeovers and the underinvestment effect", *Discussion Paper* nº A-334, Universidad de Bonn.

Schnitzer, M. (1995): ""Breach of trust" in takeovers and the optimal corporate charter", *Journal of Industrial Economics,* vol. 43, nº 3, septiembre, págs. 229-259.

Scholes, M.S. y Wolfson, M.A. (1990a): "The effects of changes in tax laws on corporate reorganization activity", *Journal of Business*, vol. 63, nº1, parte 2, enero, págs. S141-S164.

Scholes, M.S. y Wolfson, M.A. (1990b): "Employee stock ownership plans and corporate restructuring: Myths and realities", *Financial Management*, vol. 19, nº 1, primavera, págs. 12-28.

Schwartz, S. (1982): "Factors affecting the probability of being acquired: Evidence for the United States", *Economic Journal,* vol. 92, nº 366, junio, págs. 391-398.

Schwartz, S. (1984): "An empirical test of a managerial life-cycle, and cost of capital model of merger activity", *Journal of Industrial Economics,* vol. 32, nº 3, marzo, págs. 265-276.

Schwert, G.W. (1996): "Markup pricing in mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, nº 2, junio, págs. 153-192.

Spence, A.M. (1973): "Job market signaling", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, nº 3, agosto, págs. 355-74.

Scott, J.H. Jr. (1977): "On the theory of conglomerate mergers", *Journal of Finance,* vol. 32, nº 4, septiembre, págs. 1235-1250.

Sen, A. (1996): "Termination clauses in long-term contracts", *Journal of Economics and Management Strategy,* vol. 5, nº 4, invierno, págs. 473-496.

Sepúlveda, P. (1997): "La fusión dentro de la estrategia de movimiento externo", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 18, julio-agosto, págs. 10-14.

Serra Ramoneda, A. (1986): *Sistema económico y empresa,* Ariel Economía, Barcelona.

Serrano Cinca, C. (1996): "Self organizing neural nerworks for financial diagnosis", *Decision Support Systems*, vol. 17, julio, págs. 227-238.

Serrano Cinca, C. (1997): "Feedforward neural networks in the classification of financial information", *European Journal of Finance*, vol. 3, págs. 183-202.

Servaes, H.J. (1989): Tobin´s Q, agency cost and corporate control", Tesis doctoral de la Universidad de Purdue, UMI Dissertation Information Service, Ann Arbor, Michigan.

Servaes, H. (1991): "Tobin's Q and the gains from takeovers", *Journal of Finance,* vol. 46, nº 1, marzo, págs. 409-419.

Servaes, H. (1996): "The value of diversification during the conglomerate merger", *Journal of Finance,* vol. 51, nº 4, septiembre, págs. 1201-1225.

Servaes, H. y Zenner, M. (1994): "Taxes and the returns to foreign acquisitions in the United States", *Financial Management*, vol. 23, nº 4, invierno, págs. 42-56.

Settle, J.W.; Petry, G.H. y Hsia, Ch.-Ch. (1984): "Synergy, diversification, and incentive effects of corporate merger on bondholder wealth: Some evidence", *Journal of Financial Research*, vol. 7, nº 4, invierno, págs. 329-339.

Shapiro, A.C. (1990): *Modern coporate finance,* McMillan, New York.

Shapiro, A.C. (1992): "Leveraged buyouts", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. II, The MacMillan Press, págs. 577-580.

Sharpe, W.F. (1981): "Decentralized investment management", *Journal of Finance*, vol. 36, nº 2, mayo, págs. 217-234.

Shelton, L.M. (1988): "Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence", *Strategic Management Journal,* vol. 9, nº 3, mayo-junio, págs. 279-287.

Sherman, R. (1972): "How tax policy induces conglomerate mergers", *National Tax Journal*, vol. 25, nº 4, diciembre, págs. 521-529.

Shih, M.S. (1994): "Corporate tax incentives for conglomerate mergers: Model development and empirical evidence", *Contemporary Accounting Research,* vol. 10, nº 2, primavera, págs. 453-481.

Shivdasani, A. (1993): "Board compostition, ownership structure, and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 16, nº 1-2-3, págs. 167-198.

Shleifer, A. (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy,* vol. 94, nº 3 parte I, junio, págs. 461-488.

Shleifer, A. (1988a): "Comment a Ruback "Do target shareholders..."", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 152-153.

Shleifer, A. (1988b): "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives,* vol. 2, nº 1, invierno, págs. 7-20.

Shleifer, A. (1989): "Management entrechment. The case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics,* vol. 25, nº 1, noviembre, págs. 123-139.

Shleifer, A. y Summers, L.H. (1988): "Breach of trust in hostile takeovers", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Corporate takeovers: Causes and consequences,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 33-56.

Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1988): "Management buyouts as a response to market pressure", en Auerbach, A.J. (Comp.), *Mergers and acquisitions,* NBER y The University of Chicago Press, Chicago, págs. 87-102.

Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1992): "Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach", *Journal of Finance*, vol. 47, nº 4, septiembre, págs. 1343-1366.

Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1994): "Politicians and firms", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 109, nº 4, noviembre, págs. 995-1025.

Shrieves, R.E. y Stevens, D.L. (1979): "Bankruptcy avoidance as a motive for merger", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 14, nº 3, septiembre, págs. 501-515.

Sicherman, N.W. y Pettway, R. (1987): "Acqusition of divested assets and shareholders' wealth", *Journal of Finance,* vol. 42, nº 5, diciembre, págs. 1261-1273.

Simkowitz, M. y Monroe, R.J. (1971): "A discriminant analysis function for conglomerate targets", *Southern Journal of Business,* vol. 6, noviembre, págs. 1-16.

Simón del Burgo, S. (1999): "¿Por qué fracasan las fusiones y adquisiciones? ¿Los ejecutivos son víctimas o verdugos?, *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 28, marzo-abril, págs. 50-56.

Simón del Burgo, S. y Tornabell Carrió, R. (1995): "Fusiones y adquisiciones en España y en Cataluña", *III Foro de Finanzas*, Universidad Comercial de Deusto, 30 de noviembre y 1 de diciembre de 1995, págs. 543-557.

Simón, S. (1997): "Fusiones y adquisiciones: ¿qué ha pasado en el mercado español y por qué?, *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 18, julio-agosto, págs. 24-29.

Singh, A. (1971): *Take-overs. Their relevance to the stock market and the theory of the firm,* Cambridge University Press, Cambridge.

Singh, A. (1992): "Corporate takeovers", en Newman, P.; Milgate, M y Eatwell, J (Comps.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* vol. I, The MacMillan Press, págs. 480-486.

Singh, H. y Harianto, F. (1989): "Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachetes", *Academy of Management Journal,* vol. 32, nº 1, págs. 7-24.

Sloan, R.G. (1993): "Accounting earnings and top executive compensation", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 16, nº 1-2-3, págs. 55-100.

Slovin, M.B. y Sushka, M.A. (1993): "Ownership concentration, corporate control activity, and firm value: Evidence from the death of inside blockholders", *Journal of Finance,* vol. 48, nº 4, septiembre, págs. 1293-1321.

Smiley, R. (1975): "The effect of the Williams amendment and other factors on transactioons costs in tender offers", *Industrial Organization Review,* vol. 3, nº 3, págs. 138-145.

Smiley, R. (1976): "Tender offers, transaction costs and the theory of the firm", *Review of Economics and Statistics,* vol. 58, nº 1, febrero, págs. 22-32.

Smirlock, M.; Beatty, R. y Majd, S. (1985): "Taxes and mergers: A survey", *Monograph Series in Finance and Economics,* vol. 3.

Smith, A.J. (1990): "Corporate ownership structure and performance. The case of management buyouts", *Journal of Financial Economics,* vol. 27, nº 1, págs. 143-164.

Smith, R.L. y Kim, J.-H. (1994): "The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns", *Journal of Business,* vol. 67, nº 2, págs. 281-310.

Smith, K.V. y Schreiner, J.C. (1969): "A portfolio analysis of conglomerate diversification", *Journal of Finance*, vol. 24, nº 3, junio, págs. 413-427.

Smith, C.W. y Stulz, R.M. (1985): "The determinants of firms' hedging policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 20, nº 4, diciembre, págs. 391-405.

Smith, C.W., Jr. y Watts R.L. (1982): "Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans", *Australian Journal of Management*, vol. 7, nº 2, diciembre, págs. 139-57.

Smith, C.W., Jr. y Watts, R.L. (1992): "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, nº 3, diciembre, págs. 263-292.

Song, J.H. (1983): "Diversifying acquisitions and financial relationships: Testing 1974-1976 behaviour", *Strategic Management Journal,* vol. 4, nº 2, abril-junio, págs. 97-108.

Song, M.H. y Walkling, R.A. (1993): "The impact of managerial ownership on acquisition attempts and target shareholder wealth", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 28, nº 4, diciembre, págs. 439-457.

Spence, A.M. (1973): "Job Market Signaling", Q*uarterly Journal of Economics*, vol. 87, nº 3, agosto, págs. 355-374.

Stano, M. (1976): "Monopoly power, ownership control, and corporate performance", *Bell Journal of Economics,* vol. 7, otoño, págs. 672-679.

Stapleton, R.C. (1975a): "The acquisition decision as a capital budgeting problem", *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 2, nº 2, verano, págs. 187-201.

Stapleton, R.C. (1975b): "Some aspects of the pure theory of corporate finance: bankruptcies and take-overs: comment", *Bell Journal of Economics and Management Science,* vol. 6, nº 2, otoño, págs. 708-710.

Stapleton, R.C. (1982): "Mergers, debt capacity and the valuation of loans", en Keenan, M. y White, L.J. (Comps.), *Mergers and acquisitions. Current problems in perspective,* Lexington Books, Lexington, Mass., págs. 9-28.

Stein, J.C. (1988): "Takeover threaths and managerial myopia", *Journal of Political Economy,* vol. 96, nº 1, febrero, págs. 61-80.

Stein, J.C. (1989): "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior", *Quarterly Journal of Economics,* vol. 104, nº 4, noviembre, págs. 655-669.

Steiner, P.O. (1975): *Mergers: Motives, effects, policies,* Michigan University Press, Ann Arbor.

Stevens, D.L. (1973): "Financial characteristics of merged firms: A multivariate analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* marzo, págs. 149-158.

Stewart, J.F.; Harris, R.S. y Carleton, W.T. (1984): "The role of market structure in merger behavior", *Journal of Industrial Economics,* vol. 32, nº 3, marzo, págs. 293-312.

Stigler, G.J. (1982): "The economists and the problem of monopoly", *American Economic Review*, vol. 72, nº 2, mayo, págs. 1-11.

Stiglitz, J.E. (1974): "Incentives and risk sharing in sharecropping", *Review of Economic Studies,* vol. 41, nº 2, abril, págs. 219-255.

Stiglitz, J. (1982): "Information and capital markets", en Boyer, K. y Sharpe, W. (Comps.), *Financial Economics*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., págs. 118-158.

Stiglitz, J.E. (1985): "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 17, nº 2, mayo, págs. 133-152.

Stillman, R. (1983): "Examining antitrust policy towards horizontal mergers", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, nº 1-4, págs. 225-240.

Stulz, R.M. (1988): "Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics,* vol. 20, págs. 25-54.

Stulz, R.M. (1990): "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics,* vol. 26, nº 1, julio, págs. 3-27.

Stulz, R.M.; Walkling, R.A. y Song, M.H. (1990): "The distribution of target ownership and the division of gains in sucessful takeovers", *Journal of Finance,* vol. 44, nº 3, julio, págs. 817-833.

Subramaniam, V. (1996): "Underinvestment, debt financing, and long-term supplier relation", *Journal of Law, Economics and Organization,* vol. 12, nº 2, octubre, págs. 461-479.

Sudarsanam, P.S. (1995): "The essence of mergers and acquisitions", Prentice Hall, London.

Sullivan, M.J. (1993): "The merger tax status decision", *Journal of Accounting, Auditing and Finance,* vol. 8, nº 1, invierno, págs. 77-90.

Sutton, C.J. (1983): *Economía y estrategias de la empresa,* Limusa, México.

Taggart, R.A. Jr. (1985): "Secular Patterns in the Financing of U.S. Corporations", en Friedman, B.M. (Comp.) *Corporate Capital Structures in the United States,* NBER, University of Chicago Press, Chicago y Londres, págs. 13-75.

Tàpies Lloret, J. (1995): "¿Qué es el MBO?, *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 8, noviembre-diciembre, págs. 16-18.

Tàpies Lloret, J. (1995): "Puerta abierta al MBO", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 8, noviembre-diciembre, págs. 26-45.

Tàpies Lloret, J. y Meseguer Velasco, M. (1995): "Inversiones en empresas no cotizadas en Europa", *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 8, noviembre-diciembre, págs. 19-23.

Taussig, R.A. y Hayes, S.L., III (1967a): "Are cash take-over bids unethical?", *Financial Analyst Journal,* vol. 23, nº 1, enero, págs. 107-111.

Taussig, R.A. y Hayes, S.L., III (1967b): "Cash takeovers and accounting valuation", *Accounting Review,* vol. 43, nº 1, enero, págs. 68-75.

Teece, D.J. (1981): "Internal organization and economic performance: An empirical analysis of the profitability of principal firms", *Journal of Industrial Economics*, vol. 30, nº 2, diciembre, págs. 173-199.

Teece, D.J. (1981): "The multinational enterprise: Market failure and market power considerations", *Sloan Management Review*, vol. 22, nº 3, primavera, págs. 3-17.

Teece, D.J. (1982): "Towards an economic theory of the multiproduct firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 3, nº 1, marzo, págs. 39-63.

Tehranian, H.; Travlos, N.G. y Waegelein, J.F. (1987a): "The effect of long-term performance plans on corporate sell-off-induced abnormal returns", *Journal of Finance,* vol. 42, nº 4, septiembre, págs. 933-942.

Tehranian, H.; Travlos, N.G. y Waegelein, J.F. (1987b): "Management compensation contracts and merger-inducend abnormal returns", *Journal of Accounting Research,* vol. 25, nº suplemento, págs. 51-76.

Tehranian, H. y Waegelein, J.F. (1985): "Market reaction to short term executive compensation plan adoption", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, nº abril, págs. 131-144.

The David Hume Institute (1991): "Corporate Takeovers and the public interest", Aberdee University Press, Farmes Hall, Aberdeen.

Theoodoossiou, P.; Kahya, E.; Saidi, R. y Philippatos, G. (1996): "Financial distress and corporate acquisitions: Futher empirical evidence", *Journal of Business Finance and Accounting,* vol. 23, nº 5-6, julio, págs. 699-719.

Tiebout, J.C. (1956): "A pure theory of local expenditures", *Journal of Political Economy*, vol. 64, págs. .

Titman, S. y Wessels, R. (1988): "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance,* vol. 43, nº 1, marzo, págs. 1-19.

Tobin, J. (1969): "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 1, nº 1, págs. 15-29.

Tosi, H.L. Jr. y Gómez-Mejía, L.R. (1989): "The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective", *Administrative Science Quarterly,* vol. 34, nº 2, junio, págs. 169-189.

Travlos, N.G. (1987): "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance,* vol. 42, nº 4, septiembre, págs. 943-963.

Travlos, N.G. y Papaioannou, G.J. (1991): Corporate acquisitions: Method of payment effects, capital structure effects, and bidding firms' stock returns", *Quarterly Journal of Business and economics*, vol. 30, nº 4, otoño, págs. 3-22.

Travlos, N.G. y Waegelein, J.F. (1992): "Executive compensation, method of payment and abnormal returns to budding firms at takeover announcements", *Managerial and Decision Economics,* vol. 13, págs. 493-501.

Treynor, J.L. y Black, F. (1973): "How to use security analysis to improve portfolio selection", *Journal of Business*, vol. 46, nº 1, enero, págs. 66-86.

Trigueiros, D. y Taffler, R. (1996): "Neural networks and empirical research in accounting", *Accounting and Business Research*, vol. 26, nº 4, págs. 347-355.

Tucker, M. (1991): "CEO remuneration and share ownership in acquired firms", *Mid-Atlantic Journal of Business,* vol. 27, nº 2, junio, págs. 149-152.

Udell, G.; Berger, A.N.; Saunders, A. y Scalise, J.M. (1998) "The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending", *II Foro de Finanzas de Segovia, Escuela de Finanzas Aplicadas, Analistas Financieros Internacionales*, Colegio Universitario de Segovia, 7 al 15 de julio, Segovia.

Ueda, M. (1997): "Expertise and finance: mergers motivated by technological change", *working paper*, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona, septiembre.

Utton, M.A. (1971): "The effect of mergers on concentration: U.K. manufacturing industry, 1954-1965", *Journal of Industrial Economics,* págs. 42-58.

Utton, M.A. (1974): "On measuring the effects of industrial mergers", *Scottish Journal of Political Economy,* vol. 21, nº 1, febrero, págs. 13-28.

Urquijo, J. L., Moreno-Luque, J.M. y Alonso, A. (Dtres.) (1992): "La lucha por el control de las grandes sociedades", Euroconsorcio Jurídico y Financiero y Ediciones Deusto, Bilbao.

Vallelado González, E. (1997): "Nuevos mercados financieros. Las opciones sobre el IBEX", Secretariado de Publicaciones de la Universidad de Valladolid, Valladolid.

Vance, J. O. (1969): "Is yor company a takeover target", *Harvard Business Review,* vol. 47, nº 3, mayo, págs. 93-102.

Varaiya, N.P. (1987): "Determinants of premiums in acquisition transactions", *Managerial and& Decision Economics*, vol. 8, nº 3, septiembre, págs. 175-184.

Varaiya, N.P. (1988): "The 'winner's curse' hypothesis and corporate takeovers", *Managerial and Decision Economics*, vol. 9, nº 3, septiembre, págs. 209-219.

Varaiya, N.P. y Ferris, K.R. (1987): "Overpaying in corporate takeovers: The winner's curse", *Financial Analysts Journal*, vol. 43, nº 3, mayo-junio, págs. 64-70.

Varaiya, N.P.; Kerin, R.A. y Weeks, D. (1987): "The relationship between growth, profitability, and firm value", *Strategic Management Journal*, vol. 8, nº 5, septiembre-octubre, págs. 487-497.

Vázquez Ordás, C.J. (1991a): *La eficiencia económica de las fusiones empresariales,* Tesis Doctoral no publicada, Universidad de Oviedo, Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Oviedo.

Vázquez Ordás, C.J. (1991b): "Argumentación teórica de las fusiones: una perspectiva integradora", *Ponencia presentada al V Congreso de AEDEM,* mimeo, La Coruña.

Vázquez Ordás, C.J. (1992a): "El poder de mercado en las fusiones empresariales", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* vol. 1, nº 2, agosto, págs. 125-134. Una versión previa de este artículo fue publicado con el título "Creación de valor en las fusiones empresariales a través de un mayor poder de mercado", *Documento de trabajo* nº 45/1992, Facultad de CC. EE. y Empresariales, Universidad de Oviedo, mimeo, Oviedo.

Vázquez Ordás, C.J. (1992b): "Creación de valor en las fusiones empresariales", *Economía Industrial,* noviembre, págs. 113-128. Una versión previa de este artículo fue publicado con el título "Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales", *Documento de trabajo* nº 44/1992, Facultad de CC. EE. y Empresariales, Universidad de Oviedo, mimeo, Oviedo.

Vázquez Ordás, C.J. (1992c): "Perfil característico de las empresas españolas objetivo de fusiones", *Investigaciones Económicas,* vol. 16, nº 3, septiembre, págs. 489-499.

Vega Fernández, J. (1998): "Un modelo para medir la creación de valor para el accionista", *Información Comercial Española Revista de Economía,* nº 769, marzo, págs. 49-56.

Verrecchia, R.E. (1986): "Managerial discretion in the choice among financial reporting alternatives", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, nº 3, octubre, págs. 175-195.

Wade, J.; O'Reilly, Ch.A. III y Chandratat, I. (1990): "Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence", *Administrative Science Quarterly*, vol. 35, nº 4, diciembre, págs. 587-603.

Walker, M.M. (1994): "Determinants of bondholder wealth following corporate takeovers (1980-1988)", *Quarterly Journal of Business and Economics,* vol. 33, nº 1, invierno, págs. 12-29.

Walkling, R.A. (1985): "Predicting tender offer success: A logistic analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 20, nº 4, diciembre, págs. 461-478.

Walkling, R.A. y Long, M.S. (1984): "Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance", *Rand Journal of Economics,* vol. 15, nº 1, primavera, págs. 54-68.

Wansley, J.W. y Lane, W.R. (1983): "A financial profile of merged firms", *Review of Business and Economic Research,* vol. 19, nº 1, otoño, págs. 87-98.

Wansley, J.W.; Lane, W.R. y Yang, H.C. (1983): "Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment", *Financial Management,* vol. 12, nº 3, págs. 16-22.

Wansley, J.W.; Lane, W.R. y Yang, H.C. (1987): "Gains to bidder firms in cash securities transactions", *Financial Review,* vol. 22, nº 4, noviembre, págs. 403-414.

Wansley, J.W.; Roenfeldt, R.L. y Cooley, P.L. (1983): "Abnormal returns from merger profiles", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 18, nº 2, junio, págs. 149-162.

Warner, J.B.; Watts, R.L. y Wruck, K.H. (1988): "Stock prices and top management changes", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nº 1 y 2, enero-marzo, págs. 461-492.

Watts, R.L. y Zimmerman, J.L. (1986): *Positive accounting theory,* Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Weisbach, M.S. (1988): "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nº 1 y 2, enero-marzo, págs. 431-460.

Wernerfelt, B. y Montgomery, C.A. (1988): "Tobin's q and the importance of focus in firm performance", *American Economic Review*, vol. 78, nº 1, marzo, págs. 246-250.

Weston, J.F. (1972): *Horizonte y metodología de las finanzas,* Herrero Hermanos, México.

Weston, J.F. (1990): "The rules for successful mergers", en Stern, J.M. y Chew, D.H. Jr. (Comps.), *The revolution in corporate finance,* págs. 387-390.

Weston, J.F. y Chung, K.S. (1990): "Takeovers and corporate restructuring: An overview", *Business Economics*, vol. 25, nº 2, abril, págs. 6-11.

Weston, J.F.; Chung, K.S. y Hoag, S.E. (1990): *Mergers, restructuring, and corporate control,* Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Weston, J.F. y Copeland, T.E. (1995): *Finanzas en Administración,* vol. II, McGraw-Hill, 9ª edición, Mexico.

Weston, J.F. y Mansinghka, S.K. (1971): "Test of the efficiency performance of conglomerate firms", *Journal of Finance,* vol. 26, septiembre, págs. 919-936.

Weston, J.F.; Smith, K.V. y Shrieves, R.E. (1972): "Conglomerate performance using the capital asset pricing model", *Review of Economics and Statistics,* vol. 54, nº 4, noviembre, págs. 357-363.

Wier, P. (1983): "The cost of antimerger lawsuits. Evidence from the stock market", *Journal of Financial Economics,* vol. 11, págs. 207-224.

Wildsmith, J.R. (1973): *Managerial theories of the firm,* Martin Robertson, Londres.

Williamson, O.E. (1963): "Managerial discretion and business behaviour", *American Economic Review,* vol. 53, diciembre, págs. 1032-1057.

Williamson, O.E. (1964): *The economics of discretionary behaviour. Managerial obtectives in a theory of the firm,* Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Williamson, O.E. (1965): "Un modelo de comportamiento racional de la administración de empresas", en Cyert, R. y March, J. (Comps.), *Teoría de las decisiones económicas de la empresa,* Herrero Hermanos, México.

Williamson, O.E. (1970): *Corporate control and business behaviour,* Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Williamson, O.E. (1975): *Market and hierarchies: Analysis and antitrust implications,* Free Press, New York.

Williamson, O.E. (1981a): "Contract analysis: the transaction cost approach", en Burrows, P. y Veljanovski, C.G. (Comps.), *The economic approach to law,* Butterworths, London, págs. 39-60.

Williamson, O.E. (1981b): "The modern corporation: Origins, evolution, attributes", *Journal of Empirical Finance,* vol. 19, nº 4, diciembre, págs. 1537-1568.

Williamson, O.E. (1983): "Organization form, residual claimants, and corporate control", *Journal of Law and Economics,* vol. 26, nº 2, junio, págs. 351-366.

Williamson, O.E. (1985a): *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, and relational contracting,* Mac Millan, New York.

Williamson, O.E. (1988): "Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance,* vol. 43, nº 3, julio, págs. 567-591.

Woolridge, J.R. y Snow, Ch.C. (1990): "Stock market reaction to strategic investment decisions", *Strategic Management Journal*, vol. 11, nº 5, septiembre, págs. 353-363.

Wruck, K.H. (1989): "Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings", *Journal of Financial Economics*, vol. 23, nº 1, junio, págs. 3-28.

Yamaguchi, K. (1991): "Event history analysis", *Sage University Papers on Applied Social Research Method Series,* vol. 28, Sage, Newbury Park, California.

Yarrow, G.K. (1985a): "Shareholder protection, compulsory acquisition and the efficiency of the takeover process", *Journal of Industrial Economics*, vol. 34, nº 1, septiembre, págs. 3-16.

Yarrow, G.K. (1985b): "Welfare losses in oligopoly and monopolistic competition", *Journal of Industrial Economics*, vol. 33, nº 4, junio, págs. 515-29.

Zanakis, S.H. y Zopunidis, C. (1997): "Prediction of Greek company takeovers via multivariate analysis of financial ratios", *Journal of the Operational Research Society,* vol. 48, nº 7, julio, págs. 678-687.

Zenger, T.R. (1992): "Why do employers only reward extreme performance? Examining the relationships among performance, pay, and turnover", *Administrative Science Quarterly,* vol. 37, nº 2, junio, págs. 198-219.

Zingales, L. (1992): "The Value of Corporate Control", Tesis Doctoral, Massachusetts Institute of Technology.

Zingales, L. (1994): "The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience", *Review of Financial Studies*, vol. 7, nº 1, primavera, págs. 125-148.

Zingales, L. (1995): "What determines the value of corporate votes?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, nº 4, noviembre, págs. 1047-1073.

Zoido, M. E. (1998): "Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas", *Tesina del Centro de Estudios Monetarios y Financieros* nº 9801, Madrid, enero.

ANEXOS

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

ANEXO I: FORMATOS DE CUENTAS DE RESULTADOS

FORMATO DE BALANCE DE SITUACIÓN INDIVIDUAL A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS INDIVIDUALES SUMINISTRADA POR LA CNMV*

ACTIVO	**PASIVO**
A) Accionistas por desembolsos no exigidos	A) Fondos propios[a]
B) Inmovilizado	
Gastos de establecimiento	B) Ingresos a distribuir en varios ejercicios
Inmovilizado inmaterial	
Inmovilizado material	C) Provisiones para riesgos y gastos
Inmovilizado financiero	
Acciones propias a largo plazo	D) Acreedores a largo plazo[b]
C) Gastos a distribuir en varios ejercicios	
D) Activo circulante	E) Acreedores a corto plazo[c]
Accionistas por desembolsos exigidos	
Existencias	
Deudores	
Inversiones financieras temporales	
Acciones propias a corto plazo	
Tesorería	
Ajustes por periodificación	
ACTIVO TOTAL	**PASIVO TOTAL**

FORMATO DE BALANCE DE SITUACIÓN INDIVIDUAL MODIFICADO A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS INDIVIDUALES SUMINISTRADA POR LA CNMV

ACTIVO	**PASIVO**
A) Accionistas por desembolsos no exigidos	A) Fondos propios corregidos[6]
B) Inmovilizado corregido[1]	
Inmovilizado inmaterial	C) Provisiones para riesgos y gastos
Inmovilizado material	
Inmovilizado financiero corregido[2]	D) Acreedores a largo plazo corregidos[7]
D) Activo circulante	
Existencias	E) Acreedores a corto plazo[c]
Deudores corregido[3]	
Inversiones financieras temporales corregidas[4]	
Tesorería	
Ajustes por periodificación	
ACTIVO TOTAL CORREGIDO[5]	**PASIVO TOTAL CORREGIDO[8]**

* La estructura se corresponde con la del "Registro de Balance de Situación Individual de otras Sociedades (General)", procedente de la publicación "Información de las sociedades cotizadas (2º semestre)" editada por la CNMV en soporte *diskette*. Todas las partidas son netas de amortizaciones y provisiones.

[a] Fondos propios= Capital suscrito + Reservas + Resultados de ejercicios anteriores + Resultado del periodo - Dividendos a cuenta distribuidos en el ejercicio.

[b] Acreedores a largo plazo = Empréstitos y deudas con entidades de crédito a largo plazo + Deudas con empresas del grupo y asociados a largo plazo + Otras deudas a largo plazo.

[c] Acreedores a corto plazo = Empréstitos y deudas con entidades de crédito a corto plazo + deudas con empresas del grupo y asociados a corto plazo + Otras deudas a corto plazo + Ajustes por periodificación.

[1] Inmovilizado - Gastos de establecimiento.

[2] Inmovilizado financiero + Acciones propias a largo plazo.

[3] Accionistas por desembolsos exigidos + Deudores.

[4] Inversiones financieras temporales + Acciones propias a corto plazo.

[5] Activo Total - Gastos de establecimiento - Gastos a distribuir en varios ejercicios.

[6] Fondos propios - Gastos de establecimiento + Ingresos a distribuir en varios ejercicios.

[7] Acreedores a largo plazo - Gastos a distribuir en varios ejercicios.

[8] Pasivo Total - Gastos de establecimiento - Gastos a distribuir en varios ejercicios.

FORMATO DE BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS SUMINISTRADA POR LA CNMV*

ACTIVO	**PASIVO**
A) Accionistas por desembolsos no exigidos	A) Fondos propios[a]
B) Inmovilizado	
Gastos de establecimiento	B) Socios externos (Intereses minoritarios)
Inmovilizado inmaterial	
Inmovilizado material	C) Diferencia negativa de consolidación
Inmovilizado financiero	
Acciones de la sociedad dominante a largo plazo	D) Ingresos a distribuir en varios ejercicios
C) Fondo de comercio de consolidación	
D) Gastos a distribuir en varios ejercicios	E) Provisiones para riesgos y gastos
E) Activo circulante	
Accionistas por desembolsos exigidos	F) Acreedores a largo plazo[b]
Existencias	
Deudores	G) Acreedores a corto plazo[c]
Inversiones financieras temporales	
Acciones de la sociedad dominante a corto plazo	
Tesorería	
Ajustes por periodificación	
ACTIVO TOTAL	**PASIVO TOTAL**

FORMATO DE BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO MODIFICADO A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS DE LA CNMV

ACTIVO	**PASIVO**
A) Accionistas por desembolsos no exigidos	A) Fondos propios corregidos[7]
B) Inmovilizado corregido[1]	
Inmovilizado inmaterial corregido[2]	E) Provisiones para riesgos y gastos corregidas[8]
Inmovilizado material	
Inmovilizado financiero corregido[3]	F) Acreedores a largo plazo corregidos[9]
E) Activo circulante	
Existencias	G) Acreedores a corto plazo[c]
Deudores corregidos[4]	
Inversiones financieras temporales Corregidas[5]	
Tesorería	
Ajustes por periodificación	
ACTIVO TOTAL CORREGIDO[6]	**PASIVO TOTAL CORREGIDO**[10]

* La estructura se corresponde con la del "Registro de Balance de Situación del Grupo Consolidado de otras Sociedades (General)", procedente de la publicación "Información de las sociedades cotizadas (2º semestre)" editada por la CNMV en soporte diskette. Todas las partidas son netas de amortizaciones y provisiones.

[a] Fondos propios = Capital suscrito + Reservas sociedad dominante + Reservans en sociedades consolidadas + Diferencias de conversión + Resultados atribuibles a la sociedad dominante - Dividendos a cuenta distribuidos en el ejercicio.
[b] Acreedores a largo plazo = Empréstitios y deudas con entidades de crédito a largo plazo + Otras deudas a largo plazo.
[c] Acreedores a corto plazo = Empréstitios y deudas con entidades de crédito a corto plazo + Otras deudas a corto plazo + ajustes por periodificacion.
[1] Inmovilizado - Gastos de establecimiento + Fondo de comercio de consolidación.
[2] Inmovilizado inmaterial + Fondo de comercio de consolidación.
[3] Inmovilizado financiero + Acciones de la sociedad dominante a largo plazo.
[4] Accionistas por desembolsos exigidos + Deudores.
[5] Inversiones financieras temporales + Acciones de la sociedad dominante a corto plazo.
[6] Activo Total - Gastos de establecimiento - Gastos a distribuir en varios ejercicios.
[7] Fondos propios - Gastos de establecimiento + Ingresos a distribuir en varios ejercicios.
[8] Provisiones para riesgos y gastos + Diferencia negativa de consolidación.
[9] Acreedores a largo plazo - Gastos a distribuir en varios ejercicios + Socios externos.
[10] Pasivo Total - Gastos de establecimiento - Gastos a distribuir en varios ejercicios.

FORMATO DE BALANCE DE SITUACIÓN SECTORIAL CONSOLIDADO A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DEL BALANCE AGREGADO DEL SECTOR SUMINISTRADA POR LA CNMV*

ACTIVO	**PASIVO**
B) Inmovilizado neto[a] Inmovilizado inmaterial Inmovilizado material Inmovilizado financiero C) Fondo de comercio de consolidación D) Gastos a distribuir en varios ejercicios E) Activo circulante Existencias Deudores Cuentas financieras[b]	A) Fondos propios[c] B) Socios externos (Intereses minoritarios) C) Diferencia negativa de consolidación D) Ingresos a distribuir en varios ejercicios E) Provisiones para riesgos y gastos F) Acreedores a largo plazo[d] G) Acreedores a corto plazo[e]
ACTIVO TOTAL	**PASIVO TOTAL**

FORMATO DE BALANCE DE SITUACIÓN SECTORIAL CONSOLIDADO MODIFICADO A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE RESULTADOS AGREGADOS DEL SECTOR DE LA CNMV

ACTIVO	**PASIVO**
B) Inmovilizado neto corregido[1 a] Inmovilizado inmaterial corregido[2] Inmovilizado material Inmovilizado financiero E) Activo circulante Existencias Deudores Cuentas financieras[b]	A) Fondos propios corregidos[4] E) Provisiones para riesgos y gastos corregidas[5] F) Acreedores a largo plazo corregidos[6] G) Acreedores a corto plazo[e]
ACTIVO TOTAL CORREGIDO[3]	**PASIVO TOTAL CORREGIDO**[7]

* La estructura se corresponde con los cuadros "Balance Agregado del Sector" procedente de la publicación "Información de sociedades cotizadas (2º Semestre)" editada por la CNMV. Todas las partidas son netas de amortizaciones y provisiones.

[a] Incluiría la partida de Accionistas por desembolsos no exigidos, que aparece en el Balance de Situación individual y en el Balance de Situación Consolidado.
[b] Incluiría la suma de las partidas Tesorería, Inversiones financieras temporales corregidas y Ajustes por periodificación, que aparecen en el Balance de Situación individual y en el Balance de Situación Consolidado.
[c] Fondos propios = Capital social + Reservas + Resultados del periodo - Dividendos a cuenta distribuidos en el ejercicio.
[d] Acreedores a largo plazo = Empréstitos y deudas con entidades de crédito a largo plazo + Otras deudas a largo plazo.
[e] Acreedores a corto plazo = Empréstitos y deudas con entidades de crédito a corto plazo + Otras deudas a corto plazo. Incluiría la partida Ajustes por periodificación.
[1] Inmovilizado - Gastos de establecimiento + Fondo de comercio de consolidación.
[2] Inmovilizado inmaterial + Fondo de comercio de consolidación.
[3] Activo Total - Gastos de establecimiento - Gastos a distribuir en varios ejercicios.
[4] Fondos propios - Gastos de establecimiento + Ingresos a distribuir en varios ejercicios.
[5] Provisiones para riesgos y gastos + Diferencia negativa de consolidación.
[6] Acreedores a largo plazo - Gastos a distribuir en varios ejercicios + Socios externos.
[7] Pasivo Total - Gastos de establecimiento - Gastos a distribuir en varios ejercicios.

FORMATO DE CUENTA DE RESULTADOS INDIVIDUAL A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS INDIVIDUALES SUMINISTRADA POR LA CNMV*

IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS
+ Otros ingresos +/- Variación de existencias de productos terminados y en curso
= VALOR TOTAL DE LA PRODUCCIÓN
- Compras netas +/- Variación de existencias de mercaderías, materias primas y otras materias consumibles - Gastos externos y de explotación
= VALOR AÑADIDO AJUSTADO
+/- Otros gastos e ingresos - Gastos de personal
= RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN
- Dotación a las amortizaciones del inmovilizado +/- Variación provisones de circulante
= RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN
+ Ingresos financieros - Gastos financieros +/- Intereses y diferencias de cambio capitalizados +/- Dotación a la amortización y provisiones financieras
= RESULTADO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS
+/- Resultados extraordinarios
= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS

* La estructura se corresponde con la del "Registro de Resultados Individuales de otras Sociedades (General)", procedente de la publicación "Información de las sociedades cotizadas (2º semestre)" editada por la CNMV en soporte diskette.

FORMATO DE CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADO A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS SUMINISTRADA POR LA CNMV*

IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS
+ Otros ingresos +/- Variación de existencias de productos terminados y en curso
= VALOR TOTAL DE LA PRODUCCIÓN
- Compras netas +/- Variación de existencias de mercaderías, materias primas y otras materias consumibles - Gastos externos y de explotación
= VALOR AÑADIDO AJUSTADO
+/- Otros gastos e ingresos - Gastos de personal
= RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN
- Dotación a las amortizaciones del inmovilizado +/- Variación provisiones de circulante
= RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN
+ Ingresos financieros - Gastos financieros +/- Intereses y diferencias de cambio capitalizados +/- Dotación a la amortización y provisiones financieras +/- Resultados de conversión +/- Participación en resultados sociedades puestas en equivalencia - Amortización del fondo de comercio de consolidación +/- Reversión diferencias negativas de consolidación
= RESULTADO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS
+/- Resultados extraordinarios
= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS
- Resultado atribuido a la minoría
= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS ATRIBUIDOS A LA SOCIEDAD DOMINANTE

* La estructura se corresponde con la del "Registro de Resultados del Grupo Consolidado de otras Sociedades (General)", procedente de la publicación "Información de las sociedades cotizadas (2º semestre)" editada por la CNMV en soporte diskette.

FORMATO DE CUENTA DE RESULTADOS SECTORIAL A PARTIR DE LA INFORMACIÓN DE LOS RESULTADOS AGREGADOS DEL SECTOR SUMINISTRADA POR LA CNMV*

IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS
+ Otros ingresos +/- Variación de existencias de productos terminados y en curso
= VALOR TOTAL DE LA PRODUCCIÓN
- Compras netas +/- Variación de existencias de mercaderías, materias primas y otras materias consumibles - Gastos externos y de explotación
= VALOR AÑADIDO AJUSTADO
+/- Otros gastos e ingresos - Gastos de personal
= RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN
- Dotación a las amortizaciones del inmovilizado +/- Variación provisiones de circulante
= RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN
+ Ingresos financieros - Gastos financieros +/- Intereses y diferencias de cambio capitalizados +/- Dotación a la amortización y provisiones financieras
= RESULTADO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS
+/- Resultados extraordinarios
= RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS

* La estructura se corresponde con los cuadros "Resultados Agregados del Sector" procedente de la publicación "Información de sociedades cotizadas (2º Semestre)" editada por la CNMV.

Aclaraciones:

* Ventas = Importe neto de la cifra de negocios

* Valor de mercado de las acciones = Se ha calculado mediante el producto del número de acciones en circulación a 31 de diciembre por el valor nominal de la acción y por la cotización, o bien por el número de acciones por el precio de cotización de la acción. Comúnmente se ha tomado como referencia para precios y cotizaciones el Mercado Continuo, y en su defecto la Bolsa de Madrid. En caso de existir más de un precio/cotización en los mercados, se ha tomado los anteriormente citados. Si existía más de una clase de acciones y se conocía el precio (o la cotización y el nominal) de cada clase se ha calculado la capitalización bursátil de cada título. En caso de existir más de un precio para el mismo título, se eligió el de cierre.

* Impuestos = Importe de la cifra consignada en los Estados Financieros de la CNMV (Información pública periódica- Registro de Resultados en soporte de disquete, para ejercicios posteriores a 1993) o en las Memorias de Auditorías de las Cuentas Anuales que la CNMV tiene disponible en CD-ROM.

* Deuda a largo plazo = Acreedores a largo plazo.

* Deuda a corto plazo = Acreedores a corto plazo.

* Pasivo Circulante = Acreedores a corto plazo.

* Beneficio antes de intereses e impuestos =Resultado antes de impuestos (o Resultado antes de impuestos atribuido a la sociedad dominante) + Gastos financieros.

* Beneficio después de intereses y antes de impuestos = Resultado antes de impuestos (o Resultado antes de impuestos atribuido a la sociedad dominante).

* Beneficio después de intereses e impuestos = Resultado antes de impuestos (o Resultado antes de impuestos atribuido a la sociedad dominante) - Impuestos.

* Dividendo bruto repartido = Dividendo que aparece en el Registro 100 de la CNMV o en el Informe Anual de la Bolsa de Madrid.

Inmovilizado Total = Inmovilizado Corregido + Accionistas por desembolsos no exigidos.

* Activo Fijo = Inmovilizado Corregido + Accionistas por desembolsos no exigidos.

* Fondo de Maniobra = Activo Circulante - Pasivo Circulante

* Cuentas Financieras = Inversiones Financieras Temporales Corregidas + Tesorería + Ajustes por periodificación.

* Intereses = Gastos Financieros.

* Capital Social = Capital Suscrito = Valor nominal de una acción por el número de accioones en circulación. Cuando existen varias clases de acciones de distinto nominal, se ha tenido en consideración.

ANEXO II: DICCIONARIO DE VARIABLES

GRUPO: Variables de Incentivo

Variable	Definición	Tipo	Valores	Signo
ALCVAD	ALFACVM / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		-
ALCVAT	ALFACVM / Activo total	R		-
ALCVFP	ALFACVM / Fondos propios corregidos	R		-
ALFAC	Porcentaje de acciones que controla el Consejo de Administración (Alfa Control)	R	0-100%	-
ALFACVM	Valor de mercado de las acciones que controla el Consejo de Administración (Alfa Control)	R		-
ALFAP	Porcentaje de acciones que posee el Consejo de Administración (Alfa Patrimonial)	R	0-100%	-
ALFAPVM	Valor de mercado de las acciones que posee el Consejo de Administración (Alfa Patrimonial)	R		-
ALPVAD	ALFAPVM / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		-
ALPVAT	ALFAPVM / Activo total	R		-
ALPVFP	ALFAPVM / Fondos propios corregidos	R		-
DALCAD	DIVALC / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		-
DALCAT	DIVALC / Activo total	R		-
DALCFP	DIVALC / Fondos propios corregidos	R		-
DALCVA	DIVALC / Valor de mercado de las acciones	R		-
DALPAD	DIVALP / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		-
DALPAT	DIVALP / Activo total			-
DALPFP	DIVALP / Fondos propios corregidos	R		-
DALPVA	DIVALP / Valor de mercado de las acciones	R		-
DIVALC	Dividendo correspondiente al Consejo por las acciones que controlan (Alfa Control)	R		-
DIVALCR	DIVALC / REM	R		-
DIVALP	Dividendo correspondiente al Consejo por la cartera de acciones que posee (Alfa Patrimonial)	R		-
DIVALPR	DIVALP / REM	R		-
MALFAC	Porcentaje medio de acciones que controla un miembro del Consejo (ALFAC / TAMCA)	R	0-100%	-
MALFAP	Porcentaje medio de acciones que posee un miembro del Consejo (ALFAP / TAMCA)	R	0-100%	-
MALFCV	Valor de mercado medio de las acciones de que controla (Alfa Control) un miembro del Consejo de Administración (ALFACVM / TAMCA)	R		-
MALFPV	Valor de mercado medio de las acciones que posee (Alfa Patrimonial) un miembro del Consejo	R		-
MDIVAC	Dividendo medio de un miembro del Consejo por las acciones que controla (Alfa Control)	R		-
MDIVAP	Dividendo medio de un miembro del Consejo por las acciones que posee (Alfa Patrimonial)	R		-
MRDAC	MREM + MDIVAC	R		-
MRDAP	MREM + MDIVAP	R		-
MRDVAC	MREM + MDIVAC + MALFCV	R		-
MRDVAP	MREM + MDIVAP + MALFPV	R		-
MREM	Remuneración media de un miembro del Consejo de Administración (REM / TAMCA)	R		¿+?
RALFACV	REM /ALFACVM	R		+
RALFAPV	REM /ALFAPVM	R		+
RDAC	REM + DIVALC	R		+/-
RDACADT	RDAC / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		-
RDACAT	RDAC / Activo total	R		-
RDACFP	RDAC / Fondos propios corregidos	R		-
RDACVA	RDAC / Valor de mercado de las acciones	R		-
RDAP	REM + DIVALP	R		+/-
RDAPADT	RDAP / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		-
RDAPAT	RDAP / Activo total	R		-
RDAPFP	RDAP / Fondos propios corregidos	R		-
RDAPVA	RDAP / Valor de mercado de las acciones	R		-
RDVAC	REM + DIVALC + ALFACVM	R		¿-?
RDVACAD	RDVAC / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		¿-?
RDVACAT	RDVAC / Activo total	R		¿-?
RDVACFP	RDVAC / Fondos propios corregidos	R		¿-?
RDVACVA	RDVAC / Valor de mercado de las acciones	R		¿-?
RDVAP	REM + DIVALP + ALFAPVM	R		¿+/-?
RDVAPAD	RDVAP / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		¿+/-?
RDVAPAT	RDVAP / Activo total	R		¿+/-?
RDVAPFP	RDVAP / Fondos propios corregidos	R		¿+/-?
RDVAPVA	RDVAP / Valor de mercado de las acciones	R		¿+/-?
REM	Remuneración del conjunto de miembros del Consejo de Administración	R		¿-?
REMAT	REM / Activo total	R		¿-?
REMFP	REM / Fondos propios corregidos	R		¿-?
REMVA	REM / Valor de mercado de las acciones	R		¿-?
REMVADT	REM / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		¿-?

La clave “Tipo” se corresponde con: N = Nominal; O = Ordinal; R= de Razón

GRUPO: Variables de Estructura de Propiedad

Variable	Definición	Tipo	Valores	Signo
C1	Porcentaje de acciones poseído por el mayor accionista	R	0-100%	-
C1PROP	Medida ordinal del porcentaje de acciones poseído por el mayor accionista	O	0 si C1 < 10% 1 si 10% £ C1 < 15% 2 si 15% £ C1 < 20% 3 si 20% £ C1 < 30% 4 si 30% £ C1 < 40% 5 si 40% £ C1 < 50% 6 si C1 ³ 50%	-
C2	Porcentaje de acciones poseído por los dos mayores accionistas	R	C1-100%	-
C2PROP	Medida ordinal del porcentaje de acciones poseído por los dos mayores accionistas	O	0 si C2 < 20% 1 si 20% £ C2 < 30% 2 si 30% £ C2 < 40% 3 si 40% £ C2 < 50% 4 si C2 ³ 50%	-
C5	Porcentaje de acciones poseído por los cinco mayores accionistas	R	C2-100%	-
C5PROP	Medida ordinal del porcentaje de acciones poseído por los cinco mayores accionistas	O	0 si C5 < 20% 1 si 20% £ C5 < 30% 2 si 30% £ C5 < 40% 3 si 40% £ C5 < 50% 4 si C5 ³ 50%	-
DOMINC1	Presencia de un accionista con control mayoritario	N	1/0 (C1³50%)	-
DOMINC2	Los dos mayores accionistas poseen conjuntamente un control mayoritario	N	1/0 (C2³50%)	-
DOMINC5	Los cinco mayores accionistas poseen conjuntamente un control mayoritario	N	1/0 (C5³50%)	-
EMPEXTC5	Presencia de una empresa extranjera entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-
ENTFINC5	Presencia de una entidad financiera entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-
ENTPUBC5	Presencia de una entidad pública entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-
GRAC10C1	El mayor accionista posee al menos el 10% de las acciones	N	1/0	-
GRAC15C1	El mayor accionista posee al menos el 15% de las acciones	N	1/0	-
GRAC20C1	El mayor accionista posee al menos el 20% de las acciones	N	1/0 (C1³20%)	-
GRAC20C2	Los dos mayores accionistas poseen conjuntamente al menos el 20% de las acciones	N	1/0 (C2³20%)	-
GRAC20C5	Los cinco mayores accionistas poseen conjuntamente al menos el 20% de las acciones	N	1/0 (C5³20%)	-
GRAC30C1	El mayor accionista posee al menos el 30% de las acciones	N	1/0 (C1³30%)	-
GRAC30C2	Los dos mayores accionistas poseen conjuntamente al menos el 30% de las acciones	N	1/0 (C2³30%)	-
GRAC30C5	Los cinco mayores accionistas poseen conjuntamente al menos el 30% de las acciones	N	1/0 (C5³30%)	-
GRAC40C1	El mayor accionista posee al menos el 40% de las acciones	N	1/0 (C1³40%)	-
GRAC40C2	Los dos mayores accionistas poseen al menos el 40% de las acciones	N	1/0 (C2³40%)	-
GRAC40C5	Los cinco mayores accionistas poseen al menos el 40% de las acciones	N	1/0 (C5³40%)	-
INVINSC5	Presencia de un inversor institucional entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-
NSUPEC5	Número total de supervisores entre los cinco mayores accionistas	R	0-5	-
SANOFIC5	Presencia de una sociedad anónima no financiera entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-
SUPEC51	Presencia de uno de los cinco supervisores entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-
SUPEC52	Presencia de dos de los cinco supervisores entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-
SUPEC53	Presencia de tres de los cinco supervisores entre los cinco mayores accionistas	N	1/0	-

GRUPO: Variables de Estructura del Endeudamiento - Apalancamiento Financiero

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
DLDLVA	Deuda a largo plazo corregida / (Deuda a largo plazo corregida + Valor de mercado de las acciones)	R		-
DLPAT	Deuda a largo plazo corregida / Activo total corregido	R		-
DLPFP	Deuda a largo plazo corregida / Fondos propios corregidos	R		-
DLPPAT	(Deuda a largo plazo + Provisiones para riesgos y gastos) / Activo total corregido	R		-
DTAT	(Deuda a corto plazo + Deuda a largo plazo corregida) / Activo total corregido	R		-
DTDTVA	(Deuda a corto plazo + Deuda a largo plazo corregida) / (Deuda a corto plazo + Deuda a largo plazo corregida + Valor de mercado de las acciones)	R		-
DTFP	(Deuda a corto plazo + Deuda a largo plazo corregida) / Fondos propios corregidos	R		-
DTPRAT	(Deuda a corto plazo + Deuda a largo plazo corregida + Provisiones para riesgos y gastos) / Activo total corregido	R		-
DTVMA	(Deuda a corto plazo + Deuda a largo plazo corregida) / Valor de mercado de las acciones	R		-
FPAT	Fondos propios corregidos / Activo total corregido	R		+

GRUPO: Variables de Estructura del Endeudamiento – Composición del Endeudamiento

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
BCDC	Deuda bancaria a corto plazo / Deuda a corto plazo	R		-
BLDL	Deuda bancaria a largo plazo / Deuda a largo plazo	R		-
BTDT	Deuda bancaria a corto y largo plazo / Deuda total	R		-
CCDC	Acreedores comerciales a corto plazo / Deuda a corto plazo	R		¿+?
CCDT	Acreedores comerciales a corto plazo / Deuda total	R		¿+?
CGCDC	(Acreedores comerciales a corto plazo + Deudas del grupo a corto plazo) / Deuda a corto plazo	R		¿+?
CGCDT	(Acreedores comerciales a corto plazo + Deudas del grupo a corto plazo) / Deuda total	R		¿+?
OBCDC	(Obligaciones y empréstitos a corto plazo + Deuda bancaria a corto plazo) / Deuda a corto plazo	R		-
OBGCDC	Obligaciones y empréstitos a corto plazo + Deuda bancaria a corto plazo + Deudas del grupo a corto plazo) / Deuda a corto plazo	R		-
OBGLDL	Obligaciones y empréstitos a largo plazo + Deuda bancaria a largo plazo + Deudas del grupo a largo plazo) / Deuda a largo plazo	R		-
OBGTDT	Obligaciones y empréstitos a corto y largo plazo + Deuda bancaria a corto y largo plazo + Deudas del grupo a corto y largo plazo) / Deuda total	R		-
OBLDL	Obligaciones y empréstitos a largo plazo + Deuda bancaria a largo plazo) / Deuda a largo plazo	R		-
OBTDT	Obligaciones y empréstitos a corto y largo plazo + Deuda bancaria a corto y largo plazo) / Deuda total	R		-
OCDC	Obligaciones y empréstitos a corto plazo / Deuda a corto plazo	R		-
OLDL	Obligaciones y empréstitos a largo plazo / Deuda a largo plazo	R		-
OTDT	Obligaciones y empréstitos a corto y largo plazo / Deuda total	R		-

GRUPO: Estructura de Gobierno

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
CA1	Porcentaje de acciones que posee el Consejero con mayor participación en la propiedad de la empresa	R	0-100%	-
CA1PROPC	Medida ordinal del porcentaje de acciones que controla el consejero con mayor participación en la propiedad	O	0 si es inferior al 5% 1 entre el 5% y el 10% 2 entre el 10% y el 20% 3 entre el 20% y el 30% 4 entre el 30% y el 40% 5 entre el 40% y el 50% 6 si es igual o mayor del 50%	-
CCESE1O	Número de ceses en el Consejo de Administración en el año anterior al de presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación	R		-
CCESE1T	Número de ceses en el Consejo de Administración en el año natural anterior al de presentación de la OPA	R		-
CESE1O	Ocurrencia de cese/s en el Consejo de Administración en el año anterior al de presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación	N	1/0	-
CESE1T	Ocurrencia de cese/s en el Consejo de Administración en el año natural anterior al de presentación de la OPA	N	1/0	-
CONTMCA	Control mayoritario por parte del Consejo de Administración	N	1/0 ALFA > 0'5	-
DOMINCA	El consejero con mayor participación ostenta el control mayoritario (igual o superior al 50% de las acciones)	N	1/0	-
EMPEXTCA	Presencia de una empresa extranjera como miembro del Consejo de Administración	N	1/0	-
ENTFINCA	Presencia de una entidad financiera como miembro del Consejo de Administración	N	1/0	-
ENTPUBCA	Presencia de una entidad pública como miembro del Consejo de Administración	N	1/0	-
GRAC05CA	El consejero con mayor participación controla más del 5% de las acciones	N	1/0	-
GRAC10CA	El consejero con mayor participación controla más del 10% de las acciones	N	1/0	-
GRAC20CA	El consejero con mayor participación controla más del 20% de las acciones	N	1/0	-
GRAC30CA	El consejero con mayor participación controla más del 30% de las acciones	N	1/0	-
GRAC40CA	El consejero con mayor participación controla más del 40% de las acciones	N	1/0	-
INVINSCA	Presencia de un inversor institucional como miembro del Consejo de Administración	N	1/0	-
MCESE1O	Proporción de administradores cesados en el año anterior al de presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación (CCESE1O / TAMCA)	R		-
MCESE1T	Proporción de administradores cesados en el año natural anterior al de presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación (CCESE1T / TAMCA)	R		-
NCONSC1	El mayor accionista es miembro del Consejo de Administración	N	1/0	-
NCONSC2	Número de Consejeros entre los dos mayores accionistas	R	NCONSC1-2 (0-2)	-
NCONSC5	Número de Consejeros entre los cinco mayores accionistas	R	NCONSC2-5 (0-5)	-
NSUPECA	Número total de supervisores entre los miembros del Consejo de Administración	R	0-5	-
PROPCCA	Medida ordinal del porcentaje de acciones que controla el Consejo de Administración	O	0 si ALFAC < 5% 1 si 5% £ ALFAC < 10% 2 si 10% £ ALFAC < 20% 3 si 20% £ ALFAC < 30% 4 si 30% £ ALFAC < 40% 5 si 40% £ ALFAC < 50% 6 si ALFAC > 50%	-
SANOFICA	Presencia de una sociedad anónima no financiera como miembro del Consejo de Administración	N	1/0	-
SUPECA1	Presencia de uno de los cinco supervisores entre los miembros del Consejo de Administración	N	1/0	-
SUPECA2	Presencia de dos de los cinco supervisores entre los miembros del Consejo de Administración	N	1/0	-
SUPECA3	Presencia de tres de los cinco supervisores entre los miembros del Consejo de Administración	N	1/0	-
TAMCA	Tamaño del Consejo de Administración (número de miembros)	R		+

GRUPO: Variables de Costes de Agencia

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
ACAT	Activo circulante / Activo total corregido	R		+
BAITINT	Beneficio antes de intereses e impuestos / Intereses	R		+
CASHFLOW	Beneficio después de intereses e impuestos + Dotación a las amortizaciones del inmovilizado + Variación provisiones de circulante + Dotación a la amortización y provisiones financieras	R		+
CFACCION	CASFLOW / Número de acciones	R		+
CFAT	CASHFLOW / Activo total	R		+
CFFP	CASHFLOW / Fondos propios corregidos	R		+
CFVMA	CASHFLOW / Valor de mercado de las acciones	R		+
CUFIAT	Cuentas financieras / Activo total	R		+
FCF1	Beneficio después de intereses e impuestos + Dotación a las amortizaciones del inmovilizado + Variación provisiones de circulante + Dotación a la amortización y provisiones financieras - Dividendo bruto repartido = CASHFLOW - Dividendo bruto repartido	R		+
FCF1AT	FCF1 / Activo total corregido	R		+
FCF1FP	FCF1 / Fondos propios corregidos	R		+
FCF2	Beneficio antes de intereses y después de impuestos + Dotación a las amortizaciones del inmovilizado + Variación provisiones de circulante + Dotación a la amortización y provisiones financieras - Dividendo bruto repartido = CASHFLOW + Intereses - Dividendo bruto repartido = FCF1 + Intereses	R		+
FCF2AT	FCF2 / Activo total corregido	R		+
FCF2FP	FCF2 / Fondos propios corregidos	R		+
FCF3	Beneficio antes de intereses e impuestos + Dotación a las Amortizaciones del Inmovilizado + Variación Provisiones de circulante + Dotación a la Amortización y Provisiones Financieras - Dividendo bruto repartido = CASHFLOW + Intereses + Impuestos - Dividendo bruto repartido = FCF2 + Impuestos	R		+
FCF3AT	FCF3 / Activo total corregido	R		+
FCF3FP	FCF3 / Fondos propios corregidos	R		+
FCF4	Beneficio después de intereses y antes de impuestos + Dotación a las Amortizaciones del Inmovilizado + Variación Provisiones de circulante + Dotación a la Amortización y Provisiones Financieras - Dividendo bruto repartido = CASHFLOW - Dividendo bruto repartido + Impuestos = FCF1 + Impuestos	R		+
FCF4AT	FCF4 / Activo total corregido	R		+
FCF4FP	FCF4 / Fondos propios corregidos	R		+
IDAT	(Intereses + DIV) / Activo total corregido	R		-
IDBAII	(Intereses + DIV) / Beneficio antes de intereses e impuestos	R		-
IDCF	(Intereses + DIV) / CASHFLOW	R		-
IDFP	(Intereses + DIV) / Fondos propios corregidos	R		-
IDIBAII	(Intereses + DIV + Impuestos) / Beneficio antes de intereses e impuestos	R		-
IFAT	Inmovilizado inmaterial / Activo total	R		+
IIAT	Inmovilizado financiero corregido / Activo total	R		+
INTAT	Intereses / Activo total	R		-
PAYOUT	DIV / Beneficio después de intereses e impuestos	R		-
RNDIV	Beneficio después de intereses e impuestos (Resultado Neto) - DIV	R		+
RNDIVAT	RNDIV / Activo total	R		+
RNDIVFP	RNDIV/ Fondos propios corregidos	R		+
TESAT	Tesorería / Activo total	R		+

Definición Tipo Valor Signo

GRUPO: Variables de Eficiencia Directiva.

Variable				
QADLP	(Valor de mercado de las acciones + Deuda a largo plazo corregida) / (Fondos propios corregidos + Deuda a largo plazo corregida)	R		-
QADT	(Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo coregida) / (Fondos propios corregidos + Deuda a corto y largo plazo corregida)	R		-
QADNC	(Valor de mercado de las acciones + Empréstitos y deudas con entidades de crédito a corto y largo plazo) / (Fondos propios corregidos + Empréstitos y deudas con entidades de crédito a corto y largo plazo)	R		-
QADNCG	(Valor de mercado de las acciones + Empréstitos y deudas con entidades de crédito a corto y largo plazo + Deudas con empresas del grupo y asociados a corto y largo plazo) / (Fondos propios corregidos + Empréstitos y deudas con entidades de crédito a corto y largo plazo + Deudas con empresas del grupo y asociados a corto y largo plazo)			-
RV	Valor de mercado de las acciones / Fondos propios corregidos	R		-

GRUPO: Variables de Rentabilidad del Accionista

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
BATA	Beneficio después de intereses y antes de impuestos por acción	R		-
BDTA	Beneficio después de intereses e impuestos por acción	R		-
DIV	Dividendo bruto repartido	R		-
DIVBAT	DIV / Activo total	R		-
DIVBCS	DIV / Capital social	R		-
DIVBFP	DIV / Fondos propios	R		-
DIVBVMA	DIV / Valor de mercado de las acciones	R		-
DIVCF	Dividendo bruto repartido / *Cashflow*	R		-
PERAT	Ratio Per 1 = Valor de mercado de las acciones / Beneficio después de intereses y antes de impuestos	R		-
PERDT	Ratio Per 2 = Valor de mercado de las acciones / Beneficio después de intereses e impuestos	R		-
ROE	Beneficio después de intereses e impuestos / Fondos propios corregidos	R		-
ROEAI	Beneficio después de intereses y antes de impuestos / Fondos propios corregidos	R		-
ROEAIVM	Beneficio después de intereses y antes de impuestos / Valor de mercado de las acciones	R		-
ROEVM	Beneficio después de intereses e impuestos / Valor de mercado de las acciones	R		-

GRUPO: Variables de Estructura de Resultados - Rentabilidad Económica

Variable	Definición	Tipo	Valores	Signo
RAIAT	Resultado antes de impuestos / Activo total	R		-
RAIIM	Resultado antes de impuestos / Inmovilizado material	R		-
RAIIT	Resultado antes de impuestos / Inmovilizado total	R		-
RAOAT	Resultado de actividades ordinarias / Activo total	R		-
RAOIM	Resultado de actividades ordinarias / Inmovilizado material	R		-
RAOIT	Resultado de actividades ordinarias / Inmovilizado total	R		-
RBREXAT	Resultado bruto de explotación / Activo total	R		-
RBREXIM	Resultado bruto de explotación / Inmovilizado material	R		-
RBREXIT	Resultado bruto de explotación / Inmovilizado total	R		-
RDIAT	Resultado después de impuestos / Activo total	R		-
RDIIM	Resultado después de impuestos / Inmovilizado material	R		-
RDIIT	Resultado después de impuestos / Inmovilizado total	R		-
REXAT	Resultados extraordinarios / Activo total	R		¿+/-?
REXIM	Resultados extraordinarios / Inmovilizado material	R		¿+/-?
REXIT	Resultados extraordinarios / Inmovilizado total	R		¿+/-?
RNEXAT	Resultado neto de explotación / Activo total	R		-
RNEXIM	Resultado neto de explotación / Inmovilizado material	R		-
RNEXIT	Resultado neto de explotación / Inmovilizado total	R		-
ROA	Beneficio antes de intereses e impuestos / Activo total corregido	R		-
ROAVM1	Beneficio antes de intereses e impuestos / (Activo total - Fondos propios + Valor de mercado de las acciones)	R		-
ROAVM2	Beneficio antes de intereses e impuestos / (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo corregida)	R		-
VAAAT	Valor añadido ajustado / Activo total	R		-
VAAIM	Valor añadido ajustado / Inmovilizado material	R		-
VAAIT	Valor añadido ajustado / Inmovilizado total	R		-

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

GRUPO: Variables de Estructura de Resultados - Margen sobre ventas o Eficiencia Económica

Variable	Definición	Tipo	Valores	Signo
BAITV	Beneficio antes de intereses e impuestos / C. neta de negocios	R		-
RAIV	Resultado antes de impuestos / Cifra neta de negocios	R		-
RAOV	Resultado de actividades ordinarias / Cifra neta de negocios	R		-
RBREXV	Resultado bruto de explotación / Cifra neta de negocios	R		-
RDIV	Resultado después de impuestos / Cifra neta de negocios	R		-
REXV	Resultados extraordinarios / Cifra neta de negocios	R		¿+/-?
RNEXV	Resultado neto de explotación / Cifra neta de negocios	R		-
VAAV	Valor añadido ajustado / Cifra neta de negocios	R		-

GRUPO: Variables de Estructura de Resultados - Eficiencia Productiva

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
AMORTV	Dotación amortizaciones inmovilizado / Importe neto de la cifra de negocios	R		¿+/-?
GAEV	Gastos de explotación bruto[1] / Importe neto de la cifra de negocios	R		¿+/-?
GPERV	Gastos de personal / Importe neto de la cifra de negocios	R		¿+/-?
GPRODV	Gastos de producción[2] / Importe neto de la cifra de negocios	R		¿+/-?
PROVCV	Variación de provisiones de circulante / Importe neto de la cifra de negocios	R		¿+/-?

[1] Gastos de Explotación Bruto = Gastos de Producción +/- Otros gastos e ingresos + Gastos de personal.

[2] Gastos de Producción = Compras netas +/- Variaciones de existencias de mercaderías, materias primas y otras materias consumibles + Gastos externos y de explotación.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

GRUPO: Variables Consecuencia de la OPA

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
CCESEO1	Número de ceses en el Consejo de Administración en el año posterior al de presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación	R		+
CCESEO6	Número de ceses en el Consejo de Administración durante los seis meses posteriores a la presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación	R		+
CESEO1	Ocurrencia de cese/s en el Consejo de Administración en el año posterior al de presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación	N	1/0	+
CESEO6	Ocurrencia de cese/s en el Consejo de Administración durante los seis meses posteriores presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación	N	1/0	+
MCESEO1	Proporción de administradores cesados en el año posterior al de presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación (CCESEO1 / TAMCA)	R		+
MCESEO6	Proporción de administradores cesados durante los seis meses posteriores a la presentación de la OPA, a contar desde la fecha de presentación (CCSEO6 / TAMCA)	R		+

GRUPO: Variables de Liquidez

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
ACAT	Activo circulante / Activo total corregido	R		¿+/-?
ACPC	Activo circulante / Pasivo circulante	R		¿+/-?
AFAC	(Activo fijo corregido + Accionistas desembolsos no exigidos) / Activo circulante	R		¿+?
CFBDIAT	*Cashflow* / Beneficio después de intereses y antes de impuestos	R		+
CUFIAT	Cuentas financieras / Activo total	R		+
CUFIPC	Cuentas financieras / Pasivo circulante	R		+
FMAT	Fondo de maniobra / Activo total	R		+
FMV	Fondo de maniobra / Ventas	R		+
FMVMA	Fondo de maniobra / Valor de mercado de las acciones	R		+
TESAT	Tesorería / Activo total	R		+

GRUPO: Variables Fiscales

Variable	Definición	Tipo	Valores	Signo
BDIAT	Beneficio antes de impuestos positivo	N	1/0	+
IMAT	Inmovilizado material /Activo total	R		+
IMDA	Inmovilizado material / Dotación a la amortización del inmovilizado	R		+
IMPAT	Impuestos pagados en el ejercicio / Activo total	R		+
IMPVTA	Impuestos pagados en el ejercicio / Ventas	R		+
ITAT	(Inmovilizado total corregido + Accionistas por desembolsos no exigidos) / Activo total	R		¿?
RAO	Resultado de las Actividades Ordinarias positivo	N	1/0	+

GRUPO: Variables de Tamaño

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Variable	Definición	Tipo	Valor	Signo
AT	Activo total	R		0
FP	Fondos propios corregidos	R		¿?
LAT	Logaritmo decimal de Activo total	R	>0	0
LFP	Logaritmo decimal de Fondos propios corregidos	R	>0	¿?
LVENTAS	Logaritmo decimal de las Ventas	R	>0	¿?
LVMA	Logaritmo decimal del Valor de mercado de las acciones	R	>0	¿?
LVMACDL	Logaritmo decimal (Valor de mercado de las acciones + Deuda a largo plazo corregida)	R	>0	¿?
LVMACDT	Logaritmo decimal (Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo corregida)	R	>0	¿?
PORAT	Proporción que representa el Activo total sobre el Activo total de su sector	R	0-1	¿?
PORFP	Proporción que representan los Fondos propios corregidos sobre los Fondos propios corregidos de su sector	R	0-1	¿?
PORVTA	Proporción que representan las Ventas sobre las Ventas de su sector	R	0-1	¿?
VENTAS	Ventas	R		¿?
VMA	Valor de mercado de las acciones	R		¿?
VMACDL	Valor de mercado de las acciones + Deuda a largo plazo corregida	R		¿?
VMACDT	Valor de mercado de las acciones + Deuda a corto y largo plazo corregida	R		¿?

ANEXO III: LAS FUENTES DE INFORMACIÓN

* Boletín de Cotización de la Bolsa de Madrid. Precio y número de acciones en circulación a 31 de diciembre de los años 1990 a 1994.

* Auditorías de Sociedades Emisoras en CD-ROM. Publicación de la CNMV para el período 1990-1994. Remuneración del Consejo de Administración, número de consejeros, importe de los impuestos de la sociedad en el ejercicio, estados financieros individuales o consolidados para algunas sociedades de las que no se disponía de información a través de la siguiente publicación.

* Información Sociedades Cotizadas (Semestral) en soporte disquete. Publicación de la CNMV para el período 1990-1994 (segundo semestre)[*]. Incluye los siguientes registros:

- Registro 100: Registro de datos comunes (Capital social, número de acciones, dividendo repartido, existencia o no de hechos significativos: fusiones, cambios en el Consejo de Administración, etc.)

- Registro 500: Registro de Balance de Situación Individual de otras Sociedades (General).

- Registro 510: Registro de Resultados Individual de otras Sociedades (General).

- Registro 520: Registro de Balance de Situación del Grupo Consolidado de otras Sociedades (General).

- Registro 530: Registro de Resultados del Grupo Consolidado de otras Sociedades (General).

- Registro 700: Registro de Texto del Anexo explicativo de hechos significativos. (Conocimiento de nombramientos y ceses en el Consejo de Administración).

* Fichero histórico de Consejeros de la CNMV. Participación accionarial (tanto directa como indirecta) del Consejo de Administración en la sociedad, número de miembros del Consejo, composición del consejo, fechas de nombramiento y cese de los consejeros.

* Fichero histórico de Participaciones Significativas de la CNMV. Participación accionarial en la propiedad de la empresa (tanto de forma directa como indirecta), condición de consejero, participación de los consejeros en la propiedad y en su caso fecha de cese como consejero, número de miembros del Consejo, composición, fechas de nombramiento o primera comunicación de participación significativa.

* Registro de Participaciones Significativas de la CNMV. Contiene una información similar a la del Fichero histórico de participaciones significativas y a la del Fichero Histórico de Consejeros, para las empresas que con posterioridad a la OPA todavía cotizan. Las que dejan de cotizar son dadas de baja de este fichero, por lo que se hace necesario recurrir a los ficheros históricos citados anteriormente.

* Registro de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones de la CNMV. Número de registro, fecha, entidades objetivo y oferente, capital social y número de acciones de la entidad objetivo, forma de contraprestación, valores a los que se dirige la oferta, valores suspendidos de cotización, finalidad de la OPA según la CNMV y observaciones.

* Registro de datos básicos de sociedades emisoras de la CNMV. Capital social, número de acciones, sector de bolsa y CNAE a la que ha sido la empresa asignada la empresa.

* Informe Anual de la CNMV, años 1989-1995. Información diversa acerca de las OPAs ocurridas durante el año, cambios legislativos y otros hechos destacables.

* Información de las Sociedades Cotizadas (semestral) en soporte papel de la CNMV, para el período 1990-1994 (segundo semestre)[*]. Datos del número de empresas por sector y de los Balances de Situación y Cuentas de Pérdidas y Ganancias Consolidados de cada Sector.

* Informe anual Bolsa de Madrid para el período 1990-1994. Dividendos repartidos por las sociedades cotizadas en dicho mercado.

* Expedientes de OPA registrados en la CNMV sometidos a la legislación analizada en este estudio (desde el número 41 en adelante). Participación accionarial previa de la sociedad oferente, así como en su caso de aquellas entidades que actúan de forma concertada con ella, motivo de la oferta, capital y número de títulos a los que se dirige la oferta.

* Diarios económicos Expansión, Cinco Días y la Gaceta de los Negocios, varios ejemplares a fin de año. Información para completar la base de datos acerca del dividendo repartido, número de acciones, cotización y capital social de las empresas no cotizadas ni en Madrid ni en el Mercado Continuo.

[*] A partir del primer semestre de 1994 se produjeron algunos cambios en los registros que contenían las publicaciones: Información Sociedades Cotizadas (Semestral) en soporte disquete e Información de las Sociedades Cotizadas (semestral) en soporte papel. Dichos cambios afectaban fundamentalmente al nivel de desagregación de la información del Balance de Situación y de la Cuenta de Resultados. En nuestro trabajo hemos procedido a reformar los datos de los estados financieros para 1994 (los correspondientes a las cuatro entidades de nuestra muestra del año 1995) para adaptarlos al formato que presentaban las mencionadas publicaciones hasta el segundo semestre de 1993.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

ANEXO IV: RESULTADOS DEL ANÁLISIS UNIVARIANTE Y OTRAS PRUEBAS

GRUPO: INCENTIVO

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
ALCVAD	0,1036 0,1042 0,1039 (=|=)	0,0507 0,0264 0,0443	0,1347 0,1488 0,1404 (H)	NO NO NO	0 0 0,000005	= = =	= =
ALCVAT	0,1332 0,1429 0,1381 (=|=)	0,0731 0,0291 0,0487	0,2123 0,2772 0,2443 (H)	NO NO NO	0 0 0,0004	= = =	= =
ALCVFP	0,2565 0,3350 0,2958 (=|=)	0,1211 0,0811 0,1202	0,3566 0,7952 0,6109 (H)	NO NO NO	0 0 0,0042	= = =	= =
ALCVVA	0,1872 0,2003 0,1938 (=|=)	0,0828 0,0655 0,0828	0,2102 0,2335 0,2199 (H)	NO NO NO	0 0 0,0009	= = =	= =
ALFAC	18,7187 20,0330 19,3758 (=|=)	8,2805 6,5490 8,2805	21,0234 23,3509 21,9900 (H)	NO NO NO	0 0 0,0009	= = =	= =
ALFACVM	2.151,066 3.619,25 2.885,09 (=|=)	1.037,844 479,4254 680,4379	3.383,012 10.445,95 1.622,867 (H)	NO NO NO	0 0 0,0092	= = =	= =
ALFAP	17,0622 19,0717 18,0670 (=|=)	8,1410 6,5490 8,1410	19,7712 22,8384 21,1558 (H)	NO NO NO	0 0 0,0023	= = =	= =
ALFAPVM	2.098,26 3.470,58 2.784,42 (=|=)	701,752 479,4254 512,9881	3.399,94 10.416,08 7.696, 16 (H)	NO NO NO	0 0 0,0081	= = =	= =
ALPVAD	0,0986 0,0978 0,0982 (=|=)	0,0422 0,0264 0,0377	0,0178 0,1427 0,1367 (H)	NO NO NO	0 0 0,00001	= = =	= =
ALPVAT	0,1279 0,1341 0,1310 (=|=)	0,0622 0,0289 0,0487	0,2117 0,2707 0,2404 (H)	NO NO NO	0 0 0,0002	= = =	= =
ALPVFP	0,2352 0,3209 0,2780 (=|=)	0,1082 0,0802 0,1073	0,3367 0,7920 0,6036 (H)	NO NO NO	0 0 0,0051	= = =	= =
ALPVVA	0,1706 0,1907 0,1807 (=|=)	0,0814 0,0655 0,1804	0,1977 0,2284 0,2116 (H)	NO NO NO	0 0 0,0023	= = =	= =
DALCAD	0,0031 0,0028 0,0030 (=|=)	0,0004 0,0003 0,0004	0,0050 0,0051 0,0050 (H)	NO NO NO	0 0 0,0005	= = ?	= =
DALCAT	0,0040 0,0045 0,0042 (=|=)	0,0002 0,0004 0,0002	0,0068 0,0124 0,0099 (H)	NO NO NO	0 0 0,0007	= = ?	= =
DALCFP	0,0075 0,0116 0,0095 (=|=)	0,0005 0,0008 0,0006	0,0115 0,0382 0,0280 (H)	NO NO NO	0 0 0,0054	= = ?	= =
DAL CVA	0,0059 0,0055 0,0057 (=|=)	0,0008 0,0006 0,0007	0,0087 0,0087 0,0086 (H)	NO NO NO	0 0 0,0004	= = ?	= =
DALPAD	0,0030 0,0028 0,0029 (=|=)	0,0004 0,0003 0,0004	0,0048 0,0051 0,0049 (H)	NO NO NO	0 0 0,0005	= = ?	= =
DALPAT	0,0039 0,0044 0,0041 (=|=)	0,0002 0,0003 0,0002	0,0067 0,0124 0,0099 (H)	NO NO NO	0 0 0,0007	= = ?	= =
DALPFP	0,0072 0,0114 0,0093 (=|=)	0,0005 0,0008 0,0006	0,0111 0,0383 0,0279 (H)	NO NO NO	0 0 0,0056	= = ?	= =
DALPVA	0,0056 0,0053 0,0055 (=|=)	0,0008 0,0006 0,0007	0,0083 0,0087 0,0084 (H)	NO NO NO	- (10,3%) 0 0,0002	= = ?	= =
DIVALC	69,8369 134,919 102,3744 (=|=)	10,0626 5,6165 6,9168	132,49 504,64 366,46 (H)	NO NO NO	0 0 0,0081	= = ?	= =
DIVALCR	1,12115 0,9403 1,0728 (=|=)	0,0490 0,0959 0,0506	2,7252 1,7356 2,2499 (H)	NO NO NO	0 0 0,0037	= = ?	= =
DIVALP	68,7643 132,8581 100,8107 (=|=)	10,0626 5,6165 6,9168	132,4265 504,9435 366,6092 (H)	NO NO NO	0 0 0,0078	= = ?	= =
DIVALPR	1,1598 0,8935 1,0236 (=|=)	0,0490 0,0929 0,0506	2,6250 1,7245 2,1878 (H)	NO NO NO	0 0 0,0038	= = ?	= =
MALFAC	2,4770 4,7811 3,6290 (=|=)	0,8895 0,9129 0,9129	3,3254 10,0993 8,1187 (H)	NO NO NO	0 0 0,0206	= = =	= =
MALFAP	2,1650 4,6661 3,4155 (=|=)	0,8895 0,9026 0,9026	2,7840 11,0048 8,0408 (H)	NO NO NO	0 0 0,0247	= = =	= =

GRUPO: INCENTIVO

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. 0. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
MALFCV	246,6468 560,0241 403,3355 (=|=)	90,8557 57,6117 77,1118	368,68 1.384,02 1.014,38 (NH 3,8%)	NO NO NO	0 0 0,0244	= =	= =	= =
MALFPV	238,2213 542,2814 390,2513 (=|=)	89,2363 56,7791 77,1118	370,37 1.382,22 192,89 (H 5,3%)	NO NO NO	0 0 0,0230	= =	= (5,4%) =	= =
MDIVAC	7,9817 20,0534 14,0175 (=|=)	0,7417 0,5340 0,5861	14,46 61,31 44,49 (H 5,6%)	NO NO NO	0 0 0,0188	= =	? =	= =
MDIVAP	7,8666 19,8044 13,8355 (=|=)	0,7248 0,5198 0,5720	14,41 61,37 44,51 (H 5,6%)	NO NO NO	0 0 0,0184	= =	? =	= =
MRDAC	17,0060 30,5313 23,7686 (=|=)	11,5592 13,5800 12,4500	15,8205 66,5120 48,3120 (H 8%)	NO NO NO	0 0 0,0200	= =	= =	= =
MRDAP	16,8909 30,2823 23,5866 (=|=)	11,5592 12,4406 11,8906	15,8005 66,5801 48,3452 (H 7,7%)	NO NO NO	0 0 0,0196	= =	= =	= =
MRDVAC	263,6538 590,5554 427,1041 (=|=)	93,4341 62,9166 82,0374	381,3 1.447,3 1.059,9 (NH 4%)	NO NO NO	0 0 0,0243	= =	= =	= =
MRDVAP	255,1121 572,5637 413,8379 (=|=)	91,7979 62,0698 82,0374	383,0915 1.445,856 1.058,565 (H 5,4%)	NO NO NO	0 0 0,0230	= =	= =	= =
MREM	9,0243 10,4779 9,7511 (=|=)	7,7594 6,0750 6,3667	9,6804 11,5404 10,5632 (H)	SÍ NO NO	0 0 0.0048	= =	= =	= =
RALFACV	3,6408 3,1697 3,4102 (=|=)	0,0397 0,0785 0,0530	12,4827 8,9655 10,7893 (H)	NO NO NO	0 0 0,0005	= =	= =	= =
RALFAPV	3,6454 3,1756 3,4155 (=|=)	0,0430 0,0785 0,0530	12,4814 8,9636 10,7877 (H)	NO NO NO	0 0 0,0005	= =	= =	= =
RDAC	138,6339 213,1778 175,9058 (=|=)	100,7965 98,7029 100,1588	138,2846 565,8570 409,2278 (H)	NO NO NO	0 0 0,0085	= =	= =	= =
RDACADT	0,0057 0,0074 0,0066 (=|=)	0,0034 0,0054 0,0042	0,0061 0,0075 0,0068 (H)	NO NO (4,3%) NO	0 0 0,0162	= =	= =	= =
RDACAT	0,0072 0,0086 0,0079 (=|=)	0,0038 0,0054 0,0040	0,0098 0,0139 0,0119 (H)	NO NO NO	0 0 0,0038	= =	= =	= =
RDACFP	0,0155 0,0213 0,0184 (=|=)	0,0070 0,110 0,0106	0,0172 0,0427 0,0324 (H)	NO NO NO	0 0 0,0082	= =	= =	= =
RDACVA	0,1938 0,2184 0,2061 (=|=)	0,0854 0,1023 0,0914	0,2118 0,2351 0,2217 (H)	NO NO NO	0 0 0,0031	= =	= =	= =
RDAP	137,5603 211,1239 174,3421 (=|=)	100,7965 93,8686 95,2163	138,2558 566,2320 409,4315 (H)	NO NO NO	0 0 0,0082	= =	= =	= =
RDAPADT	0,0056 0,0073 0,0065 (=|=)	0,0034 0,0048 0,0039	0,0060 0,0075 0,0068 (H)	NO NO NO	0 0 0,0163	= =	= =	= =
RDAPAT	0,0071 0,0085 0,0078 (=|=)	0,0038 0,0053 0,0040	0,0097 0,0139 0,0119 (H)	NO NO NO	0 0 0,0037	= =	= =	= =

GRUPO: INCENTIVO

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
RDAPFP	0,0152 0,0211 0,0182 (=|=)	0,0070 0,0106 0,0101	0,0169 0,0428 0,0323 (H)	NO NO NO	0 0 0,0085	= =	= =	= =
RDAPVA	0,0122 0,0234 0,0178 (=|=)	0,0073 0,0138 0,0088	0,0118 0,0414 0,0377 (H)	NO NO NO	0 0 0,0341	= =	= (5,4%) =	= =
RDVAC	2.289,69 3.832,30 3.061,00 (=|=)	1.116,756 543,7694 798,2494	3.506,182 10.998,78 8.113,145 (H)	NO NO NO	0 0 0,0092	= =	= =	= =
RDVACAD	0,1093 0,1117 0,1105 (=|=)	0,0524 0,0380 0,0462	0,1403 0,1524 0,1449 (H)	NO NO NO	0 0 0,0001	= =	= =	= =
RDVACAT	0,1404 0,1516 0,1460 (=|=)	0,0784 0,0361 0,0512	0,0453 0,2895 0,2552 (H)	NO NO NO	0 0 0,0005	= =	= (5,4%) =	= =
RDVACFP	0,2720 0,3563 0,3142 (=|=)	0,1317 0,1029 0,1313	0,3724 0,8358 0,6415 (H)	NO NO NO	0 0 0,0044	= =	= (9,4%) =	= =
RDVACVA	0,1996 0,2239 0,2118 (=|=)	0,0875 0,1043 0,0938	0,2183 0,2422 0,2284 (H)	NO NO NO	0 0 0,0029	= =	= =	= =
RDVAP	2.235,82 3.681,71 2.958,76 (=|=)	794,3010 543,7694 646,3515	3.523,904 10.971,58 8.094,309 (H)	NO NO NO	0 0 0,0081	= =	= (5,4%) =	= =
RDVAPAD	0,1042 0,1051 0,1047 (=|=)	0,0438 0,0380 0,0394	0,1391 0,1464 0,1412 (H)	NO NO NO	0 0 0,000009	= =	= =	= =
RDVAPAT	0,1350 0,1426 0,1388 (=|=)	0,0672 0,0361 0,0512	0,2212 0,2832 0,2514 (H)	NO NO NO	0 0 0,0002	= =	= =	= =
RDVAPFP	0,2504 0,3420 0,2962 (=|=)	0,1241 0,1029 0,1237	0,3515 0,8329 0,6341 (H)	NO NO NO	0 0 0,0053	= =	= =	= =
RDVAPVA	0,1828 0,2141 0,1985 (=|=)	0,0861 0,1031 0,0938	0,2050 0,2379 0,2203 (H)	NO NO NO	0 0 0,0052	= =	= =	= =
REM	68,7969 78,2658 73,5314 (=|=)	50,3500 47,0000 48,4000	60,1981 95,6490 79,2041 (H)	NO NO NO	+ (2,1%) 0 0,0036	= =	= =	= =
REMAT	0,0032 0,0042 0,0037 (=|=)	0,0022 0,0029 0,0026	0,0045 0,0043 0,0006 (H)	NO NO NO	+ (10,8%) 0 0,0115	= =	= =	= =
REMFP	0,0080 0,0097 0,0089 (=|=)	0,0043 0,0068 0,0049	0,0110 0,0102 0,0105 (H)	NO NO NO	0 0 0,0070	= =	= =	= =
REMVA	0,0066 0,0181 0,0123 (=|=)	0,0044 0,0061 0,0046	0,01 0,04 0,03 (NH 4,1%)	NO NO NO	0 0 0,0416	= =	= =	= (19,8%) =
REMVADT	0,0026 0,0046 0,0036 (=|=)	0,0022 0,0028 0,0023	0,002 0,006 0,004 (NH 3,3%)	NO NO NO	0 0 0,0430	= =	= =	= (14,5%) =

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

GRUPO: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13) McNemar (14)
C1	29,8476 45,9875 37,9176 (∏| ∏)	25,1000 50,6715 33,1350	17,1359 25,5290 23,0030 (NH)	SÍ SÍ NO	0 0 0,12567	∏ ∏	= =	∏ = (6%)
C1PROP	3,1667 4,4583 3,8125 (∏| ∏)	3 6 4	1,8572 1,9556 1,9963 (H)	SÍ NO NO	0 (5'8%) +(5%) 0,1069	∏ = (7%)	? ∏(4%)	∏ ∏
C2	42,28 53,11 47,7(=9%|=7%)	59,9950 40,2585 48,5415	19,8175 23,5840 22,2343 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0606	= (8%) =	= =	= (7%) =
C2PROP	2,5 3,0417 2,7708 (= | =)	2,5 4 3	1,446 1,3015 1,3875 (H)	SÍ NO NO	0 0 0,0389	= =	? =	= =
C5	54,6673 62,2511 58,4592 (= | =)	52,1850 66,1075 60,5345	22,6812 22,4101 22,6317 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0286	= =	= =	= =
C5PROP	3,0833 3,5 3,2917 (= | =)	4 4 4	1,3486 1,0632 1,2197 (H)	NO NO NO	0 0 0,0298	= =	? ?	= =
DOMINC1	0,1667 0,5417 0,3542 (∏| ∏)		0,8818 0,5090 0,4833 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,1536			∏
DOMINC2	0,3750 0,5833 0,479(=|=5,7%)		0,4945 0,5036 0,5049 (H)	NO NO NO	N.C. + (95%) 0,0435			=
DOMINC5	0,5833 0,7500 0,6667 (= | =)		0,50 0,44 0, 47 (NH2,6%)	NO NO NO	N.C. 0 0,0313			=
EMPEXTC5	0,4583 0,3750 0,4167 (= | =)		0,4945 0,5090 0,4981 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,00714			=
ENTFINC5	0,6250 0,5417 0,5833 (= | =)		0,4945 0,5090 0,4981 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,00714			=
ENTPUBC5	0,125 0 (0 casos) 0,062(=8%|=8%)		0,3377 N.C. (0) N.C.	NO N.C. N.C.	N.C. 0 0,0667			=
GRAC10C1	0,9167 0,9583 0,9375 (= | =)		0,2823 0,2041 0,2446 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0074			=
GRAC15C1	0,7917 0,8750 0,8333 (= | =)		0,4149 0,3378 0,0544 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0125			=
GRAC20C1	0,6250 0,8333 0,7292 (= | =10%)		0,4945 0,3806 0,4491 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,0549			=

GRUPO: - ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13) McNemar (14)
GRAC20C2	0,875 0,958 0,916 (= | =)		0,337 0,204 0,279 (NH 3,6%)	NO NO NO	N.C. 0 0,0227		=
GRAC20C5	0,916 0,958 0,937 (= | =)		0,2823 0,2041 0,2446 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0074		=
GRAC30C1	0,458 0,708 0,583 (= 8% | Π)		0,5090 0,4643 0,4981 (NH)	NO NO NO	N.C. + (5%) 0,0642		= (7%)
GRAC30C2	0,7500 0,8333 0,7917 (= | =)		0,4423 0,3807 0,4104 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0105		=
GRAC30C5	0,8333 0,9167 0,8750 (= | =)		0,3807 0,2823 0,3342 (H 8,3%)	NO NO NO	N.C. 0 0,0159		=
GRAC40C1	0,2083 0,5417 0,3750 (Π| Π)		0,4148 0,5090 0,4892 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,11854		'
GRAC40C2	0,5000 0,6667 0,5833 (= | =)		0,5108 0,4815 0,4982 (H 9,6%)	NO NO NO	N.C. 0 0,0286		=
GRAC40C5	0,7500 0,8750 0,8125 (= | =)		0,442 0,337 0,394 (NH 2,7%)	NO NO NO	N.C. 0 0,0256		=
INVINSC5	0,1250 0,1667 0,1458 (= | =)		0,3378 0,3807 0,3567 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0035		=
NCONSC1	0,2917 0,3750 0,3333 (= | =)		0,4643 0,4945 0,4764 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,0078		=
NCONSC2	0,7083 0,7500 0,7292 (= | =)		0,7506 0,7940 0,7646 (NH)	NO NO NO	0 0 0,000756	= ? = =	= =
NCONSC5	2,375 2,667 2,5208 (= | =)	2 2,5 2	1,5269 1,6330 1,5708 (H)	NO (4,2%) NO (4,3%) NO	0 0 0,00879	= ? = =	= =
NSUPEC5	1,9583 1,5417 1,7500 (= | =)	2 1 2	0,999 1,1412 1,0817 (H)	NO NO NO	0 0 0,03787	= ? = =	= =
SANOFIC5	0,6250 0,4583 0,5417 (= | =)		0,4945 0,5090 0,5035 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0280		=
SUPE C51	???? 0,8333 0,916 (Π8% | Π8%)		????? 0,3807 0,2793	???? NO NO	N.C. 0 0,0909		=
SUPEC52	0,583 0,458 0,520 (= | =)		0,5036 0,5090 0,5049 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0157		=
SUPEC53	0,291 0,166 0,229 (= | =)		0,464 0,380 0,424 (NH 4'3%)	NO NO NO	N.C. 0 0,0221		=

GRUPO: ESTRUCTURA DEL ENDEUDAMIENTO - APALANCAMIENTO FINANCIERO

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
DLDLVA	0,2063 0,2684 0,2374 (= | =)	0,0959 0,2105 0,1571	0,2366 0,2020 0.2200 (H)	NO SÍ NO	0 0 0,0203	= = = =	=
DLPAT	0,1218 0,1411 0,1314 (= | =)	0,0513 0,1228 0,1028	0,1338 0,1020 0,1183 (H)	NO SÍ NO	+0'1% 0 0,0068	= = = =	=
DLPFP	0,3728 0,3330 0,3529 (= | =)	0,1099 0,2293 0,2138	0,5743 0,2937 0,4517 (H)	NO NO NO	0 0 0,00198	= = = =	=
DLPPDCP	0,7779 0,7718 0,7749 (= | =)	0,6167 0,4385 0,5220	1,0969 1,2161 1,1456 (H)	NO NO NO	+0'1% 0 0,0000073	= = = =	=
DTAT	0,4412 0,5049 0,4730 (= | =)	0,4554 0,5341 0,4894	0,2293 0,16 0,1982 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0263	= = = =	=
DTDTVA	0,4387 0,5353 0,4870 (= | =)	0,4422 0,5625 0,5023	0,2769 0,2240 0,2539 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0369	= = = =	=
DTFP	1,2944 1,2874 1,2909 (= | =)	0,8529 1,1739 0,9807	1,3190 0,8319 1,0909 (H)	SÍ SÍ NO	+7'3% 0 0,00001	= = = =	=
DTPRAT	0,4710 0,5205 0,4958 (= | =)	0,4649 0,5449 0,5222	0,2177 0,1533 0,1881 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0177	= = = =	=
DTVMA	1,6295 1,8583 1,7439 (= | =)	0,7931 1,2860 1,0095	2,1443 1,7115 1,9227 (H)	NO NO NO	+8'5% 0 0,0036	= = = =	=
FPAT	0,5290 0,4795 0,5042 (= | =)	0,5351 0,4551 0,4778	0,2177 0,1533 0,1881 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0177	= = = =	=

GRUPO: ESTRUCTURA DEL ENDEUDAMIENTO COMPOSICIÓN DEL ENDEUDAMIENTO

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
BCDC	0'3277 03'299 032'58 (= | =)	0'3396 0'3764 0'3496	0'227 0'209 0'2160 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0'0001	= =	= =
BLDL	0'6686 0'6342 0'6510 (= | =)	0'7681 0'7248 0'7341	0'324 0'329 0'3232 (H)	SÍ SÍ NO	0 0 0'0029	= =	= =
BTDT	0'4008 0'4183 0'4096 (= | =)	0'3905 0'4321 0'4283	0'233 0'234 0'2311 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0'0015	= =	= =
CCDC	0'3910 0'3849 0'3880 (= | =)	0'3753 0'3429 0'3568	0'191 0'218 0'2030 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0'0002	= =	**∏[2'8%)** = =
CCDT	0'2979 0'2853 0'2916 (= | =)	0'2972 0'2463 0'2682	0'163 0'214 0'1881 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0'0011	= =	= = =(2'2%)
CGCDC	0'4031 0'4130 0'4081 (= | =)	0'3879 0'3779 0'3845	0'196 0'229 0'2110 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0'0006	= =	= =
CGCDT	0'3084 0'3074 0'3064 (= | =)	0'3030 0,2771 0,2993	0'170 0'221 0'1951 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0'0052[2]	= =	= = =(6'4%)
OBCDC	0'3284 0'3590 0'3437 (= | =)	0'3396 0'3919 0'3764	0'228 0'229 0'2264 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0'0046	= **∏[3%)**	= =
OBGCDC	0'3127 0'4150 0'3638 (**= 11 %| ∏2'5**)	0,3115 0,4657 0'4001	0'248 0'186 0'2231 (H7%)	SÍ SÍ SÍ	+ (4'1%) +(5%) 0'0537	**=(9%)** **∏[4'5%)**	= **∏[4'3%)** ∏(3'4%)
OBGLDL	0'5953 0'7673 0'6832 (**= 5'9%**)	0,5986 0.8382 0'7681	0'334 0'273 0'3132 (H)	SÍ NO NO	0 0 0'0077'	**=(6'7%)** =	**?** **=(10%)** = (9'4%)
OBGTDT	0'402 0'4980 0'4526 (= | = **6'8**)	0'4508 0'5726 0'4881	0'253 0'215 0'2367 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0'0375	**=(11'7%)** =	= = = =
OBLDL	0'6926 0'6597 0'6758 (= | = **9%**)	0'7955 0'7303 0'7538	0'318 0'310 0'3109 (H)	SÍ SÍ NO	+(5%) 0 0'0028	= =	= = = =
OBTDT	0'4093 0'4574 0'4333 (= | =)	0'4785 0'4904 0'4735	0'234 0'241 0'2364 (H)	SÍ SÍ SÍ	+(7%) +(5%) 0'0106	= =	= = = =
OCDC	0'0008 0'0351 0'0179 (= | =)	0'0000 0'0000 0'0000	0'0020 0'1120 0'0804 (NH)	NO NO NO	0 0 0'0466	= =	**=(0%)** = = (6'3%)
OLDL	0'0240 0'0256 0'0248 (= | =)	0'0000 0'0000 0'0000	0'0891 0'0960 0'0879 (H)	NO NO NO	0 0 0'0001	= =	**=(0%)** = = =
OTDT	0'0084 0'0391 0'0238 (= | =)	0'0000 0'0000 0'0000	0'027 0'1080 0'0791 (NH)	NO NO NO	0 0 0'0385	= =	**=(0%)** = = =

GRUPO: ESTRUCTURA DE GOBIERNO

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13) McNemar (14)
CA1	9,5633 16,0430 12,8032 (= | =)	4,4450 5,8415 4,4450	12,4107 21,0607 17,4113 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0354	= =	= (9%) =	= =
CA1PROPC	1,1250 1,7917 1,4583 (= | =)	0 0,5000 0	1,5126 2,3215 1,9674 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0293	= =	? =	= =
CCESE1O	0,9583 1,2500 1,1042 (= | =)	0,0000 0,5000 0	1,5737 1,5948 1,5743 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0088	= =	? =	= =
CCESE1T	0,9583 1,2083 1,0833 (= | =)	0 1 0	1,6011 1,4440 1,5135 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0070	= =	? =	= =
CESE1O	0,3750 0,5000 0,4375 (= | =)		0,4945 0,5108 0,5013 (NH)	N.C. NO NO	0 0 0,0159			=
CESE1T	0,4167 0,5417 0,4792 (= | =)		0,5036 0,5090 0,5049 (NH)	N.C. NO NO	0 0 0,0157			=
DOMINCA	0 0,1667 0,0833 (∏| ∏)		0,3807 0,2793 (NH)	N.C. NO NO	N.C. N.C. 0,0909			= (12%)
EMPEXTCA	0,2083 0,1667 0,1875 (= | =)		0,4149 0,3807 0,3944 (NH)	N.C. NO NO	0 0 0,0028			=
ENTFINCA	0,1250 0,0833 0,1042 (= | =)		0,3378 0,2823 0,3087 (NH)	N.C. NO NO	0 0 0,0047			=
ENTPUBCA	0,0417 N.C. 0,0208 (= | =)		0,2041 N.C. 0,1443 (H)	N.C. N.C. NO	N.C. N.C. 0,0213			=
GRAC05CA	0,4583 0,5000 0,4792 (= | =)		0,5090 0,5108 0,5049 (H)	N.C. NO NO	0 0 0,0017			=
GRAC10CA	0,3333 0,3750 0,3542 (= | =)		0,4815 0,4945 0,4833 (H)	N.C. NO NO	0 0 0,0019			=
GRAC20CA	0,2083 0,3333 0,2708 (= | =)		0,4149 0,4815 0,4491(H 5,9%)	N.C. NO NO	0 0 0,0198			=
GRAC3 0CA	0,0833 0,2500 0,1667 (∏12% | ∏10%)		0,2823 0,4423 0,3766 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,0500			=
GRAC40CA	0,0417 0,1667 0,1042 (∏6% | = 8%)		0,2041 0,3807 0,3087 (NH)	NO NO NO	N.C. + 0,0419			=
INVINSCA	0,0417 N.C. 0,0208 (= | =)		0,2041 N.C. 0,1443 (N.C.)	NO N.C. NO	N.C. N.C. 0,0213			=
MALFAC	2,4770 4,7811 3,6290 (= | =)	0,8895 0,9129 0,9129	3,3254 10,09939 8,1187 (H)	NO NO NO	0 0 0,0206	= =	= =	= =
MALFAP	2,1650 4,6661 3,4155 (= | =)	0,8895 0,9026 0,9026	2,7840 11,0048 8,0408 (H)	NO NO NO	0 0 0,0247	= =	= =	= =
MCESE1O	0,0966 0,1425 0,1196 (= | =)	0,0000 0,0250 0,0000	0,1637 0,2250 0,1960 (H)	NO NO NO	0 0 0,0140	= =	? =	= =
MCESE1T	0,1039 0,1408 0,1223 (= | =)	0,0000 0,0750 0,0000	0,1881 0,2058 0,1959 (H)	NO NO NO	0 0 0,0091	= =	? =	= =
NCONSC1	0,2917 0,3750 0,3333 (= | =)		0,4643 0,4945 0,4764 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,0078			=
NCONSC2	0,7083 0,7500 0,7292 (= | =)	1 1 1	0,7506 0,7940 0,7646 (NH)	NO NO NO	0 0 0,000756	= =	? =	= =
NCONSC5	2,375 2,667 2,5208 (= | =)	2 2,5 2	1,5269 1,6330 1,5708 (H)	NO (4%) NO (4%) NO	0 0 0,00879	= =	? =	= =
NSUPECA	0,7500 0,3750 0,5625 (∏14% | =)	0,0000 0,0000 0,0000	0,9891 0,7109 0,8729 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0471	= =	? =	= =
PROPCC A	2,0417 2,1667 2,1042 (= | =)	1,0000 0,5000 1,0000	2,2933 0,5166 2,3900 (H)	NO NO NO	0 0 0,0007	∏(17%) ? = =	= =	
ROPPC A	1,9167 2,0417 1,9792 (= | =)	1,0000 0,5000 1,0000	2,2051 2,4402 2,3016 (H)	NO NO NO	0 0 0,0008	= =	? =	= =
SANOFICA	0,3333 0,1250 0,2292 (= 9% | ∏13%)		0,4815 0,3378 0,4247 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,0614			=
SUPECA1	0,4167 0,2500 0,3333 (= | =)		0,5036 0,4423 0,4764 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,0313			=
SUPECA 2	0,2917 0,1250 0,2083(∏6%| =)		0,4643 0,3378 0,4104 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,0421			=
SUPECA3	0,0417 N.C.		0,2041 N.C.	NO N.C.	N.C. N.C.			=

	0,0208 (= | =)		0,1443	NO	0,0213			
TAMCA	8,8333	8,5	3,9083	SÍ	0	=	?	=
	8,4167	8	4,7266	SÍ	0	=	=	=
	8,6250 (= | =)	8	4,2956 (H)	SÍ	0,0024			

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

GRUPO: - COSTES DE AGENCIA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emp. Wilcoxon (12) Signos (13)
ACAT	0,555 0,472 0,513 (= | = 14%)	0,5031 0,4679 0,4679	0,1964 0,2245 0,2170 (H)	NO SÍ SÍ	0 0 0,0372	= =	= =	= =
BAITINT	0,0951 0,0731 0,0841 (= | =)	0,0917 0,0708 0,0769	0,0908 0,0615 0,0775 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0206	= = (13,9%)	= =	= (17%) = (15%)
CASHFLOW	2.223428 1.931,500 2.077,479 (= | =)	1.560,000 1.176,000 1.410,000	2.276,449 2.545,050 2.393,215 (H)	NO (3,1%) NO NO	+ (1%) 0 0,0038	= =	= (9,5%) =	= (17%) =
CFACCION	1.551,1 409,8 980,4 (= 18,6% |.=20%)	297,4098 340,4339 321,6094	4.152,1 386,6 2.973,6 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0376	= =	= =	= =
CFAT	0,0873 0,0685 0,0779 (=.|.=)	0,0880 0,0712 0,0731	0,0774 0,0629 0,0704 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0182	= =	= =	= =
CFFP	0,1382 0,1459 0,1420 (=.|.=)	0,1740 0,1364 0,1639	0,1949 0,1717 0,1818 (H)	NO SÍ NO (0,1%)	0 0 0,0005	= =	= =	= = (15%)
CFVMA	0,1976 0,1801 0,1889 (=.|.=)	0,1386 0,1395 0,1386	0,3737 0,3147 0,3419 (H)	NO NO NO	0 0 0,0007	= =	= =	= =
CUFIAT	0,1066 0,0815 0,0940 (=.|.=)	0.0792 0,0471 0,0710	0,1015 0,0889 0,0954 (H)	NO NO NO	0 0 0,0176	= = (13,9%)	= =	= =
FCF1	1.690,406 1.459,074 1.574.740 (=.|.=)	1.182,500 859,3840 1.017,500	1.887,9 2.080,5 1.968,8 (H)	NO NO NO	+ (1%) 0 0,0035	= =	= =	= =
FCF1AT	0,0704 0,0517 0,0610 (=.|.=)	0,0637 0,0519 0,0585	0,0758 0,0531 0,0654 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0209	= =	= =	= =
FCF1FP	0,1033 0,1036 0,1034 (=.|.=)	0,1432 0,0922 0,1283	0,1898 0,1344 0,1627 (H)	NO (2,1%) SÍ NO	0 0 0,0000008	= =	= =	= =
FCF2	3.200,280 2.851,372 3.025,826 (=.| =)	2.337,293 1.616,799 2.036,691	2.669,0 3.466,3 3.065,4 (H)	SÍ NO NO	+ (1%) + (1%) 0,0033	= =	¹ (2,9%) =	= =
FCF2AT	0,1281 0,1055 0,1168 (= | =)	0,1385 0,1039 0,1201	0,0965 0,0678 0,0833 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0187	= =	= =	= (18%) =
FCF2FP	0,2229 0,2320 0,2274 (= | =)	0,2578 0,1952 0,2180	0,2460 0,1944 0,2194 (H)	NO (1,3%) SÍ NO (2%)	0 0 0,0004	= =	= =	= = (15%)
FCF3	3.062,865 2.697,532 2.880,198 (= | =)	2.637,500 1.477,384 1.988,000	2.435,6 3.202,9 2.820,8 (H)	SÍ NO NO	+ (1%) + (1%) 0,0043	= (18,7%) =	= =	= =

GRUPO: COSTES DE AGENCIA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
FCF3AT	0,1220 0,1021 0,1121 (= | =)	0,1283 0,0940 0,1056	0,0916 0,0565 0,0760 (H 7%)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0174	= =	= =	= =
FCF3FP	0,2210 0,2245 0,2228 (= | =)	0,2430 0,1820 0,2200	0,2457 0,1514 0,2019 (H)	NO (0,7%) NO (2,6%) NO (1,4%)	0 0 0,0001	= =	= =	= =
FCF4	1.932,573 1.787,407 1.859,990 (= | =)	1.338,500 945,5000 1.190,000	2.236,7 2.512,7 2.354,4 (H)	NO (3,5%) NO NO	0 (9,3%) 0 0,0010	= =	¹ (0,6%) =	= =
FCF4AT	0,0869 0,0614 0,0741 (= | =)	0,0818 0,0671 0,0724	0,097 0,060 0,081 (H 5,3%)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0250	= =	= =	= = (15%)
FCF4FP	0,1267 0,1248 0,1258 (= | =)	0,1622 0,1189 0,1410	0,2438 0,1580 0,2032 (H)	SÍ SÍ NO (0,1%)	0 0 0,00002	= =	¹ (2,9%) =	= =
IDAT	0,0535 0,0583 0,0559 (= | =)	0,0453 0,0591 0,0499	0,0241 0,0273 0,0256 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0091	= =	= =	= =
IDBAII	0,4490 0,8154 0,6322 (= | =)	0,5785 0,5844 0,5844	1,5834 2,9641 2,3581 (H)	NO NO NO	0 0 0,0062	= =	= =	= =
IDCF	1,5361 0,7767 1,1564 (= | =)	0,7246 0,6568 0,6899	2,8476 0,9861 2,1427 (H 6%)	NO NO (2,4%) NO	0 0 0,0321	= =	= =	= =
IDFP	0,1292 0,1420 0,1356 (= | =)	0,1190 0,1328 0,1278	0,0888 0,0880 0,0877 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0055	= =	= =	= =
IDIBAII	0,6410 0,8367 0,7388 (= | =)	0,7391 0,7519 0,7391	1,2706 2,8212 0,8159 (H)	NO NO NO	0 0 0,0021	= =	= (5,4%) =	= =
IFAT	0,09 0,05 0,07(=14%|=11%)	0,0530 0,0309 0,0496	0,1209 0,0608 0,0969 (H 9%)	NO NO NO	0 0 0,0463	= =	= =	= (17%) =
IIAT	0,0361 0,0476 0,0419 (= | =)	0,0136 0,0237 0,0173	0,0466 0,0685 0,0583 (H)	NO NO NO	+ (1%) 0 0,0099	= =	= =	= =
INTAT	0,0951 0,0731 0,0841 (= | =)	0,0917 0,0708 0,0769	0,0908 0,0615 0,0775 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0206	= = (13,9%)	= =	= (17%) = (15%)
PAYOUT	0,2146 -0,2139 0,0004 (= | =)	0,2956 0,2162 0,2626	5,6985 2,3246 4,3108 (H)	NO NO NO	0 0 0,0025	= =	? =	= =
RNDIV	461,8229 318,8237 390,3233 (= | =)	432,500 199,500 288,9101	371,4329 1.279,074 1.571,938 (H)	NO NO NO	0 0 0,0021	= =	= =	= =
RNDIVAT	0,0262 0,0059 0,0160 (= | =)	0,0142 0,0136 0,0142	0,0768 0,0516 0,0655 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0245	= =	= =	= =
RNDIVFP	0,0078 -0.0041 0,0018 (= | =)	0,0508 0,0273 0,0385	0,2423 0,1354 0,1943 (H)	NO (0,1%) SÍ NO (0,1%)	0 0 0,0010	= =	= =	= =
TESAT	0,0440 0,0264 0,0352 (= | =)	0,0168 0,0117 0,0144	0,1015 0,0888 0,0954 (H)	NO NO NO	0 0 0,0176	= =	= =	= =

GRUPO: - EFICIENCIA DIRECTIVA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
QAD LP	1,3526 1,2687 1,3106 (=|=)	1,1133 0,9361 0,9944	0,7656 1,3956 1,144 (H)	SÍ NO NO	0 0 0,00144	= =	= =	= =
QADT	1,2400 1,0797 1,1598 (=|=)	1,0733 0,9670 0,9974	0,5389 0,5129 0,5267 (H)	SÍ NO NO	0 0 0,0236	= =	= =	= =
QADNC	2,0932 1,9546 2,0239 (=|=)	1,9084 1,7534 1,8194	1,0321 1,2095 1,1145 (H)	SÍ NO NO	0 + (5%) 0'0039	= =	**= (9'5%)** =	= =
QADNCG	2,0850 1,9492 2,0171 (=|=)	1,9015 1,7450 1,8041	1,0187 1,2049 1,1059 (H)	SÍ NO NO	0 + (5%) 0'0039	= =	= =	= =
RV	1,4106 1,2561 1,3333 (=|=)	1,3179 0,9195 0,9919	0,9173 1,4696 1,2144 (H)	SÍ NO NO	0 0 0,0041	= =	= =	= =

GRUPO RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
BAT A	1.301,167 224,8945 763,0308 (=|=)	134,1879 193,5609 155,6191	4.369,36 402,56 3.117,30 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0304	= =	= =	= =
BDTA	934,9284 173,4035 554,1660 (=|=)	94,5459 162,8922 121,7198	3.107,38 317,346 2.218,68 (NH)	NO NO NO	0 0 0,0301	= =	= =	= =
DIV	533,0521 472,4263 502,7392 (=|=)	216,500 159,000 176,000	699,1904 998,1660 853,0766 (H)	NO NO NO	0 0 0,0013	= =	? =	= =
DIVBAT	0,0181 0,0175 0,0178 (=|=)	0,0155 0,0133 0,0142	0,0175 0,0254 0,0216 (H)	SÍ NO NO	0 0 0,0002	= =	? =	= =
DIVBCS	0,1162 0,1214 0,1188 (=|=)	0,0978 0,0884 0,0962	0,1158 0,1516 0,1334 (H)	NO (4%) NO (4%) NO	0 0 0,0004	= =	? =	= =
DIVBFP	0,0349 0,0423 0,0386 (=|=)	0,0385 0,0262 0,0271	0,0301 0,0746 0,0564 (H)	NO NO NO	0 0 0,0045	= =	? =	= =
DIVBVMA	0,0333 0,0402 0,0368 (=|=)	0,0294 0,0233 0,0257	0,0339 0,0470 0,0407 (H)	SÍ (5,7%) NO NO	0 0 0,0074	= =	? =	= =
DIVCF	0,4021 0,2113 0,3067 (=|=)	0.2188 0,1547 0,2080	1,0294 0,1905 0,7386 (H)	NO SÍ NO	0 0 0,0170	= =	? =	= =
PERAT	7,8978 -4,5852 1,6563 (=|=)	7,7337 6,1323 7,4605	85,5737 46,4433 68,4021 (H)	NO NO NO	0 0 0,0085	= =	= =	= =
PERDT	7,7934 -2,8117 2,4908 (=|=)	12,1893 7,3079 9,4633	142,9280 47,3239 105,4588 (H)	NO NO NO	0 0 0,00258	= =	= =	= '
ROE	0,0427 0,0382 0,0405 (=|=)	0,0737 0,0531 0,0596	0,2467 0,1685 0,2090 (H)	NO SÍ NO	0 0 0,00011	= =	= =	= =
ROEAI	0,0661 0,0595 0,0628 (=|=)	0,1055 0,0658 0,0787	0,2984 0,2044 0,2531 (H)	NO SÍ NO	0 0 0,00017	= =	= =	= =
ROEAIVM	0,1374 0,0421 0,0897 (=|=)	0,0901 0,0774 0,0849	0,4265 0,3143 0,3737 (H)	NO NO NO	0 0 0,0165	= =	= =	= =
ROEVM	0,1015 0,0184 0,0600 (=|=)	0,0713 0,0553 0,0597	0,3132 0,2659 0,2905 (H)	NO NO NO	0 0 0,0209	= =	= =	= =

GRUPO: RENTABILIDAD ECONÓMICA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) KS (9)	 WW (10) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
RAIAT	0,0615 0,0332 0,0473 **(=|=)**	0,0372 0,0417 0,0398	0,0985 0,0741 0,0877 (H)	S S S	0 0 0,0266	= =	= =	= =
RAIIM	0,4508 0,1450 0,2979 **(=|=)**	0,1946 0,0797 0,1202	0,9121 0,8860 0,9028 (H)	N N N	0 0 0,0292	= =	= =	= =
RAIIT	0,2207 0,1196 0,1702 **(=|=)**	0,0822 0,0717 0,0821	0,4065 0,2753 0,3472 (H)	N N N	0 0 0,0216	= =	= =	= =
RAOAT	0'0625 0'0325 0'0475 **(=|=)**	0'0424 0'0234 0'0287	0'0922 0'0699 0'0824(H)	S S S	0 0 0'0340	**=(13'7%)** =	**= (9'5%)** =	= =
RAOIM	0'4712 0'1540 0'3126 **(=|=)**	0'1890 0'0565 0'1127	1'0326 0'9075 0'9749 (H)	N N N	0 0 0'0270	**∏(2'6%)** **=(6'8%)**	= **∏(4'3%)**	= =
RAOIT	0'2321 0'1202 0'1761 **(=|=)**	0'0940 0'0448 0'0753	0'4515 0'2802 0'3760 (H)	N N N	0 0 0'0226	**=(10%)** =	= =	= =
RBREXAT	0'1197 0'1009 0'1103 **(=|=)**	0'1120 0'0986 0'1026	0'0895 0'0581 0'0753 (H)	S S S	0 0 0'0159	= =	**= (9'5%)** =	= =
RBREXIM	0'7458 0'4920 0'6189 **(=|=)**	0'5220 0'2434 0'2849	1'2942 0'8512 1'0912 (H)	N N N	0 0 0'0138	**∏(3'2%)** **= (6'8%)**	= =	= =
RBREXIT	0'4200 0'2888 0'3544 **(=|=)**	0'2491 0'1935 0'2082	0'5681 0'3686 0'4783 (H)	N N N	0 0 0'0192	= =	**= (5'4%)** =	= =
RDIAT	0,0450 0,0234 0,0342 **(=|=)**	0,0239 0,0316 0,0260	0,0774 0,0624 0,0700 (H)	S S S	0 0 0,0240	= =	= =	= =
RDIIM	0,3816 0,0652 0,2234 **(=|=)**	0,1273 0,0643 0,0815	0,8784 0,7517 0,8244 (H)	N N N	0 0 0,0376	= =	= =	= =
RDIIT	0,1786 0,0852 0,1319 **(=|=)**	0,0714 0,0587 0,0599	0,3740 0,2049 0,3020 (H)	N N N	0 0 0,00244	= =	= =	= =
REXAT	-0'0020 0'0006 -0'0007 **(=|=)**	0'0025 0'0005 0'0013	0'0318 0'0187 0'0258 (H)	N (4'4%) S N	0 0 0'0025	= =	**= (5'4%)** =	= =
REXIM	-0'0180 -0'0082 -0'0131 **(=|=)**	0'0088 0'0043 0'0081	0'1847 0'0666 0'1375 (H7%)	N N N	0 0 0'0013	= =	= =	= =
REXIT	-0'0110 -0'0003 -0'0056 **(=|=)**	0'0074 0'0033 0'0059	0'0918 0'0425 0'0710 (H)	N N N	0 0 0'0057	= =	= =	= =
RNEXAT	0'0805 0'0576 0'0690 **(=|=)**	0'0684 0'0588 0'0607	0'0832 0'0473 0'0680 (NH)	S S N (3'2%)	0 0 0'0290	= =	= =	= =
RNEXIM	0'5793 0'3240 0'4517 **(=|=)**	0'3291 0'1030 0'1695	1'2303 0'6756 0'9903 (H)	N N N	0 0 0'0170	**∏(0'8%)** **∏(3'1%)**	= **∏(4'3%)**	**= (8'6%)** **= (6'4%)**
RNEXIT	0'3146 0'1830 0'2488 **(=|=)**	0'1657 0'0830 0'1175	0'2392 0'2991 0'4316 (H)	N N N	0 0 0'0237	**∏(4'5%)** **∏(3'1%)**	= **∏(4'3%)**	**= (9'7%)** **= (6'4%)**
ROA	0,0966 0,0739 0,0853 **(=|=)**	0,0922 0,0737 0,0792	0,0922 0,0616 0,0787 (H)	S S S	0 0 0,0213	= =	= =	= =
ROAVM1	0,0952 0,0695 0,0824 **(=|=)**	0,0756 0,0702 0,0740	0,1241 0,0571 0,0964 (H)	N S N	0 0 0,0181	= =	= =	= =
ROAVM2	0,0969 0,0706 0,0838 **(=|=)**	0,0763 0,0709 0,0749	0,1250 0,0574 0,0971 (H)	N S N	0 0 0,0187	= =	= =	= =
VAAAT	0'2854 0'2808 0'2831 **(=|=)**	0'2717 0'2553 0'2693	0'1765 0'1648 0'1689 (H)	S S S	+ (1'5%) + (5%) 0'0002	= =	= =	= =
VAAIM	1'6546 1'3496 1'5021 **(=|=)**	0'9781 0'7781 0'8180	1'9618 2'1844 2'0597 (H)	N N N	0 0 0'0056	= =	= =	**=(11%)** **∏(2'2%)**
VAAIT	1'0135 0'8325 0'9230 **(=|=)**	0'6108 0'5811 0'5879	1'1838 0'9074 1'0474 (H)	N N N	+ (1'4%) +(1%) 0'0076	= =	= =	= =

GRUPO: MARGEN SOBRE VENTAS O EFICIENCIA ECONÓMICA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)		P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
BAIT V	0,1727 0,2096 0,1912 (=|=)	0,1180 0,1079 0,1163	0,1884 0,2493 0,2195 (H)	S N N	0 0 0,0072	= =	= =	= =
RAIV	0'1051 0'1205 0'1128 (=|=)	0'0488 0'0612 0'0534	0'1738 0'2392 0'2070 (H)	N N N	0 0 0'0014	= =	= =	= =
RAOV	0'1081 0'1023 0'1052 (=|=)	0'0890 0'0394 0'0533	0'1575 0'2060 0'1814 (H)	S N N	0 0 0'0003	= =	= =	= =
RBREXV	0'1953 0'2191 0'2072 (=|=)	0'1656 0'1478 0'1542	0'1612 0'1907 01751 (H)	S N N	+ (0'2%) + (5%) 0'0047	= =	= =	= =
RDIV	0'0813 0'0865 0'0839 (=|=)	0'0318 0'0469 0'0358	0'1386 0'1940 0'1668 (H)	N S (7%) N	0 0 0'0002	= =	= =	= =
REXV	-0'0024 0'0178 0'0077 (=|=)	0'0021 0'0017 0'0021	0'0518 0'0698 0'0617 (H)	S N N	-(6'8%) 0 0'0273	= =	= =	= =
RNEXV	0'1448 0'1381 0'1415 (=|=)	0'0813 0'0927 0'0865	0'1669 0'1544 0'1591 (H)	N S N	+(0'1%) +(5%) 0'004	= =	= =	= =
VAAV	0'4388 0'3961 0'4174 (=|=)	0'4202 0'4105 0'4163	0'1794 0'1719 0'1751 (H)	S S S	+(0'7%) +(1%) 0'0152	= =	= =	= **= (15%)**

BIBLIOTECA VIRTUAL

GRUPO: EFICIENCIA PRODUCTIVA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)		P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
AMO RTV	0'0480 0'0674 0'0577 **(=7% | =5'4%)**	0'0497 0'0654 0'0536 (H)	0'0301 0'0421 0'0375	S S S	0 0 0'0685	**= (11%)** =	**∏2'8%)** =	= =
GAEV	0'7065 0'5856 0'6461 (=|=)	0'6171 0'5904 0'6061 (H)	0'4633 0'1856 0'3544	N S N	+ (1'7%) + (1%) 0'0297	= =	= =	= =
GPERV	0'2000 0'2174 0'2087 (=|=)	0'2004 0'2103 0'2096 (H)	0'0910 0'1168 0'1040	S S S (6'7%)	+ (0'1%) + (5%) 0'0072	= =	= =	= =
GPRODV	0'9073 0'8053 0'8563 (=|=)	0'8655 0'8694 0'8655 (H)	0'4363 0'1969 0'3388	N S (8'4%) N	+ (9%) + (1%) 0'0231	= =	= =	= =
PROVCV	0'0093 0'0069 0'0081 (=|=)	0'0085 0'0061 0'0068 (H)	0'0101 0'0071 0'0087	N S (6'4%) S (8'9%)	0 0 0'0180	= =	= =	= =

GRUPO: CONSECUENCIAS DE LA OPA

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)		P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
CCE SEO1	3,4167 1,0417 0,2292 (∏∏)	2,5 0 1	3,5129 1,6544 2,9696 (NH)	SÍ NO NO	0 0 0,1632	∏ =	∏ ∏	' = (7,8%)
CCESEO6	2,7917 0,3750 1,5833 (∏∏)	1 0 0	3,5506 0,9237 2,8421 (NH)	NO NO NO	0 0 0,1845	∏ =	∏ ∏	' = (7,6%)
CESEO1	0,7083 0,4167 0,5625 (∏=7%)		0,4643 0,5035 0,5012 (H)	NO NO NO	N.C. 0 0,0864			= (11'8%)
CESEO6	0,5417 0,2083 0,3750 (∏∏)		0,5090 0,4148 0,4892 (NH)	NO NO NO	N.C. 0 0,1185			= (5,7%)
MCE SEO1	0,4056 0,1876 0,2966 (∏4%|= 7%)	0,3095 0,0000 0,1056	0,393 0,307 0,366 (H 7%)	SÍ NO NO	0 0 0,0905	∏(3,6%) = (14%)	? = (15%)	= =
MCESEO6	0,3230 0,0620 0,1925 (∏,5%|∏,5%)	0,0750 0,0000 0,0000	0,3877 0,1519 0,3197 (NH)	NO NO NO	0 0 0,1701	∏(0,7%) = (14%)	? N (3,7%)	N (1%) = (7,7%)

GRUPO: TAMAÑO

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)		P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
AT	33.170,71 22.935,61 28.053,16 (= | ∏)	27.577,56 14.990,52 16.385,91	31.000 19.442,22 26.115,13 (H)	NO NO NO	0 0 0,0392	= =	= =	' =
FP	17.070,35 11.489,06 14.279,70 (= | =)	8.178,44 6.735,52 7.292,00	21.142,37 12.806,24 17.521,41 (H)	NO NO NO	0 0 0,0259	= =	= =	= =
LAT	4,3143 4,2301 4,2722 (= | =)	4,4405 4,1756 4,2145	0,4783 0,3383 0,4120 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0106	= =	' =	= =
LFP	3,9890 3,8817 3,9354 (= | =)	3,9123 3,8284 3,8628	0,4872 0,3785 0,4349 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0155	= =	= =	= =
LVENTAS	4,1949 3,9837 4,0593 (= | ∏)	4,2012 3,9932 4,0752	0,4874 0,5135 0,5011 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0232	= =	= =	= (5,93%) =
LVMA	4,0254 3,8280 3,9267 (= | ∏)	4,0424 3,8763 3,9208	0,5267 0,6082 0,5716 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0304	= =	= =	' = (6,39%)
LVMACDL	4,1520 3,9821 4,0671 (= | ∏)	4,2361 3,9487 4,0323	0,5131 0,5346 0, 5254 (H)	SÍ ¿NO? SÍ	0 0 0,0267	= '	= '	= =
LVMACDT	4,3468 4,2180 4,2824 (= | =)	4,3998 4,1628 4,2838	0,4807 0,4418 0,4613 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0199	= =	= =	' = (6,39%)
PORAT	0,0631 0,0459 0,0545 (= | =)	0,0332 0,0307 0,0310	0,0121 0,0080 0,0073 (H)	NO NO NO	0 0 0,0298	= =	= =	= =
PORFP	0,0705 0,0474 0,0590 (= | =)	0,0413 0,0257 0,0299	0,0155 0,0091 0,0091 (H)	NO NO NO	0 0 0,0347	= =	' =	= =
PORVTA	0,0628 0,0500 0,0564 (= | =)	0,0501 0,0292 0,0341	0,0104 0,0094 0,0070 (H)	SÍ NO NO	0 0 0,0181	= =	= =	= =
VENTAS	22.437,14 15.699,11 19.068,12 (= | =)	15.987,86 10.002,49 11.891,54	19.949,93 13.601,47 17.233,68 (H)	SÍ NO SÍ	0 0 0,0390	= =	= =	= =
VMA	20.858,46 16.822,78 18.840,62 (= | =)	11.038,74 7.221,45 8.334,90	30.116,44 25.553,86 27.694,76 (H)	NO NO NO	0 0,7278 (99%) 0,0054	= =	= =	= =
VMACDL	25.234,83 19.991,57 22.613,20 (= | =)	17.226,82 8.887,40 10.773,57	30.347,98 26.981,47 28.530,68 (H)	NO NO NO	0 0 0,0086	= '	= '	= =
VMACDT	35.425,79 27.605,40 31.515,59 (= | =)	25.113,01 14.547,11 19.222,79	33.911,65 32.093,61 32.863,35 (H)	NO NO NO	0 0 0,0144	= =	= =	' =

GRUPO: LIQUIDEZ

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13)
ACAT	0,5553 0,4724 0,5139 (= | =)	0,5031 0,4679 0,4679	0,1964 0,2245 0,2170 (H)	NO NO NO	0 0 0,0392	= =	= =
ACPC	4,7820 1,3103 3,0462 (= | =)	1,6920 1,2207 1,3533	14,3189 0,3151 10,1715 (H)	NO NO NO	0 0 0,0259	= =	= =	Π Π
AFAC	1,0597 2,2969 1,6783 (= 7% | =)	1,0072 1,1374 1,1374	0,8512 3,2073 2,4040 (NH)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0106	= =	= =	= =
CFBDIAT	2,3103 -2,7435 -0,2166 (= | =)	1,1524 1,0220 1,1178	3,7655 13,7640 10,3039 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0155	= =	= =	= =
CUFIAT	0,1066 0,0815 0,0940 (= | =)	0.0792 0,0471 0,0710	0,1015 0,0889 0,0954 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0232	= = (13%)	= =	= =
CUFIPC	1,9324 0,2486 1,0905 (= | =)	0,2983 0,1360 0,1893	7,1113 0,2551 5,0501 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0304	= =	= =	= =
FMAT	0,2317 0,1079 0,1698 (Π| Π)	0,1840 0,0823 0,1219	0,1871 0,1086 0,1637 (H)	SÍ ¿NO? SÍ	0 0 0,0267	Π Π	Π Π	Π Π
FMV	0,5467 0,2601 0,4034 (= | =)	0,2681 0,1141 0,1631	0,9133 0,6670 0,8043 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0199	Π =	= =	Π Π
FMVMA	0,7195 0,4367 0,5781 (= | =)	0,3451 0,2002 0,2638	0,9142 0,7602 0,8439 (H)	NO NO NO	0 0 0,0298	= =	= =	= =
TESAT	0,0440 0,0264 0,0352 (= | =)	0,0168 0,0117 0,0144	0,1015 0,0888 0,0954 (H)	NO NO NO	0 0 0,0176	= =	= =	= =

GRUPO: FISCAL

Nombre	Media (1 | 2)	Mediana	Desv. Típica (3)	Normal (4)	Coef. Corr. P. (5) Coef. Corr. S. (6) ETA^2 (7)	P.N.P. Muest. Independ. MW (8) WW (10) KS (9) Mediana (11)	P. N. P. Muest. Emparej. Wilcoxon (12) Signos (13) McNemar (14)
BDIAT	0,8750 0,6667 0,7708 (= 9% | = 10%)		0,3378 0,4815 0,4247	NO NO NO	N.C. 0		=
IMAT	0,30269 0,41183 0,35726 (= | Π)	0,2755 0,4285 0,3753	0,1854 0,2107 0,2047 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 0 0,0731	= =	= =	= =
IMDA	15,32133 16,02821 15,67477 (= | =)	8,5142 10,3034 9,8300	18,7423 16,9624 17,6869 (H)	NO NO NO	0 0 0,0004	= =	= =	= =
IMPAT	0,0160 0,0096 0,0128 (= | =)	0,0082 0,0051 0,0054	0,0247 0,0181 0,0217 (NH 3%)	SÍ SÍ NO	0 0 0,0222	= =	? =	= =
IMPVAT	0,0237 0,0340 0,0289 (= | =)	0,0101 0,0083 0,0097	0,0426 0,0247 0,0533 (H)	NO NO NO	0 0 0,0096	= =	? =	= =
ITAT	0,43986 0,51767 0,47876 (= | =)	0,4785 0,5244 0,5244	0,1972 0,7071 0,2123 (H)	SÍ SÍ SÍ	0 N 0,0342	= =	= =	= =
RAO	0,8333 0,7083 0,7708 (= | =)		0,3807 0,4643 0,4247 (NH 4%)	NO NO NO	N.C. 0		=

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

ANEXO V: NOTAS A LAS TABLAS DE PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

1) Dentro de cada grupo, las variables van en el mismo orden que en el diccionario de variables (ordenación alfabética).

2) Los datos relativos a medias, medianas y desviaciones típicas se presentan en el siguiente orden: submuestra de empresas objetivo, submuestra de empresas no objetivo y muestra total.

3) Los test (5), (8), (9), (10) y (11), junto con el cálculo de la mediana, no se realizan para aquellas variables que por definición son nominales.

4) El test (14) sólo se puede aplicar a aquellas variables que son nominales.

5) Los signos de igual o diferente hacen referencia a las hipótesis H_0 y H_1, respectivamente, en tanto que (H) supone homogeneidad de varianzas y (NH), varianzas no homogéneas.

6) Si en alguna prueba no paramétrica aparece el símbolo '?' es debido a que una vez aplicada, no queda suficientemente esclarecido si se mantiene o refuta la hipótesis nula.

7) Los coeficientes de correlación, cuando son significativos, se presenta su signo, y en caso contrario el valor 0.

8) En el test de normalidad, aparece 'SÍ' cuando se mantiene la hipótesis nula, y 'NO' cuando esta es rechazada.

9) Los valores que aparecen entre paréntesis es siempre el nivel de significación de la prueba a la que se refieran.

(1) Contraste de la T de *Student* a través de la media muestral, de igualdad de medias para muestras independientes:

H_0: El valor medio de la variable para el grupo de empresas objetivo es igual al valor medio de la variable para el grupo de empresas de control.

H_1: El valor medio de la variable para el grupo de empresas objetivo es diferente al valor medio de la variable para el grupo de empresas de control.

(2) Contraste de la T de *Student* a través de la media muestral, de igualdad de medias para muestras emparejadas de objetivo-no objetivo:

H_0: El valor medio de la variable para el grupo de empresas objetivo es igual al valor medio de la variable para el grupo de empresas de control.

H_1: El valor medio de la variable para el grupo de empresas objetivo es diferente al valor medio de la variable para el grupo de empresas de control.

(3) Prueba de *Levene* de homogeneidad de varianzas para una variable:

H_0: La varianza de la variable es igual (homogeneidad de varianzas) para el grupo de empresas objetivo y el grupo control.

H_1: La varianza de la variable es diferente para el grupo de empresas objetivo y el grupo control.

(4) Contraste de normalidad de *Kolmogorov-Smirnov-Lilliefors*:

H_0: La variable se distribuye según una normal.

H_1: La variable no sigue una distribución normal.

(5) Contraste del coeficiente de correlación lineal de *Pearson*:

H_0: El coeficiente de correlación de *Pearson* es cero entre los individuos de los grupos objetivo y control.

H_1: El coeficiente de correlación de *Pearson* es distinto de cero entre los individuos de los grupos objetivo y control.

(6) Contraste del coeficiente de correlación de rangos de *Spearman*:

H_0:El coeficiente de correlación de rangos de *Spearman* es cero entre los individuos de los grupos objetivo y control.

H_1:El coeficiente de correlación de rangos de *Spearman* es distinto de cero entre los individuos de los grupos objetivo y control.

(7) ETA^2: Proporción de la variabilidad de la variable explicada por cada uno de los grupos (empresas objetivo y empresas control). Cuanto más próximo se encuentre a 1 se predice mejor el valor de la variable con la información suministrada por la pertenencia a cada uno de los dos grupos.

(8) Contraste no paramétrico de *Mann-Whitney* para dos muestras independientes:

H_0: Las muestras de empresas objetivo y control proceden de subpoblaciones en las que la probabilidad de que la variable tome en la primera subpoblación un valor menor que en la segunda, es igual a la probabilidad de que tome un valor mayor.

H_1: Las muestras de empresas objetivo y control proceden de subpoblaciones en las que la probabilidad de que la variable tome en la primera subpoblación un valor menor que en la segunda, es diferente a la probabilidad de que tome un valor mayor.

(9) Contraste no paramétrico de *Kolmogorov-Smirnov* de distribución de la variable para dos muestras:

H_0: La distribución de la variable analizada es la misma en las dos subpoblaciones (empresas objetivo y grupo control).

H_1: La distribución de la variable analizada es diferente en las dos subpoblaciones (empresas objetivo y grupo control).

(10) Prueba no paramétrica de *Wald-Wolfowitz* para dos muestras independientes:

H_0: Las muestras proceden de dos subpoblaciones (empresas objetivo y grupo control) en las que los valores de la variable no tienden a ser ni mayores ni menores en términos comparativos de las dos subpoblaciones, sino que por el contrario, los valores de las dos muestras se encuentran completamente entremezclados.

H_1: Las muestras proceden de dos subpoblaciones (empresas objetivo y grupo control) en el que los valores de la variable tienden a mayores o menores en un grupo que en otro.

(11) Prueba no paramétrica de la *mediana* para dos o más muestras independientes:

H_0: Las muestras proceden de dos subpoblaciones (empresas objetivo y grupo control) en las que la probabilidad de obtener un resultado menor o igual que la mediana de la variable, calculada sobre el conjunto muestral, es igual en las dos subpoblaciones.

H_1: Las muestras proceden de dos poblaciones (empresas objetivo y grupo control) en las que la probabilidad de obtener un resultado menor o igual que la mediana de la variable, calculada sobre el conjunto muestral, es diferente en las dos subpoblaciones.

(12) Prueba no paramétrica de *Wilcoxon* para dos muestras emparejadas:

H_0: La muestra procede de una población (empresas objetivo y grupo control) en la que la magnitud de las diferencias positivas y negativas entre los valores de la variable para los dos grupos es la misma.

H_1: Las muestra procede de una población (empresas objetivo y grupo control) en la que la magnitud de las diferencias positivas y negativas entre los valores de la variable para los dos grupos es diferente.

(13) Prueba no paramétrica de los *signos* para dos muestras emparejadas:

H_0: La muestra procede de una población en la que la probabilidad de que la variable para uno de los grupos (empresas objetivo) sea mayor que para el otro (grupo control) es igual a la probabilidad de que la variable para el primer grupo (empresas objetivos) sea menor que para el segundo (grupo control).

H_1: La muestra procede de una población en la que la probabilidad de que la variable para uno de los grupos (empresas objetivo) sea mayor que para el otro (grupo control) es diferente de la probabilidad de que la variable para el primer grupo (empresas objetivos) sea menor que para el segundo (grupo control).

(14) Prueba no paramétrica de McNemar para variables dicotómicas en muestras emparejadas:

H_0: La muestra procede de una población en la que la probabilidad de que la variable tome cualquiera de los dos valores en el primer grupo (empresas objetivo) es igual que la probabilidad de que la variable tome cualquiera de los dos valores en el segundo (grupo control).

H_1: La muestra procede de una población en la que la probabilidad de que la variable tome cualquiera de los dos valores en el primer grupo (empresas objetivo) es diferente de la probabilidad de que la variable tome cualquiera de los dos valores en el segundo (grupo control).

ANEXO VI: ALGUNAS MODELIZACIONES TEÓRICAS ACERCA DE LA PROBABILIDAD DE OPA

1) El modelo de Palepu (1982, 1986)

Con el objetivo de intentar contrastar determinadas hipótesis acerca del mercado de control empresarial, Palepu introduce una serie de variables explicativas de las operaciones de toma de control por OPA, proponiendo un modelo de probabilidad de adquisición que intenta responder a la siguiente pregunta: ¿cuál es la probabilidad de que la empresa *i* sea adquirida en el período (o momento) *t* considerando que conocemos su vector de características[513] (atributos) relevantes X (i,t)?. Como vamos a exponer a continuación, siguiendo a Palepu (1982, págs. 17-22), podemos justificar que el modelo adoptará la forma funcional de una regresión logística.

Si nuestro objetivo es desarrollar un modelo de probabilidad de adquisición, debemos comenzar por preguntarnos ¿de qué factores depende el que una determinada empresa sea adquirida en un momento determinado? Esto es, ¿cuáles son los factores determinantes que hacen que una empresa resulte atractiva como candidata a la adquisición?

En principio, el hecho de que una empresa resulte o no adquirida en un período de tiempo particular depende del número y tipo de ofertas de adquisición que la sociedad es capaz de atraer en dicho período y además cabe suponer que los factores que determinan el mayor o menor atractivo dependerán tanto de las propias características de la entidad objetivo, como de los motivos y características de la entidad compradora.

Del conjunto de características de la empresa objetivo tan sólo algunas de ellas serán conocidas y mensurables. Por lo que respecta a la empresa adquirente, los oferentes potenciales que existen en el mercado en un momento determinado se suponen desconocidos al comienzo del período, pero en cualquier período su número se presume que es suficientemente grande[514]. Además, se presupone que los accionistas de la empresa objetivo se comportan con racionalidad económica, de forma que sólo venderán las acciones de su empresa si el precio ofrecido es mayor que el valor de mercado de su empresa con anterioridad a la oferta[515].

Si representamos por W(i,j,t) la riqueza neta adicional[516] creada en el proceso de adquisición de la empresa *i* (objetivo) por la empresa *j* (oferente) en el momento *t*, esta riqueza vendrá vinculada tanto a los atributos de la empresa objetivo, que representamos por V(i,t), como a las características conjuntas del par objetivo-adquirente, que representamos por U(i,j,t). Es decir, podemos descomponer el aumento de riqueza en términos netos en dos componentes aditivos V(i,t) y U(i,j,t).

---

[513] Dichas características hacen referencia a la presencia y actuación correcta de los mecanismos de control internos, el nivel de costes de agencia observados a través de variables aproximadas de este concepto, así como al grado de eficiencia observado (productiva y directiva).

[514] De tal forma que, ninguna posible candidata a adquisición no resultará comprada porque no exista una entidad dispuesta a realizar una oferta, a la vez que la presencia de muchos posibles oferentes en el mercado es una condición necesaria para que el mercado de control empresarial sea competitivo.

[515] Se supone que el valor de mercado de las acciones con anterioridad a la oferta refleja el valor potencial de los activos de la empresa objetivo bajo la dirección ocupante, y por tanto, de forma implícita se asume un grado de eficiencia informativa intermedia en el mercado de valores, ya que el precio preoferta de las acciones de la sociedad objetivo no recoge (descuenta) la previsible mejora futura en la eficiencia de la gestión empresarial tras la operación de toma de control.

[516] La riqueza a la que nos estamos refiriendo podemos suponer que no exige necesariamente que la adquisición suponga la compra de la totalidad de la sociedad objetivo por parte de la adquirente, o la fusión de ambas entidades para crear una nueva; sino que cabe pensar también en la riqueza generada como consecuencia de un cambio en el rumbo en el rumbo de la gestión de la empresa objetivo.

La riqueza generada será habitualmente compartida por las dos empresas involucradas en la adquisición *i* y *j*. Si suponemos que la parte de la riqueza total que es demandada por la entidad oferente *j* con el fin de adquirir a la empresa objetivo *i* depende de los atributos de ambas empresas, lo que representamos por C(i,j,t); el beneficio neto que obtienen los accionistas de la sociedad objetivo será:

$$W(i,j,t) - C(i,j,t) = V(i,t) + U(i,j,t) - C(i,j,t) = V(i,t) - e(i,j,t),$$

donde $e(i,j,t) = C(i,j,t) - U(i,j,t)$, suponiendo además que se tiene que verificar que C(i,j,t) sea positivo para que la sociedad adquirente realice su oferta.

Dado que partimos de la hipótesis de racionalidad de los accionistas de la empresa objetivo, sólo ofrecerán sus títulos ante la presentación de una OPA si con ello obtienen una ganancia, es decir, si se verifica que:

$$V(i,t) - e(i,j,t) > 0.$$

La condición anterior se puede interpretar como que V(i,t) es el valor no realizado de la empresa objetivo en el período *t* (que depende únicamente de los atributos de la sociedad objetivo)[517] y que sólo se logrará alcanzar en caso de producirse la adquisición; en tanto que e(i,j,t) es la porción de V(i,t) demandada por la empresa adquirente.

Tanto e(i,j,t) como V(i,t) pueden ser positivos o negativos. Si e(i,j,t) es negativo, la parte de riqueza que recoge la sociedad objetivo será tanto mayor cuanto más negativo sea e(i,j,t), lo que supone que la empresa compradora está dispuesta a pagar un importe mayor que V(i,t) por la compra de la sociedad objetivo, o lo que es igual, que la cantidad de riqueza que percibe la sociedad que presenta la OPA es inferior al componente vinculado a las características conjuntas del par objetivo-oferente. A su vez, V(i,t) puede ser positivo o negativo[518], si bien generalmente se espera que sea positivo para aquellas empresas objetivo que finalmente resultan ser adquiridas.

Definimos por b(t) el conjunto de compradores potenciales durante el período *t*, que alcanza un número N suficientemente grande. La empresa *i* será una sociedad objetivo (esto es, será vendida por sus accionistas) en el período *t* si se verifica la siguiente condición:

$Y(i,t) = V(i,t) - e(i,t) > 0$, donde e(i,t) es el mínimo valor de e(i,j,t) para todo [j=1,2,...,N] que pertenece al conjunto b(t).

Si Y(i,t) fuese conocido con certeza, también se podría determinar con certeza si la empresa objetivo *i* resultará adquirida en el período *t*. Sin embargo, una primera fuente de incertidumbre se derivada del hecho de que e(i,t) depende de las características y motivos de los adquirentes potenciales, y ante la ausencia de conocimiento completo acerca del conjunto de compradores potenciales, hemos de considerar que e(i,t) es una variable desconocida y debe ser tratada como variable aleatoria. Sin embargo, y dado que hemos supuesto que el número de adquirentes potenciales es suficientemente grande, resulta posible inferir la distribución de probabilidad de e(i,t) aplicando la teoría estadística[519].

---

[517] Por ejemplo, el valor no realizado como consecuencia del elevado nivel de costes de agencia o de la ineptitud del equipo directivo que realiza las funciones de la gestión de la entidad objetivo.

[518] V(i,t) también puede incluir un componente negativo fijo para reflejar los costes de transacción de la operación.

[519] Sea N el número de compradores potenciales en el periodo t y sea $\kappa(i,j,t)$ [j=1, 2, ..., N] variables aleatorias independientes, cada una de ellas con idéntica función de distribución acumulada $F(\kappa(i,j,t))$. Nuestro interés se centra en derivar la función de distribución acumulada de $\kappa(i,t)$, que es una variable aleatoria definida de esta forma.

$e(i,t) = \text{Min}\ [\kappa(i,j,t), \text{ en } j = 1, 2, ..., N\ ]$.

Dado que $\kappa(i,t)$ es un estadístico de orden extremo de N variables aleatorias independientes e idénticamente distribuidas, cuando N es suficientemente grande, podemos emplear los resultados de la distribución asintótica de

Por otra parte, una segunda fuente de incertidumbre en el modelo se deriva del hecho de que Y(i,t) es una función de V(i,t), donde V(i,t) hemos supuesto que depende exclusivamente de las características de la empresa objetivo. En general, algunas de esas características resultan ser desconocidas o no medibles, con lo cual esas características introducen un factor en V(i,t) que no se conoce con certeza. Palepu propone que este segundo componente de incertidumbre se exprese como:

V(i,t) = b X(i,t) + h(i),

donde X(i,t) representa el vector de atributos medibles y observables de la empresa objetivo *i*, b es un vector de parámetros desconocidos y h(i) es una variable aleatoria que representa el componente no medido de V(i,t), y que se supone aleatoriamente distribuido a lo largo de la población de empresas, con una función de distribución de probabilidad que debe ser especificada, y ante la ausencia de una teoría económica que nos guíe en la selección de la distribución de h(i), Palepu opta por escoger una función de distribución que conduzca a una adecuación más manejable de su modelo. Puesto que e(i,t) sigue una distribución de Valor Extremo Tipo I, Hall supone una distribución del mismo tipo para h(i)[520].

Definimos a continuación una variable binaria d(i,t), que toma el valor 1 si la empresa objetivo *i* resulta adquirida en el período *t*, y el valor cero en cualquier otro caso. Por tanto, d(i,t) = 1, cuando se verifica que:

Y(i,t)= b X(i,t) + h(i) - e(i,t)>0.

Teniendo en cuenta que e(i,t) se distribuye asintóticamente como una distribución de valor extremo Tipo I y suponiendo también como hemos dicho la misma distribución para el segundo componente aleatorio, h(i), Palepu (1982, en el Apéndice A que reproducimos al final de este capítulo de forma extensa y con algunas correcciones a la copia de dicho apéndice que aparece en su tesis doctoral suministrada por el Instituto Tecnológico de Massachustes, MIT) demuestra que la probabilidad de adquisición, representada por P [d(i,t)] = 1, o abreviadamente P[i,t], conduce a la expresión de un modelo logístico:

$$P[i,t] = \frac{1}{[1+e^{-\eta X(i,t)}]} \quad [1]$$

---

estadísticos de valor extremo (ver Johnson y Kotz, 1970). Basándonos en esos resultados, κ(i,t) se especifica como distribuida asintóticamente con una distribución de Valor Extremo Tipo I, que viene dada por la siguiente expresión:

$$F[(\kappa(i,t)] = 1 - e^{-e^{\kappa(i,t)}}$$

Restringido a ciertas condiciones de regularidad, este resultado se puede esperar que se mantenga para una variedad de distribuciones primarias de κ(i,j,t) que incluyendo las distribuciones normal, logística, exponencial y gamma.

Palepu reseña que κ(i,j,t) se ha supuesto que es independiente a lo largo de todos los valores de *j*, de lo que se deriva la implicación económica de que las ofertas de adquisición potenciales *j* que aspiran a una empresa objetivo *i* son independientes. Dada la naturaleza estratégica del proceso de decisión de adquisición, esta suposición económica no es completamente razonable. No obstante, en un proceso de ofertas secuenciales, una oferta puede suministrar información para la hipótesis de independencia ofertas posteriores, y en este sentido, puede que estrictamente no se mantenga.

[520] Una alternativa hubiese sido suponer una distribución normal, que es la hipótesis estandar en los modelos de regresión. Sin embargo, esta es una especificación igual de arbitraria que la que aquí hemos supuesto y conduce a una reducción considerable en la manejabilidad empírica del modelo, por lo que justifica Palepu que parece preferible la hipótesis de distribución de Valor Extremo Tipo I, que además se aproxima mucho a la distribución Log Normal.

Probabilidad de adquisición en la población (Palepu, 1982, p. 64)

Siguiendo con la notación empleada en la exposición del modelo de Palepu de probabilidad de adquisición (eliminando por comodidad los subíndices), la probabilidad de que una empresa *i* sea adquirida en el período *t* se puede escribir como[521]:

$$P = P[d = 1] = P[Y > 0] = P[\eta X + \xi - \kappa > 0] = P[\kappa < \eta x + \xi] = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} P[\kappa < \eta X + \xi] f[\xi] d[\xi] =$$

$$[2] = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} [1 - e^{-e^{(\eta X + \xi)}}] e^{-e^{\xi}} e^{\xi} d(\xi) = [3]$$

$$= \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-e^{\xi}} e^{\xi} d(\xi) - \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-e^{(\eta X + \xi)} - e^{\xi}} e^{\xi} d(\xi) = [A] + [B]. \quad [4]$$

Descomponiendo esta diferencia tenemos que:

$$[A] = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-e^{\xi}} e^{\xi} d(\xi) = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} f(\xi) d(\xi) = 1 \quad [5]$$

$$[B] = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-e^{(\eta X + \xi)} - e^{\xi}} e^{\xi} d(\xi) = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{(e^{(\eta X)})(-e^{\xi}) - e^{\xi}} e^{\xi} d(\xi) = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-e^{\xi}(e^{(\eta X)} + 1)} e^{\xi} d(\xi) \quad [6]$$

Si realizamos ahora el cambio de variable: $t = e^{h}$ y $d(t) = e^{h}\, d(h)$

$$[B] = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-e^{\xi}(e^{(\eta X)} + 1)} e^{\xi} d(\xi) = \int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-t(e^{(\eta X)} + 1)} d(t) = \frac{-1}{e^{(\eta X)} + 1} [e^{-t(e^{(\eta X)} + 1)}]_{-\leftarrow}^{\leftarrow} \quad [7]$$

Si deshacemos el cambio de variable anterior en el segundo factor de [B], quedaría la expresión:

$$[e^{-t(e^{(\eta X)} + 1)}]_{-\leftarrow}^{\leftarrow} = [e^{-e^{\xi}(e^{(\eta X)} + 1)}]_{-\leftarrow}^{\leftarrow} = [e^{-e^{\leftarrow}(e^{(\eta X)} + 1)}] - [e^{e^{(-\leftarrow)}(e^{(\eta X)} + 1)}] = 0 - 1 = -1 \quad [8]$$

Por tanto, tenemos que el valor de la expresión [B] es:

$$[B] = -\int_{-\leftarrow}^{\leftarrow} e^{-e^{(\eta X + \xi)} - e^{\xi}} e^{\xi} d(\xi) = -\frac{1}{e^{\eta X} + 1} \quad [9]$$

Y dado que P=[A]+[B]: $1 - \dfrac{1}{e^{(\eta X)} + 1}$ [10]

[521] Recordemos que hemos supuesto que las variables aleatorias κ y η suponemos que siguen una distribución de Valor Extremo Tipo I.

2) El modelo de Hall (1988)

Desde la perspectiva de analizar en último término la hipótesis de la importancia de los gastos en investigación y desarrollo en los procesos de toma de control, propone un modelo en el que la causa desencadenante de los procesos de toma de control hay que buscarla en cambios en los estados de la naturaleza, como sería el caso de shocks tecnológicos, que hacen que algunos activos resulten ser menos productivos en su uso actual que el que podrían alcanzar en algún uso alternativo. Debido a retrasos en la información, costes de transacción, o cualquier otra causa, esos activos no se desplazan de forma continua a su empleo óptimo, de manera que los shocks inducen un desequilibrio que se resuelve por el mercado de control empresarial, cuando otras empresas proceden a adquirir una parte de ese conjunto agregado de activos. Es decir, la actividad de fusiones es el resultado de una nueva organización o adaptación de los activos productivos como respuesta a cambios en la tecnología disponible, o, en el caso del sector manufacturero doméstico, a cambios en la naturaleza y el nivel de competencia con relación al resto del mundo; si bien ello no descarta otras razones adicionales, como cambios en los costes de transacción o en otros costes asociados con la adquisición de otra empresa[522].

Representamos con $V(X) = V(X_1, X_2, ...)$ el valor de los activos de una empresa particular, donde *X* es un vector de las características de la empresa, tales como: su stock de capital, stock de I+D, sector, características fiscales, etc. El valor de la función *V* puede estimarse como el valor actual neto de las corrientes de ingresos que podrían generar esos activos en el futuro, bien solos o en combinación con otros activos. En el modelo, por ahora, no se necesariamente se identifica $V(X_i)$ con el valor actual de mercado de la empresa, si bien en un mundo de accionistas racionales, completamente informados y mercados eficientes, $V(X_i)$ no sería necesariamente el precio de intercambio de ese conjunto de activos. La razón por la que Hall no plantea esta hipótesis es a causa del resultado bien conocido de que las adquisiciones, cuando tienen lugar, llevan asociadas el pago de una prima positiva significativa sobre el valor de mercado de las acciones anterior al anuncio de adquisición (Jensen y Ruback, 1983, y las referencias citadas en dicho trabajo). De este hecho derivamos que algunos agentes de los que participan en el mercado asignan un valor a X_i mayor del que le asigna el propio mercado. Por lo tanto, sería un error imponer desde el comienzo de la modelización la restricción de que el mercado para activos empresariales se encuentra en un equilibrio informativo completo, desde el momento que es precisamente ese desequilibrio el muchas veces mueve el proceso de adquisición[523].

Suponemos, por hipótesis, que en cada período (un año, en el contraste del modelo) la configuración óptima de los activos empresariales de una empresa cambia como consecuencia de shocks en su entorno económico. Vamos a representar por *j* a las empresas adquirentes, y con *i* a las posibles sociedades objetivo, que son el conjunto completo de la muestra de empresas. Suponemos que cada empresa en la muestra puede adquirir a cualquier otra empresa. Si esto ocurre, el aumento en el valor de la empresa adquirente consecuencia de la nueva configuración que dará a los activos de la sociedad adquirida se representa por $V_j(X_i)$. Si suponemos, por el momento, que sólo es posible una adquisición en cada período, la empresa *j* comprará a la empresa *i* (es decir, *j* e *i* encontrarán beneficiosa su combinación), si:

$V_j(X_i) - P_i > V_j(X_k) - P_k$, para todo *k* perteneciente a la muestra

(1) $V_j (X_i) - P_i \varnothing 0$

[522] Así, por ejemplo, Jensen (1986) sugiere como la innovación de los "bonos basura" facilita que pequeñas empresas puedan realizar adquisiciones de otras de tamaño mucho mayor, lo cual no había ocurrido con anterioridad (en un análisis de corte transversal).

[523] Las implicaciones de esta hipótesis para la estrategia de estimación se clarificarán tras la presentación del modelo.

donde representamos con P_i el precio que la sociedad *j* tendrá que pagar por los activos de la empresa *i*. La última condición asegura que se produce una ganancia positiva generada por la adquisición: muchos compradores potenciales encontrarán que esto no se verifica para ninguna de las empresas objetivo y, por lo tanto, no realizarán ninguna adquisición durante ese período.

La ecuación (1) es similar a las ecuaciones que definen la elección de un producto por un consumidor en un modelo de elección de utilidad aleatoria (McFadden 1973; Manski y McFadden 1981; Train 1986; así como las referencias allí citadas). Para darnos cuenta de esta observación, pensemos en este modelo en términos de la función de agregación del activo (V*s*) como una función análoga a la que representa la utilidad del consumidor expresada como una función de las características del bien (una función de utilidad del consumidor de tipo "lancasteriana"). En la literatura que analiza el problema de la demanda del consumidor, el precio entra de forma directa en la función de utilidad indirecta, dado que los consumidores se suponen que son aceptantes de precio (*price-takers*). Sin embargo, en el mercado de adquisiciones no se puede suponer que el precio que la sociedad *j* pagará por los activos de la empresa *i* es independiente de los intentos que realiza la adquirente *j* por comprarlos[524]. En otro trabajo Hall (1987b) ("Equilibrium in the market for acquisitions", Stanford University, Stanford), derivada el precio de equilibrio en un mercado con un número finito suficientemente grande de compradores y vendedores únicos y diferenciados, demostrando que este equilibrio se situará entre la valoración del bien realizada por el mayor y el menor evaluador.

En el trabajo econométrico aquí expuesto se supone que el precio al cual los compradores potenciales evaluarán la compra no es P_i, el precio de negociación actual de las acciones de la empresa *i*, sino una variable no observable $V(X_i)$, que es una función de los activos X_i [525] [526].

La ecuación de estimación del modelo se deriva de las condiciones de la ecuación (1), cuando dividimos las ganancias obtenidas por la empresa *j* durante el proceso de adquisición en dos componentes (uno observable y otro no observable):

(2) $V_j(X_i) - P_i = f(X_i,X_j) + e_{ij}$

estableciendo que e_{ij} sigue una distribución de valor extremo.

Si los términos e_{ij} están distribuidos independientemente a lo largo de las alternativas, se obtiene la probabilidad logit multinomial de que una adquisición tenga lugar:

(3) $$P(j \text{ compre } i|C) = \frac{e^{f(X_j,X_i)}}{\sum_{k\subset C} e^{f(X_j,X_k)}} \quad [11]$$

donde *C* es el conjunto completo de empresas. La función de probabilidad se obtiene al multiplicar esas probabilidades condicionando a las características observadas de las potenciales sociedades compradoras y la entidad objetivo[527].

---

[524] La evidencia empírica pone de manifiesto que cuando se realiza una oferta de adquisición, la empresa *j* revela algo acerca del valor de los activos que previamente no era conocido por el mercado y que por tanto resulta necesario ofrecer un precio que incluya una prima positiva por encima del precio de intercambio en ese momento *t*.

[525] La ventaja de adoptar este enfoque en relación a la decisión de adquisición reside en que existe una abundante literatura previa en la que nos podemos basar para describir los tipos de fusiones que tienen lugar y cómo las características de las empresas objetivo son evaluadas por diferentes adquirentes. Nos referimos concretamente a los trabajos de la estimación econométrica de modelos de la demanda para productos diferenciados.

[526] Si bien frecuentemente vamos a emplear el término de "demanda del consumidor", con el fin de describir la decisión de adquisición, debe tenerse presente que, dado que el precio no es exógeno, lo que realmente se está estimando se puede interpretar como una ecuación que determina las ganancias de fusiones particulares, más que una ecuación que describa la demanda de una empresa adquirente hacia una entidad objetivo.

[527] Hall (1988, n.p.p. nº 2, pág. 94) reconoce que como sugiere Pakes (1988), uno de sus contraponentes, es posible

Evidentemente, el conjunto de elección *C* es excesivamente grande, y potencialmente incluye a cualquier empresa dentro o fuera de los EE.UU. Incluso en el caso de reducir el conjunto de elección a la muestra de datos de la que dispone Hall, que reúne más de 2.000 empresas, hace surgir algunas cuestiones relativas a la factibilidad de la estimación econométrica y la validez de la hipótesis IIA. McFadden (1978) ha examinado el problema de elección en grandes muestras y sugiere dos enfoques para su resolución.

El primero de ellos implica construir un modelo logit anidado, que describe la elección de 2.000 alternativas como una secuencia de elecciones jerárquicas, cada una de las cuales considera de forma extensiva unas pocas alternativas[528]. Sin embargo, Hall no elige el empleo de ese modelo en su exploración inicial de los datos porque desea evitar imponer demasiada estructura al comienzo del problema de selección.

La segunda solución propuesta por McFadden es más simple de realizar, aunque posiblemente no es la más poderosa o realista en términos de sus hipótesis, ya que supone realizar muestreos aleatorios de las alternativas (sociedades) no elegidas e incluir únicamente un subconjunto para cada observación. McFadden demostró que, en la medida en que el algoritmo de muestreo tenga lo que él denominó como la "propiedad de condicionamiento uniforme" (*uniform conditioning property*), y las probabilidades elegidas satisfagan la hipótesis IIA, son consistentes las estimaciones obtenidas empleando un subconjunto de alternativas y un programa logit multinomial convencional.

La propiedad de condicionamiento uniforme se define como:

(4) Si *i* , *j* pertenecientes a *D* incluido en *C*, entonces P (D|*i*,*z*) = P (D|*j*,*z*),

donde *D* es el subconjunto de alternativas empleado, P es la distribución de probabilidad usada para extraer el subconjunto *D* de *C*, y los términos *z* son las variables exógenas del modelo. El algoritmo que Hall emplea para generar los subconjuntos D tiene esta propiedad[529], dado que *D* consiste en las empresas seleccionadas (numerador) aumentado por una muestra aleatoria extraída de las otras alternativas.

Para la estimación econométrica del modelo expuesto en la ecuación (3) se necesita especificar la forma funcional para $f(X_i,X_j)$. La dificultad con esta función, como ya he mencionado, es que las ganancias de diferentes adquisiciones es probable que tengan elevada heterocedasticidad y posiblemente perturbaciones e_{ij} no normales debido al gran rango de tamaños de las empresas de la base de datos[530].

---

invertir este modelo viendo la decisión desde la perspectiva de las empresas objetivo potenciales. En ese caso, los coeficientes de la función de ganancia son estimados por la comparación del adquirente actual y de aquellas empresas que potencialmente podrían ser compradas por la sociedad objetivo. Si la especificación es correcta, y los términos κ_{ij} son verdaderamente independientes, ambos métodos darían las mismas estimaciones de los parámetros estructurales, pero este análisis va más allá de las pretensiones del presente modelo, si bien Hall reconoce que puede desempeñar un papel importante y en el momento de la publicación de su artículo estaba trabajando en la cuestión de diferentes propensiones a ser adquirida o a adquirir (esto es, una debilidad de la independencia de las alternativas).

[528] Por ejemplo, podría suponerse que las empresas primero eligen el sector en el que desean realizar una adquisición, para con posterioridad seleccionar las sociedades dentro de ese sector. Esta solución requiere más información a priori, pero tiene la ventaja que de alguna forma rodea el problema IIA.

[529] El tamaño de D que empleó fue 7, pero Hall reconoce que esta es una operación en la que sería deseable más experiencia y experimentación.

[530] Hall (1988, n.p.p. 3, pág. 94) exponej que ante datos de esta clase, con una distribución sesgada, la forma funcional típica teniendo perturbaciones que siguen una distribución normal es la log-log. Por ejemplo, consideremos la forma $\log V = \eta_0 + \eta_1 \log X + \kappa$, donde κ se distribuye $(0, \omega^2)$.

Si en lugar de estimar log V, estimasemos V, obtendríamos mediante un desarrollo de series de Taylor de primer orden:

$V= e^{\eta 0}X^{\eta 1}e^{\kappa o}\ A_0X^{\eta 1}(1 + \kappa e^{\kappa})$. La perturbación aleatoria obviamente resulta muy heterocedástica (y sesgada).

Sería preferible elegir una especificación que mitigase este problema tanto como fuera posible, dado que las estimaciones del logit multinomial en este caso serían sesgadas. La solución que da Hall es especificar el problema de elección de la objetivo de adquisición en términos de tasas de rendimiento para las adquisiciones, en lugar de en términos de ganancias totales. Esta especificación implica una condición de la forma:

(5) $V_j(X_i) / P_i > V_j(K_k) / P_k$,

en sustitución de la ecuación (1). Mediante el empleo de una perturbación multiplicativa para las funciones del valor y tomando logaritmos, llegamos a la siguiente ecuación de estimación para el modelo econométrico:

(6) $$P(j \text{ compre } i|C) = \frac{e^{v_j(X_i)-v(X_i)}}{\sum_{k\subset C} e^{v_j(X_k)-v(X_k)}}$$ [12]

donde *v* minúscula representa el componente mensurable del logaritmo de la función de valoración, *v* con subíndice indica la valoración desde la perspectiva de la empresa adquirente y *v* sin subíndice es la función que describe el precio de equilibrio al que se negociarán los activos de la empresa.

Para la estimación econométrica Hall modeliza el logaritmo de *V* como una función de las características de la empresa, incluyendo el logaritmo del stock de capital, intensidad en I+D, y el sector industrial (con desagregación de dos dígitos).

La forma funcional exacta que empleó, está motivada en parte, por un modelo de optimización intertemporal simple de una empresa con unos stocks de activos *A*, y parcialmente por el deseo de manejabilidad e interpretabilidad de la ecuación estimada. una empresa aceptante de precios (*price-taker*) de Cobb-Douglas con un tipo de capital para el cual existen costes de ajuste, y con todos los demás inputs libremente variables, tiene una función de valoración:

(7) $V(A)= a_0 A^{\omega}$

como un resultado de maximizar el flujo de tesorería actual descontado, donde s es un parámetro de escala igual a la unidad en el caso de rendimientos constantes (Lucas y Prescott, 1971; Mussa, 1974; Abel 1983, 1985).

En ausencia de un buen modelo para la función de valoración de más de una clase de capital (ver Wildasin 1984, Griliches, 1981), incorpora un segundo capital, el capital de conocimiento *K*, simplemente agregándolo a *A*, pero con un coeficiente variable libremente:

(8) $V(A,K) = a_0 (A + \nu K)^{\omega}= a_0 A^{\omega} [1 + \nu K/A)]^{\omega}$

Tomando logaritmos en la ecuación (8) obtenemos:

(9) $v (A,K) - \omega \log A + \omega \log [1 + \nu K/A)] - \log A + \omega \nu (K/A)$.

Así pues, el coeficiente de tamaño en esta ecuación de estimación se puede interpretar como un coeficiente de escala, y la intensidad en I+D como representante de una prima (o descuento) que el capital de I+D recibe en el mercado sobre aquel capital que se considera como normal u ordinario. Por supuesto, para interpretar el coeficiente de I+D de esta forma, uno debe ser cuidadoso en la medida de *K* y de *A* en unidades de stock comparables.

Utilizando el modelo básico subyacente para la valoración de los activos de las empresas, Hall captura la sinergia originada por la combinación de las dos empresas de dos formas diferentes:

La primera modeliza la ganancia de la adquisición $v_j(X_i)$-$v(X_i)$ como una función lineal de los activos de las dos empresas y la distancia entre ellos en el espacio de activos, tal que:

(10)$v_j(X_i) - v(X_i) = X_j\, b_1 + X_i\, b_2 + |X_j - X_i|\, b_3$,

donde las variables *X* son un vector de las variables descriptoras de los activos de la empresa en particular (por ejemplo, log A_i y $[K/A]_i$). Debido a la forma funcional de la probabilidad logit multinomial, los coeficientes de las características de las empresas adquirentes, b_1, no son estimables dado que se eliminan del numerador y del denominador, de forma que sólo X_i y $|X_jX_i|$ entrarán en la ecuación logit. En todo caso, esos coeficientes contendrán tanto términos de $v(X_i)$ como los términos lineales de $v_j(X_i)$.

El segundo método para la modelización de la relación sinérgica parte de la noción de que cada empresa adquirente tiene un valor $v_j(X_i)$ para la empresa objetivo, que es una función diferente de las características de la empresa *i*, de forma que:

(11)$v_j(X_i) = g_jX_i + h_{ij}$.

Entonces modeliza los "precios sombra", g_j, como funciones lineales de las características de la empresa *j*. Esto implicará que los productos cruzados de las variables para la empresa *j* y la empresa *i* entren en la ecuación para la probabilidad de una elección. La ventaja de esta formulación es que nos permite realizar una interpretación valorativa de los coeficientes estimados; en otras palabras, las estimaciones g_j son los precios hedónicos de las características de X_i.

3) <u>El modelo de Auerbach y Reishus (1988)</u>

Estos autores, teniendo presente que la finalidad última de su estudio es contrastar la hipótesis de las sinergias fiscales en los procesos de toma de control, proponen un modelo simplificado de fusiones y adquisiciones.

Las hipótesis simplificadoras del modelo son las siguientes:

a) Las empresas objetivo pueden ser adquiridas sólo una vez dentro de cada año.

b) Las sociedades adquirentes pueden intentar adquirir tantas empresas objetivo como deseen. La hipótesis mencionada anteriormente nos conduce a la formulación de un modelo de la "selección" de candidatos a fusión y adquisición realizado desde la perspectiva de las empresas objetivos entre las diferentes empresas adquirentes alternativas.

c) Durante cada año, cada sociedad compradora, x, evalúa una función, M (x,y), que representa las ganancias conjuntas que se van a obtener como consecuencia de la adquisición de la empresa objetivo, y. Se asume que la función M(x,y) pudiera tomar valores negativos, dado que podrían existir importantes costes de transacción relacionados con las operaciones de adquisición que tuvieran éxito.

Si representamos por $V_0(y)$ el valor de la sociedad y, en el caso de que no resultase adquirida, entonces la empresa x pagará por la compra de la sociedad y hasta un máximo que será igual a $V_0(y)$ + M(x,y). En presencia de un mercado competitivo para las empresas objetivo, y, de todas las posibles empresas adquirentes, x, aquella que realice una mayor valoración de y, sociedad que representamos por x^*, será la que adquiera la sociedad y si se verifica que:

$M(x^*,y) > 0$, para un precio entre $V_0(y) + \max_{x \neq x^*} M(x,y)$ [13]

Se debe de reseñar que la prima de fusión pagada puede ser menor que M(x',y) debido a la posibilidad de que una adquisición condujera a que el precio de la sociedad y anterior a la oferta fuera superior a $V_0(y)$.

d) Otra hipótesis es que la función M(x,y) tiene la siguiente especificación:

(1) $M(x,y) = z_{xy}\,ß + e_{xy}$,

en donde el vector z incorpora variables que son SaLO relativas a la empresa objetivo, a la adquirente, o a ambas, y e es un término de perturbación aleatoria, que intenta recoger los beneficios de la adquisición no observados por el investigador.

Quizás la hipótesis más importante que hacemos es la primera, que nos lleva a un modelo empíricamente manejable: el término del error de perturbación está incorrelacionado con las variables observadas y sigue una distribución de valor extremo.

Siguiendo a McFadden (1973), es posible exponer la probabilidad de que x_i adquirirá la empresa y como la expresión:

(2) $$p_{x,y} = \frac{e^{z_{x_i y}\eta}}{1 + \sum_{j=1}^{N} e^{z_{x_j y}\eta}}$$ [14]

expresión que responde a la de un modelo logit multinomial de dimensión $N+1$, donde N es el número de empresas adquirentes potenciales que existen en el mercado y la dimensión extra se añade por la posibilidad de que no se produjera ninguna operación de fusión.

El modelo logit multinomial presenta ciertas propiedades de robustez, tales como la independencia de alternativas irrelevantes, que en este caso parece justificable. Esta propiedad también simplifica el procedimiento de estimación en relación con un enfoque alternativo, el modelo probit multinomial. Sin embargo, incluso para un logit multinomial resulta impracticable estimar un modelo de las dimensiones expuestas anteriormente. Del problema de la estimación de este tipo de modelos se ha ocupado la literatura econométrica, abordando el problema mediante dos soluciones:

Un primer enfoque es incluir en la estimación del modelo tan sólo una pequeña muestra de las alternativas. Esto significaría, en el modelo formulado, que cada observación implicaría una objetivo potencial y varias, en lugar de todas, las adquirentes potenciales. Para nuestro modelo esta forma de estimación plantea algunas problemas, como el hecho de que muchas de las características de las empresas oferentes que aparecen en el vector *z*, tales como las variables dicotómicas del sector, ocurren de forma relativamente infrecuente en la población. Así pues, podría ser necesario incluir un número relativamente grande de potenciales alternativas adquirentes para lograr un tamaño de muestreo adecuado. El otro enfoque de estimación alternativo es tratar todas las combinaciones de las adquirentes con una empresa objetivo concreta, excepto una, que representaría agregación del "resto" de estados. Esta agregación no es sencilla, debido a la no linealidad de la especificación logística. Suponemos que para la observación de una empresa objetivo potencial, *y*, el "resto" de estados incluyen todas las posibles combinaciones, a un lado de una con la adquirente potencial x_1. Para convertir la especificación logit multinomial (2) en un logit trinomial, entonces debemos definir el estado agregado por la función:

(3) $$f(z_{x_2 y}\eta,\ldots,z_{x_N y}\eta) = \ln \sum_{i=2}^{N} e^{z_{x_i y}\eta} \quad [15]$$

Si consideramos un desarrollo de Taylor de segundo orden de la función f(×) alrededor de algún valor constante *a*, para cada una de esos *N-1* argumentos, tras realizar un par de pasos de álgebra se obtiene que: (4)

$$f(z_{x_2 y}\eta,\ldots,z_{m_N y}\eta) - \ln(N-1) - z_y\eta - \frac{1}{N-1}\sum_{i=2}^{N-1}(z_{x_i y}\eta - \zeta)^2 - \quad [16]$$

$$- \left(\frac{1}{N-1}\right)^2 \sum_{i=2}^{N-1}(z_{x_i y}\eta - \zeta)\sum_{j=2}^{N-1}(z_{x_j y}\eta - \zeta) \quad [17]$$

donde z_y es la media de z_{xiy}, (donde *i* toma valores desde 2 hasta N).

Seleccionando a=zyb, dado que el último término de la parte derecha de la ecuación (4) desaparece, podemos reformular esta como:

(5) $$f(z_{x_2 y}\eta,\ldots,z_{m_N y}\eta) - \ln(N-1) - z_y\eta - \frac{1}{2}\omega^2(z_{x_i y}\eta) \quad [18]$$

o si representando por T la matriz cuyo elemento ij-ésimo es la covarianza entre las variables independientes i y j:

(6) $$f(z_{x_2 y}\eta,\ldots,z_{m_N y}\eta) - \ln(N-1) - z_y\eta - \frac{1}{2}\eta' T \eta \quad [19]$$

Como argumenta McFadden (1984), esta especificación aproximada resulta exacta cuando los elementos del vector z se distribuyen conjuntamente como una normal, en cuyo caso los primeros momentos de la aproximación de Taylor desaparecen. Este segundo enfoque para estimar un logit multinomial de gran dimensión es adecuado para el problema que se plantean estos autores dado que

las medias muestrales y las varianzas de las variables independientes de su modelo se pueden estimar con facilidad y tienen una interpretación econométrica intuitiva.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

ANEXO VII: PROCEDIMIENTO PASO A PASO DE LOS MODELOS LOGIT

Estructura de Propiedad

```
Beginning Block Number  0.  Initial Log Likelihood Function
-2 Log Likelihood   66.542129

Variable(s) Entered on Step Number
1  DOMINC1   accionista dominante c1>50%

Estimation terminated at iteration number 3 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.

 -2 Log Likelihood  58.874
 Goodness of Fit    48.000

          Chi-Square    df  Significance
 Model Chi-Square   7.668     1   .0056
 Improvement     7.668     1   .0056

-------- Variables in the Equation -----------

Variable        B   S.E.   Wald   df   Sig     R Exp(B)
DOMINC1   -1.7765   .6840  6.7458 1   .0094  -.2671 .1692
Constant    .5978   .3754  2.5365 1   .1112

-------- Model if Term Removed -------------
Based on Conditional Parameter Estimates

Term        Log                              Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR    df    of Log LR

DOMINC1        -33.295        7.715     1          .0055

Variable(s) Entered on Step Number
2..       SUPEC51   Uno de los cinco supervisores en c5

Estimation terminated at iteration number 7 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood      51.500
 Goodness of Fit        44.001

                    Chi-Square    df Significance
 Model Chi-Square       15.042     2        .0005
 Improvement             7.374     1        .0066

---------- Variables in the Equation ------------
Variable      B      S.E.     Wald    df    Sig       R     Exp(B)
DOMINC1     -2.0149     .7130   7.9868     1    .0047  -.2999     .1333
SUPEC51      8.7536   28.4479    .0947     1    .7583   .0000    6333.3
Constant    -7.8373   28.4451    .0759     1    .7829

---------- Model if Term Removed --------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                              Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR    df    of Log LR
DOMINC1        -30.327        9.153     1       .0025
SUPEC51        -29.791        8.082     1       .0045
```

Estructura del Endeudamiento

```
Beginning Block Number  0.  Initial Log Likelihood Function
-2 Log Likelihood   63.682557

Variable(s) Entered on Step Number
1..       OBGLDL
Estimation terminated at iteration number 2 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       60.873
 Goodness of Fit         46.171

                     Chi-Square  df    Significance
 Model Chi-Square      2.809     1        .0937
 Improvement           2.809     1        .0937

----------- Variables in the Equation ------------
Variable         B      S.E.     Wald    df      Sig       R     Exp(B)
OBGLDL      -1.7314   1.0743   2.5976     1    .1070  -.0969    .1770
Constant     1.1253    .8184   1.8903     1    .1692

----------------- Model if Term Removed ------------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                                Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR    df    of Log LR
OBGLDL      -31.842         2.811      1       .0936

Variable(s) Entered on Step Number
2..       OCDC      OBLIG. Y EMPRÉST. CP / DEUDA CP

Estimation terminated at iteration number 8 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       55.148
 Goodness of Fit         42.653

                     Chi-Square    df Significance
 Model Chi-Square        8.534     2      .0140
 Improvement             5.725     1      .0167

----------- Variables in the Equation ------------
Variable        B        S.E.     Wald     df      Sig   R     Exp(B)
OBGLDL      -2.4149    1.2600   3.6737     1    .0553 -.1621   .0894
OCDC       -73.3274   99.5637    .5424     1    .4614  .0000   .0000
Constant     1.8453     .9922   3.4590     1    .0629

---------- Model if Term Removed ---------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                                Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR    df    of Log LR
OBGLDL       -29.712        4.276       1       .0387
OCDC         -30.681        6.213       1       .0127
```

Estructura de Gobierno

```
-2 Log Likelihood   66.542129

Variable(s) Entered on Step Number
1..       DOMINCA   acta. dominante >50% en c. admon
Estimation terminated at iteration number 7 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.

 -2 Log Likelihood      60.635
 Goodness of Fit        44.001

                     Chi-Square  df    Significance
 Model Chi-Square      5.907     1        .0151
 Improvement           5.907     1        .0151

---------- Variables in the Equation ------------
Variable        B         S.E.     Wald    df      Sig     R     Exp(B)
DOMINCA     -8.3848   30.2171    .0770     1    .7814   .0000   .0002
Constant      .1823     .3028    .3626     1    .5470


---------- Model if Term Removed --------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                              Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR    df    of Log LR
DOMINCA      -33.468       6.302       1       .0121

Variable(s) Entered on Step Number
2..       SANOFICA  soc. anonim. no fin. en c. admon.

Estimation terminated at iteration number 7 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood      54.544
 Goodness of Fit        44.001

                     Chi-Square  df     Significance
 Model Chi-Square      11.998    2        .0025
 Improvement            6.091    1        .0136

------------ Variables in the Equation ----------
Variable        B        S.E.     Wald     df      Sig     R     Exp(B)
DOMINCA     -9.5297   27.9287    .1164     1    .7329   .0000    .0001
SANOFICA     2.2513    1.1135   4.0875     1    .0432   .1771   9.5000
Constant     -.1719     .3393    .2565     1    .6125

------------ Model if Term Removed ------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                              Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR    df    of Log LR
DOMINCA     -32.865        11.186      1       .0008
SANOFICA    -30.434         6.323      1       .0119

Variable Entered Number 3..CESE1O: ocurrencia de cese a±o anterior fecha opa
Estimation terminated at iteration number 7 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       51.264
 Goodness of Fit         41.869

                     Chi-Square  df  Significance
 Model Chi-Square     15.278     3     .0016
 Improvement           3.281     1     .0701
```

```
---------- Variables in the Equation -------------
Variable       B          S.E.     Wald    df    Sig     R       Exp(B)
CESE1O       -1.2147     .6912   3.0881    1    .0789 -.1279    .2968
DOMINCA     -10.2916   27.5936    .1391    1    .7092  .0000    .0000
SANOFICA      2.5249    1.1576   4.7572    1    .0292  .2036  12.4895
Constant       .3641     .4592    .6289    1    .4278

---------- Model if Term Removed ---------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                                Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR  df    of Log LR
CESE1O      -27.282        3.300     1      .0693
DOMINCA     -33.264       15.263     1      .0001
SANOFICA    -29.324        7.385     1      .0066
```

Costes de Agencia

```
Beginning Block Number  0.  Initial Log Likelihood Function

-2 Log Likelihood   66.542129

Variable(s) Entered on Step Number
1..       IFAT      inmov.fin./at

Estimation terminated at iteration number 3 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       64.139
 Goodness of Fit         47.257

                     Chi-Square  df      Significance
 Model Chi-Square      2.404     1        .1211
 Improvement           2.404     1        .1211

----------- Variables in the Equation ------------
Variable       B        S.E.      Wald    df      Sig    R      Exp(B)
IFAT         5.2698   3.8009   1.9222    1    .1656   .0000   194.3793
Constant     -.3963    .3966    .9984    1    .3177

----------- Model if Term Removed --------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                                Significance
Removed     Likelihood   -2 Log LR   df    of Log LR
IFAT        -33.276        2.414     1         .1202


Variable(s) Entered on Step Number
2..       ACAT      ac/at

Estimation terminated at iteration number 4 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       59.716
 Goodness of Fit         46.967

                     Chi-Square  df Significance
 Model Chi-Square      6.826     2     .0329
 Improvement           4.422     1     .0355

------------ Variables in the Equation -----------
Variable       B      S.E.     Wald    df     Sig     R        Exp(B)
ACAT          3.2928  1.6685   3.8946   1    .0484   .1687     26.9181
IFAT          9.1508  5.0755   3.2506   1    .0714   .1371   9421.969
Constant     -2.3816  1.1227   4.5003   1    .0339
--------- Model if Term Removed ---------------
        Based on Conditional Parameter Estimates

Term        Log                                Significance
Removed     Likelihood   -2 Log LR   df    of Log LR
ACAT        -32.088        4.460     1        .0347
IFAT        -32.381        5.046     1        .0247
```

```
Variable(s) Entered on Step Number
3..       IDCF      int+div/cash flow

Estimation terminated at iteration number 4 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       56.742
 Goodness of Fit         46.892

                     Chi-Square  df     Significance
 Model Chi-Square      9.800     3        .0203
 Improvement           2.975     1        .0846

---------- Variables in the Equation ------------
Variable       B       S.E.     Wald    df   Sig     R        Exp(B)
ACAT          3.5372   1.7579   4.0486   1  .0442   .1755     34.3692
IDCF           .2977    .2186   1.8548   1  .1732   .0000      1.3468
IFAT         11.1088   5.6779   3.8279   1  .0504   .1657  66755.41
Constant     -2.9721   1.2585   5.5775   1  .0182


---------- Model if Term Removed --------------
        Based on Conditional Parameter Estimates
Term        Log                                Significance
Removed     Likelihood    -2 Log LR   df     of Log LR
ACAT         -30.764        4.786     1        .0287
IDCF         -29.873        3.004     1        .0831
IFAT         -31.628        6.515     1        .0107
```

Modelo Conjunto de Probabilidad de OPA

```
Variable(s) Entered on Step Number

1..       FMAT

Estimation terminated at iteration number 4 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood      56.321
 Goodness of Fit        45.412

                     Chi-Square   df    Significance
 Model Chi-Square       8.813     1        .0030
 Improvement            8.813     1        .0030

2..       DOMINC1

Estimation terminated at iteration number 4 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       48.829
 Goodness of Fit         42.934

                     Chi-Square  df    Significance
 Model Chi-Square      16.305    2        .0003
 Improvement            7.492     1        .0062

3..       SANOFICA

Estimation terminated at iteration number 5 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.
 -2 Log Likelihood       44.874
 Goodness of Fit         38.825


                     Chi-Square   df    Significance
 Model Chi-Square      20.261     3        .0001
 Improvement            3.955     1        .0467
```

4.. OBGLDL

Estimation terminated at iteration number 5 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.

-2 Log Likelihood	41.023
Goodness of Fit	38.770

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	24.111	4	.0001
Improvement	3.851	1	.0497

5.. ACAT

Estimation terminated at iteration number 6 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.

-2 Log Likelihood	35.304
Goodness of Fit	46.155

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	29.831	5	.0000
Improvement	5.719	1	.0168

6.. IDCF

Estimation terminated at iteration number 6 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.

-2 Log Likelihood	30.078
Goodness of Fit	42.355

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	35.057	6	.0000
Improvement	5.226	1	.0223

7.. CESE1O

Estimation terminated at iteration number 6 because
Log Likelihood decreased by less than .01 percent.

-2 Log Likelihood	26.562
Goodness of Fit	64.630

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	38.573	7	.0000
Improvement	3.516	1	.0608

---------- Variables in the Equation ----------

Variable	B	S.E.	Wald	df	Sig	R	Exp(B)
ACAT	-8.1478	4.0669	4.0138	1	.0451	-.1758	.0003
CESE1O	-2.0054	1.1742	2.9171	1	.0876	-.1187	.1346
DOMINC1	-3.7317	1.5907	5.5036	1	.0190	-.2319	.0240
FMAT	22.3132	7.7568	8.2747	1	.0040	.3104	4.9E+9
IDCF	.6722	.4190	2.5734	1	.1087	.0938	1.958
OBGLDL	-6.2689	2.5882	5.8664	1	.0154	-.2436	.0019
SANOFICA	4.9747	1.9211	6.7057	1	.0096	.2688	144.7067
Constant	5.3990	2.8493	3.5905	1	.0581		

---------- Model if Term Removed --------
Based on Conditional Parameter Estimates

Term Removed	Log Likelihood	-2 Log LR	df	Significance of Log LR
ACAT	-16.589	6.617	1	.0101
CESE1O	-15.210	3.858	1	.0495
DOMINC1	-19.369	12.177	1	.0005
FMAT	-23.184	19.805	1	.0000
IDCF	-16.656	6.751	1	.0094
OBGLDL	-19.272	11.981	1	.0005
SANOFICA	-20.543	14.525	1	.0001

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Title : "Managers´ discretionary power, agency costs and control mechanisms in Spanish tender offers"

Abstract

This doctoral dissertation studies takeover theories from the point of view of agency theory. The first part (chapters one to four) reviews some merger and acquisition (M&A) theories and analyzes the market for corporate control as a mechanism to solve agency problems from separation of ownership and control in public corporations. In the second part (chapters five to seven) we review previous empirical evidence on the determinants of takeover targets and we study the relations between incentive and monitoring mechanisms, their effects on efficiency and takeovers and their consequences in management turnover.

For a sample of quoted Spanish acquired companies by tender offer between 1991 and 1995, we have estimated logistic regressions to analyze the main differential characteristics with a paired-sample of unacquired Spanish quoted companies. Our results indicate that although target firms exhibit higher agency costs than non-acquired firms, the most relevant differences between both groups of firms are monitoring mechanisms and liquidity and financial slack. In addition, we find no evidence that supports the role of corporate performance and tax synergies in explaining takeovers. Finally, we find little support for disciplining takeovers when we study management turnover after takeover process.