

DOC. 095/95
ANA ISABEL FERNÁNDEZ
SILVIA GÓMEZ ANSÓN

LA ADOPCIÓN DE ACUERDOS ESTATUTARIOS
ANTIADQUISICIÓN. EVIDENCIA EN EL MERCADO
DE CAPITALES ESPAÑOL

Título: La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español

Autores: Ana Isabel Fernández; Silvia Gómez Ansón

Universidad de Oviedo

Dirección: Silvia Gómez Ansón.

Facultad de C. Económicas y Empresariales

Avenida del Cristo s/n

Oviedo 33071

Tfno: 98-5104864

Fax: 5103709

Resumen: En esta nota se analiza el efecto de la adopción de acuerdos estatutarios defensivos para una muestra de empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid. En un intervalo temporal que rodea al día de la aprobación de los acuerdos y, más concretamente, en los períodos que coinciden tanto con el legalmente establecido por la L.S.A. para enviar información a los accionistas de los temas a tratar en la Junta, así como con el posterior a la aprobación efectiva de estos acuerdos, la reacción del mercado es negativa y estadísticamente significativa. Los resultados empíricos apoyan, por tanto, el efecto perjudicial de estas reformas estatutarias.

Abstract: This note studies the wealth effects of antitakeover amendments for a sample of Spanish trading firms. The empirical findings reveal a significant negative market reaction at the time of the charter amendments approval, more specifically at the time established by Spanish corporate law for the proposal and, after the approval. Thus, the evidence supports the managerial entrenchment hypothesis.

1.- Introducción.

Las reformas antiadquisición constituyen un conjunto variado de reformas estatutarias (acuerdos de precio justo, supermayoría, limitaciones en los derechos de los accionistas y en sus derechos de voto y autorizaciones al Consejo de Administración para emitir acciones preferentes), que establecen condiciones en la transferencia del control gerencial de una empresa (Jarrell y Poulsen, 1987) con el consentimiento de sus accionistas. Los repelentes antitiburones, como coloquialmente son conocidas estas reformas, incrementan el poder de negociación de los gestores ante una posible adquisición hostil (Pound, 1988). Ahora bien, éstos pueden utilizar dicho poder, bien en el interés de los accionistas de la empresa, bien en el suyo propio. Estos dos posibles usos alternativos, por parte de los gestores, del mayor poder de negociación que les otorgan los acuerdos defensivos, constituyen las bases de dos hipótesis de trabajo contrapuestas utilizadas en las investigaciones descritas en la literatura financiera en relación a los efectos que se pueden derivar de la aprobación de estas reformas estatutarias. Tales hipótesis se denominan: la hipótesis de los intereses de los accionistas y la hipótesis del atrincheramiento del gestor.

Mientras que la hipótesis de los intereses de los accionistas establece que los acuerdos citados producirían un efecto neto beneficioso para los accionistas de la empresa (Grossman y Hart, 1980; DeAngelo y Rice, 1983) como consecuencia de una mayor asignación, a su favor, de las futuras ganancias originadas en las operaciones adquisitivas (Jarrell y Bradley, 1980), la hipótesis del atrincheramiento del gestor (Williamson, 1975) se basa en que, ellos conducirían a un efecto perjudicial para accionistas, así como a incrementar la protección laboral y prerrogativas de los gestores en las tomas de decisiones.

Para justificar la hipótesis de los intereses de los accionistas se han formulado diversas explicaciones ad hoc, tales como que los acuerdos antiadquisición proporcionan una solución, tanto a un problema de polizón existente en las ofertas públicas de adquisición de acciones (Grossman y Hart, 1980), como al problema que plantea el derecho de propiedad colectivo en potenciales empresas objetivo (DeAngelo y Rice, 1983). Las reformas alargan los procesos de negociación de las ofertas públicas de adquisición de acciones proporcionando a los gestores la oportunidad de “ofrecer” su empresa a un mayor número de posibles adquirentes incentivando, por tanto, la competencia entre los oferentes, acción que debería desembocar en un incremento de las ganancias obtenidas por los accionistas de la empresa objetivo (Jarrell, Brickley y Netter, 1988)¹.

Contrariamente, la hipótesis del atrincheramiento del gestor sugiere la existencia de problemas de agencia existentes entre accionistas y gestores en la empresa (Jensen y Meckling, 1976) como consecuencia del miedo de los gestores a un posible despido realizado a través del voto accionarial (Manne, 1965) y, más específicamente, a través de una operación adquisitiva². Por lo tanto el miedo al despido podría explicar el interés de los gestores por proponer la adopción de acuerdos antiadquisición a sus accionistas. La presentación de estas reformas estatutarias a la aprobación de los accionistas en su Junta General supondría pues, un intento gerencial de proteger sus puestos de trabajo.

Las diferencias existentes entre las dos hipótesis expuestas implican efectos contrarios sobre la riqueza de los accionistas derivados de la adopción de los acuerdos antiadquisición³. De ser cierta la hipótesis de los intereses de los accionistas, el mercado reaccionaría

positivamente a la adopción de los acuerdos, mientras que bajo la hipótesis del atrincheramiento del gestor debería reaccionar negativamente. Ahora bien, la evidencia empírica relativa a los efectos riqueza asociados a la adopción de estas reformas estatutarias defensivas, a primera vista, parece que no proporciona unos resultados concluyentes⁴ pues, se observan reacciones, estadísticamente significativas, en las acciones de las empresas, bien negativas (Dann y DeAngelo, 1983), bien positivas (Linn y McConnell, 1983), así como reacciones no significativas (DeAngelo y Rice, 1983; Jarrell y Poulsen, 1987). Sin embargo, los estudios que controlan la incidencia de otros acontecimientos y analizan separadamente el efecto de los acuerdos antiadquisición atendiendo a su tipología, sí parecen conducir a resultados más aclaratorios. La adopción de acuerdos de precio-justo⁵ conlleva una reacción positiva, significativa, del precio de las acciones (Jarrell y Poulsen, 1987), mientras que las medidas defensivas no pertenecientes a este grupo originan reacciones negativas, significativas (Jarrell y Poulsen, 1987; Malatesta y Walkling, 1988; Ryngaert, 1988)⁶. Asimismo, Pound (1988) aporta evidencia empírica del efecto disuasorio de las llamadas píldoras venenosas sobre las adquisiciones, sin detectar unas mayores rentabilidades para los accionistas de las empresas que son efectivamente adquiridas, lo que refuerza, por tanto, la hipótesis del atrincheramiento para este tipo de medidas defensivas.

;

En este contexto, el objetivo de este estudio es contrastar en el mercado español las dos hipótesis propuestas. Para ello hemos analizado la reacción del precio de las acciones para una muestra de empresas, admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid, que adoptaron reformas estatutarias antiadquisición entre el 1 de Enero de 1988 y el 1 de Mayo de 1994. La muestra incluye acuerdos supermayoría, autorizaciones al Consejo de Administración para emitir acciones preferentes y convertibles, así como reformas que limitan, tanto el

acceso al Consejo de la empresa como los derechos de los accionistas en general y, más específicamente, los de voto⁷.

En la muestra estudiada, hemos analizado la reacción del precio de las acciones en torno al día de la aprobación del acuerdo en la Junta General de Accionistas. Los resultados del análisis, al igual que en el caso de los estudios empíricos centrados en el mercado estadounidense, detectan reacciones negativas, significativas, en el precio de las acciones. Estos resultados empíricos indican, por tanto, el efecto perjudicial para los accionistas de la adopción de estas reformas estatutarias defensivas, lo que es consistente con la hipótesis del atrincheramiento del gestor.

En lo que sigue, se da una descripción del estudio realizado estructurado en las siguientes secciones: la sección 2 se describe la base de datos y metodología utilizada, la sección 3 recoge los resultados empíricos del estudio y , finalmente, en la sección 4 se presentan las principales conclusiones del trabajo.

2.- Base de datos y metodología.

La base de datos está formada por una muestra de empresas españolas admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid que adoptaron reformas estatutarias defensivas entre el 1 de Enero de 1988 y el 1 de Mayo de 1988. Para identificar las empresas que forman la población muestral se utilizaron los anuncios de acuerdos estatutarios defensivos publicados en el diario económico Expansión. Hemos encontrado un total de 21 anuncios⁸.

El cuadro 1 muestra la descripción de estas medidas defensivas clasificadas de acuerdo a su tipología⁹. Los acuerdos predominantes, como se puede observar, son autorizaciones al Consejo para emitir acciones preferentes (10 casos), medidas que limitan los derechos de voto de los accionistas (9 casos)¹⁰, acuerdos supermayoría (8 casos)¹¹ y limitaciones al acceso al Consejo de Administración ó Presidencia de la empresa (7 casos)¹². La limitación en los derechos de los accionistas es menos habitual (4 casos)¹³.

La población inicial de anuncios anteriormente descrita fue depurada de acuerdo con los siguientes criterios:

1.- Se eliminaron los anuncios de adopción de acuerdos antiadquisición cuándo, bien durante el período de estimación ó de cálculo de la reacción del precio de las acciones, se detectaron otros anuncios que podían conllevar información simultánea de otros efectos (4 casos).

2.- Se eliminaron los anuncios para los que no se conocía la fecha de celebración de la Junta General de Accionistas ó los acuerdos aprobados en la misma (2 casos).

3.- Se eliminaron los anuncios de empresas cuyos parámetros característicos no eran estadísticamente significativos ó la regresión por mínimos cuadrados ordinarios presentaba un bajo coeficiente de autocorrelación (2 casos).

Al adoptar estos criterios, la población muestral inicial de anuncios de reformas estatutarias defensivas se redujo a 13.

Las rentabilidades anormales observadas para las acciones de las empresas que componen la muestra en torno a los días de aprobación de los acuerdos antiadquisición¹⁴ se midieron según el modelo de mercado¹⁵, mediante la diferencia entre la rentabilidad observada y la rentabilidad esperada de los títulos de la empresa j en un día t :

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\tilde{\alpha}_j - \tilde{\beta}_j \cdot R_{Mt})$$

dónde, AR_{jt} es la rentabilidad anormal observada para la empresa j en el día t , R_{jt} es la rentabilidad observada, ajustada por dividendos y ampliaciones de capital, para la misma acción j en el momento t , R_{Mt} es la rentabilidad del mercado, medida a través de la rentabilidad del índice General de la Bolsa de Madrid en el día t . Los coeficientes $\tilde{\alpha}_j$ y $\tilde{\beta}_j$ son las estimaciones, por mínimos cuadrados ordinarios, de los parámetros característicos de la empresa j .

Para estimar los parámetros característicos de la empresa se utilizó un intervalo de 120 días, comenzando 140 días antes de la aprobación del acuerdo (día cero)¹⁶. Una vez estimadas las rentabilidades anormales medias diarias para cada empresa j , se calculó la rentabilidad anormal media para el conjunto de la muestra en el día t :

$$\bar{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt}$$

dónde, $\bar{AR}_t$ es la rentabilidad anormal media para el conjunto muestral $j=1, \dots, N$ en el día t y N el número de casos incluidos en la muestra depurada¹⁷.

Sumando las rentabilidades anormales medias diarias obtenemos la rentabilidad anormal media acumulada para un intervalo temporal dado (a,b) :

$$\overline{CAR} = \sum_{t=a}^b \overline{AR}_t$$

dónde $\overline{CAR}$ es la rentabilidad anormal acumulada media para una ventana dada del suceso (t=a,...,b).

Brown y Warner (1985) demuestran la existencia de posibles problemas asociados a la utilización de metodologías basadas en el modelo de mercado y test paramétricos estándar en el caso de pequeños tamaños muestrales. En estos casos, los test paramétricos convencionales presentan un elevado nivel de kurtosis, lo que induce a no poder aceptar literalmente los niveles de significación proporcionados por los mismos. Nuestro tamaño muestral desaconseja, por tanto, la utilización de test paramétricos estándar en la contrastación de que los excesos acumulados de rentabilidad alrededor del día de adopción de los acuerdos son iguales a cero (hipótesis nula). Corrado (1989) desarrolla un test no paramétrico de rango, con un mayor poder que el de los paramétricos convencionales, para contrastar la hipótesis nula. Dicho test estadístico es válido para tamaños muestrales superiores a 10 títulos. Por todo ello, hemos utilizado este test no paramétrico de rangos, que exponemos brevemente a continuación, para contrastar nuestra hipótesis nula.

;

Para transformar la distribución de los excesos de rentabilidades observadas en una distribución uniforme a lo largo de todos los posibles valores de sus rangos¹⁸, se asigna un rango a cada rentabilidad observada de cada empresa j, tal que:

$$K_{jt} = \text{rango} (AR_{jt})$$

dónde $AR_{jt} > AR_{ji}$ implica que $K_{jt} > K_{ji}$ en el día t,i; siendo t= -140,..., +5 y $1 \leq K_{jt} \leq 146$ ¹⁹.

A continuación se calcula el estadístico T para un intervalo (a,b) como:

$$T = ((1/N) \sum_{j=1}^N \sum_{t=a}^b (K_{jt} - 73,5) / S(K)) / \sqrt{b-a+1}$$

dónde $S(K)$ es la desviación estándar, determinada como:

$$S(K) = \sqrt{(1/146) \sum_{t=-140}^{+5} ((1/N) * \sum_{j=1}^N (K_{jt} - 73,5))^2}$$

3.- Resultados empíricos.

El cuadro 2 muestra las rentabilidades anormales medias acumuladas, para distintas ventanas ó intervalos temporales, junto a su significación estadística. Las rentabilidades anormales que se observan en el intervalo temporal (-20,+5) revelan una reacción negativa del mercado (-3,34 %), significativa al 95% (T=-2,67), a la adopción de acuerdos estatutarios defensivos. Observando con mayor detalle la posible existencia de distintas tendencias a lo largo del período inicialmente considerado, se detectan cuatro intervalos diferenciados. Se producen reacciones negativas, significativas, en el precio de las acciones ($\overline{CAR} = -2,39\%$; T=-2,06) en el período (-17,-11), así como en el intervalo (+1,+5)²⁰ ($\overline{CAR} = -5,53\%$; T=-3,43), mientras que tanto en los intervalos temporales (-20,-18) como en (-10,0) no se detectan rentabilidades anormales significativas²¹. Estas tendencias en las rentabilidades anormales observadas en torno al día de la adopción del acuerdo (véase gráfico 1), indican una reacción negativa del mercado cuándo se hace público la propuesta de adopción de los acuerdos antiadquisición en la próxima Junta General de Accionistas y una reacción posterior negativa, aún mayor, tras la aprobación de los acuerdos.

La evidencia empírica observada apoya pues la hipótesis del atrincheramiento del gestor y se traduce en una reacción negativa en el precio de las acciones al conocerse la noticia de su posible aprobación y, posteriormente, cuándo estos son ratificados en la Junta General de Accionistas. Los resultados obtenidos pueden interpretarse como el reflejo de la existencia de costes de agencia asociados a la adopción de acuerdos estatutarios defensivos (excluyendo los acuerdos de precio-justo) para la muestra considerada²².

4.- Conclusiones.

Los resultados obtenidos para la muestra considerada en el estudio presentan unas rentabilidades anormales negativas significativas en un amplio intervalo temporal en torno al día de la aprobación de los acuerdos y, más concretamente, en el período que coincide con el establecido por la L.S.A. para enviar información a los accionistas de los temas a tratar en la Junta (cuando la intención de los gestores a proponer la adopción de los acuerdos se hace pública) y posteriormente, tras la aprobación efectiva de los mismos. Esta reacción apoya por tanto la hipótesis del atrincheramiento del gestor para la muestra de empresas considerada.

La reacción observada en el grupo de empresas incluidas en este estudio proporciona un apoyo preliminar a la hipótesis del atrincheramiento del gestor unida a la aprobación de acuerdos estatutarios defensivos en el mercado español de capitales. Sin embargo, entendemos que posibles futuros trabajos de investigación que analicen la relación entre la existencia de estas medidas defensivas en una empresa y su probabilidad de convertirse en empresa objetivo (Pound, 1988), ó la relación entre la participación accionarial de los

insiders y los inversores institucionales, ó las características de las empresas, con la adopción de este tipo de acuerdos (Brickley, Lease y Smith, 1988; Ambrose y Megginson, 1992; Dowen et al, 1994) nos ayudarán a profundizar en el conocimiento del comportamiento gerencial y accionarial predominante en nuestro país en relación a los acuerdos antiadquisición.

¹ Bradley, Desai y Kim (1988) demuestran cómo la existencia de competencia en el proceso adquisitivo incrementa la riqueza obtenida por los accionistas de la empresa objetivo.

² Martin y McConnell (1991) demuestran, para una muestra de empresas adquiridas vía Opa, que el ratio de relevo gerencial es mayor en los dos años posteriores que en los dos anteriores a la adquisición.

³ El estudio de los efectos de la adopción de acuerdos antiadquisición sobre la riqueza accionarial se realiza analizando la reacción del mercado para los títulos de las empresas que los adoptan.

⁴ Ver Jensen y Ruback (1983) y Jarrell, Brickley y Netter (1988) para una revisión de la literatura al respecto.

⁵ Un acuerdo de precio justo establece el requisito de supermayoría con una cláusula que lo anula si el oferente accede a pagar el denominado precio-justo por todas las acciones adquiridas.

⁶ El estudio de Jarrell y Poulsen (1987) incluye reformas estatutarias de tipo supermayoría, de consejo escalonado y autorizaciones al Consejo para emitir acciones preferentes. Los trabajos de Malatesta y Walkling (1988) y Ryngaert (1988) se refieren al efecto de las píldoras venenosas.

⁷ No se encontró ningún acuerdo de precio-justo.

⁸ En la muestra se observa una alta concentración de acuerdos en el sector bancario paralelo a la ola de fusiones vivida en el sector.

⁹ El número de medidas defensivas adoptadas (38 casos) es superior a las 21 empresas que conforman la muestra. Los gestores suelen someter conjuntamente varios acuerdos antiadquisición a la ratificación de los accionistas.

¹⁰ La limitación en los derechos de voto de los accionistas consiste en el establecimiento de un porcentaje máximo de votos por accionista ó grupo accionarial. El límite usual es del 10%, aunque en un caso este límite se reduce al 5% y en otro se eleva al 20%.

¹¹ Los acuerdos supermayoría exigen, como media, la ratificación de una operación de fusión por el 75% de los votos representados en la Junta. La L.S.A. establece en este supuesto un porcentaje del 50%.

¹² La limitación en el acceso al Consejo de Administración ó Presidencia de la empresa consiste en el establecimiento de una antigüedad mínima como accionista (ó consejero en algunos casos para la Presidencia) a los miembros del Consejo (3 años generalmente) ó al Presidente (5 años generalmente)

¹³ La limitación en los derechos de los accionistas consiste en el establecimiento de un quórum mínimo, entre un 60% y 70% del accionariado, frente al 50% exigido en la L.S.A., para la celebración de Juntas Generales de Accionistas que tengan por objeto aprobar una operación adquisitiva.

¹⁴ El estudio se replicó utilizando como día cero el día del anuncio en Expansión. Los resultados obtenidos corroboraban asimismo la hipótesis del atrincheramiento del gestor.

¹⁵ No se ha tenido en cuenta el efecto de la contratación infrecuente para el cálculo de las rentabilidades anormales ya que Brown y Warner (1985) demuestran que ésta no provoca problemas de especificación en el estudio de acontecimientos.

¹⁶ Para capturar el posible efecto de la información enviada a los accionistas antes de la celebración de la Junta (como mínimo 15 días según la L.S.A.) se eligió, en principio un período amplio de cálculo de las rentabilidades anormales observadas.

¹⁷ 13 en nuestro caso.

¹⁸ La distribución de los valores de los rangos considerados muestra una distribución uniforme aún en presencia de asimetría en la distribución original de las rentabilidades anormales.

¹⁹ Se asigna un rango tanto a las rentabilidades anormales observadas en la ventana del suceso (-20, +5) como a las que se calculan para el período de estimación de los parámetros característicos de la empresa.

²⁰ El mercado reacciona negativamente en el día +1 lo que indica que reacciona una vez que se ha difundido la noticia de la adopción efectiva del acuerdo. Esto es lógico si consideramos que el anuncio de la posible aprobación se produjo con anterioridad a la celebración de la Junta General de Accionistas.

²¹ Es interesante resaltar que todas las empresas del conjunto muestral, salvo una, siguen las tendencias señaladas. En el caso de la única empresa que presenta un comportamiento diferente se observan reacciones positivas a la aprobación del acuerdo, reacción que podría explicarse por el efecto informativo positivo asociado a una mayor probabilidad de adquisición (DeAngelo y Rice, 1983; Pound, 1988) que conllevan los acuerdos defensivos. En este caso el anuncio de la adopción de los acuerdos coincide con una época de alta actividad adquisitiva sectorial. Por ello, la adopción de medidas estatutarias antiadquisición podría ser interpretado por el mercado como una señal de que la empresa está en juego. Otra posible explicación a este comportamiento individualizado sería que para esta empresa con una alta proporción de " insiders " se verificase la hipótesis de los intereses de los accionistas. Diversos estudios (Morck, Shleifer y Vishny, 1988; McConnel y Servaes, 1990) encuentran la existencia de una relación positiva entre la participación accionarial de los insiders y la marcha de la empresa, es decir una mayor alineación de los intereses de gestores y accionistas.

²² Los resultados negativos, obtenidos por Martínez y Sanchís (1990), en las rentabilidades y cash-flows, antes de la Opa, para una muestra de empresas industriales que fueron objeto de adquisiciones apoyan, asimismo, la existencia de costes de agencia en las empresas objetivo españolas.

Referencias

- Ambrose, B.W.; Megginson, W.L. (1992): "The Role of Asset Structure, Ownership Structure and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(4), pp. 575-589.
- Bradley, M.; Desai, A.; Kim, E.M. (1988) "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 21, pp. 3-40.
- Brickley, J.A.; Lease, R.C.; Smith Jr, C.W. (1988): "Ownership Structure and Voting of Antitakeover Amendments", *Journal of Financial Economics* 20, pp. 267-291.
- Brown, S.J.; Warner, J.B. (1985): "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics* 14, pp. 3-31.
- Corrado, C.J. (1989): "A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 385-395.
- Dann, L.; DeAngelo, H. (1983): "Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 157-186.
- DeAngelo, H.; Rice, E.M. (1983): "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 329-359.
- Downen, R.J.; Johnson, J.M.; Jensen, G.R. (1994): "Poison pills and corporate governance", *Applied Financial Economics* 4, pp. 305-313.
- Gómez Ansón, S., Fernández Álvarez, A.I. (1995): "Los acuerdos antiadquisición en el mercado de capitales español", II Jornadas de Economía Financiera, Bilbao.

Grossman, S.J.; Hart, O.D. (1980): "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics* 11, pp. 42-64

Hirshleifer, D. (1992): "Control corporativo y posiciones mayoritarias", *Cuadernos Económicos del I.C.E.* 50, pp. 175-201.

Jarrell, G; Bradley, M. (1980): " The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers ", *Journal of Law and Economics*, October, pp. 371-407.

Jarrell, G.; Brickley, J.A.; Netter, J.M. (1988): "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", *Journal of Economic Perspectives* 2, pp. 49-68.

Jarrell, G.A.; Poulsen, A.B. (1987): " Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980", *Journal of Financial Economics* 19, pp. 127-168.

Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, pp. 305-360.

Jensen, M.C.; Ruback, R.S. (1983): "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.

Linn, S.C.; McConnell, J.J. (1983): "An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendementes on Common Stock Prices", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 361-399.

McConnell, J.; Servaes, H. (1990) "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics* 27, pp.595-612.

Malatesta, P.H.; Walkling, R.A. (1988): "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 20, pp. 347-376.

Manne, H.G. (1965): "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, April, pp. 110-120.

- Martin, K.J.; McConnel, J.J. (1991), "Corporate performance, corporate takeovers and management turnover", *The Journal of Finance* 26, pp. 671-687.
- Martínez, J.A.; Sanchís, A. (1990): "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales", *Economía Industrial*, Marzo-Abril, pp 125-135.
- Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1988) " Alternative mechanisms for corporate control", *American Economic Review* 79, pp. 842-852.
- Pound, J. (1987): "The Effects of Antitakeover Amendments on Takeover Activity: Some Direct Evidence", *The Journal of Law and Economics* 30, October, pp. 353-367.
- Pound, J. (1988): "The Information Effects of Takeover Bids and Resistance", *Journal of Financial Economics* 22, pp. 207-227.
- Ryngaert, M. (1988) " The effect of poison pill securities on shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 20, pp. 377-401.
- Williamson, O. (1975): *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*, The Free press, New York.

CUADRO 1

Tipología de los Acuerdos Antiadquisición aprobados

<i>Tipo de Acuerdo Antiadquisición aprobado</i>	<i>Número de Empresas</i>
Autorización al Consejo para emitir acciones preferentes ó convertibles	10
Limitación en los derechos de voto de los accionistas	9
Acuerdos Supermayoría	8
Limitación en el acceso al Consejo de Administración ó Presidencia	7
Limitación en los derechos de los accionistas (quórum mínimo)	4

CUADRO 2

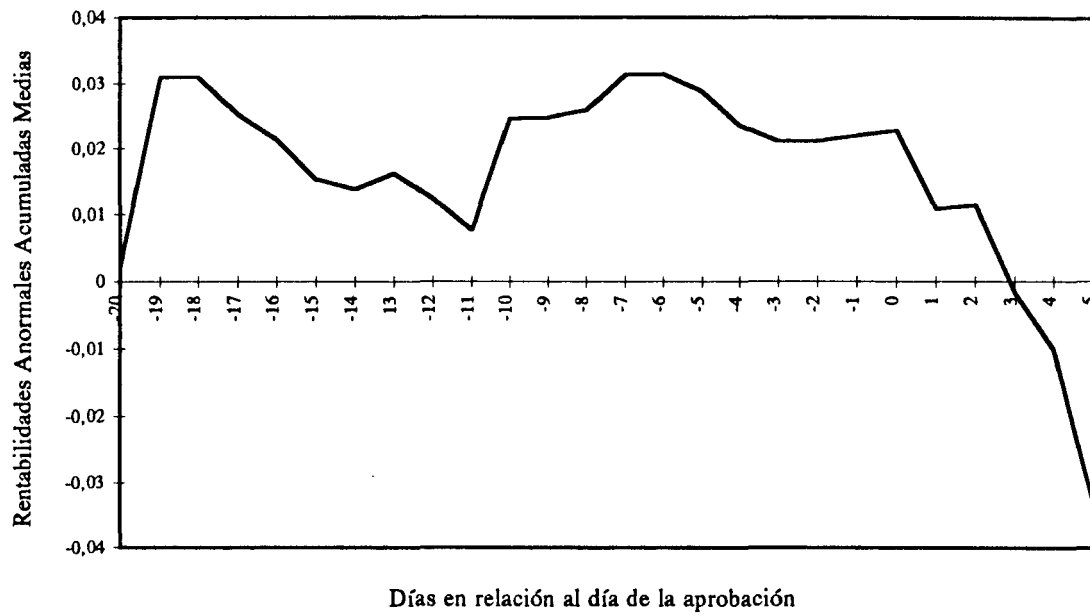
Rentabilidades anormales acumuladas medias para distintos intervalos temporales.

<i>Intervalo temporal</i>	<i>CAR (%)</i>	<i>Test de rango</i>
(-20,+5)		-2,67*
(-20,-18)	3,09	-0,33
(-17,-11)	-2,34	-2,07*
(-10,0)	1,51	0,20
(+1,+5)	-5,61	-3,68*

* Significación estadística al nivel del 95%.

GRÁFICO 1

Rentabilidades Anormales Acumuladas en el Intervalo Temporal (-20,+5) en torno a la aprobación de los acuerdos antiadquisición.



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
RELACIÓN DE DOCUMENTOS DE TRABAJO:

- Doc. 001/88 **JUAN A. VAZQUEZ GARCIA.**- Las intervenciones estatales en la minería del carbón.
- Doc. 002/88 **CARLOS MONASTERIO ESCUDERO.**- Una valoración crítica del nuevo sistema de financiación autonómica.
- Doc. 003/88 **ANA ISABEL FERNANDEZ ALVAREZ; RAFAEL GARCIA RODRIGUEZ; JUAN VENTURA VICTORIA.**- Análisis del crecimiento sostenible por los distintos sectores empresariales.
- Doc. 004/88 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- Una propuesta para la integración multijurisdiccional.
- Doc. 005/89 **LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ; JOSE MANUEL DIEZ MODINO.**- La modernización del sector agrario en la provincia de León.
- Doc. 006/89 **JOSE MANUEL PRADO LORENZO.**- El principio de gestión continuada: Evolución e implicaciones.
- Doc. 007/89 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- El gasto público del Ayuntamiento de Oviedo (1982-88).
- Doc. 008/89 **FELIX LOBO ALEU.**- El gasto público en productos industriales para la salud.
- Doc. 009/89 **FELIX LOBO ALEU.**- La evolución de las patentes sobre medicamentos en los países desarrollados.
- Doc. 010/90 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.**- Investigación de las preferencias del consumidor mediante análisis de conjunto.
- Doc. 011/90 **ANTONIO APARICIO PEREZ.**- Infracciones y sanciones en materia tributaria.
- Doc. 012/90 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; CONCEPCION GONZALEZ VEIGA.**- Una aproximación metodológica al estudio de las matemáticas aplicadas a la economía.
- Doc. 013/90 **EQUIPO MECO.**- Medidas de desigualdad: un estudio analítico
- Doc. 014/90 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- Una estimación de las necesidades de gastos para los municipios de menor dimensión.
- Doc. 015/90 **ANTONIO MARTINEZ ARIAS.**- Auditoría de la información financiera.
- Doc. 016/90 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ.**- La población como variable endógena
- Doc. 017/90 **JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- La redistribución local en los países de nuestro entorno.
- Doc. 018/90 **RODOLFO GUTIERREZ PALACIOS; JOSE MARIA GARCIA BLANCO.**- "Los aspectos invisibles" del declive económico: el caso de Asturias.
- Doc. 019/90 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.**- La política de precios en los establecimientos detallistas.
- Doc. 020/90 **CANDIDO PAÑEDA FERNANDEZ.**- La demarcación de la economía (seguida de un apéndice sobre su relación con la Estructura Económica).

- Doc. 021/90 **JOAQUIN LORENCES.**- Margen precio-coste variable medio y poder de monopolio.
- Doc. 022/90 **MANUEL LAFUENTE ROBLEDO; ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- El T.A.E. de las operaciones bancarias.
- Doc. 023/90 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Amortización y coste de préstamos con hojas de cálculo.
- Doc. 024/90 **LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ; JEAN-MARC BUIGUES.**- Un ejemplo de política municipal: precios y salarios en la ciudad de León (1613-1813).
- Doc. 025/90 **MYRIAM GARCIA OLALLA.**- Utilidad de la teorías de las opciones para la administración financiera de la empresa.
- Doc. 026/91 **JOAQUIN GARCIA MURCIA.**- Novedades de la legislación laboral (octubre 1990 - enero 1991)
- Doc. 027/91 **CANDIDO PAÑEDA.**- Agricultura familiar y mantenimiento del empleo: el caso de Asturias.
- Doc. 028/91 **PILAR SAENZ DE JUBERA.**- La fiscalidad de planes y fondos de pensiones.
- Doc. 029/91 **ESTEBAN FERNANDEZ SANCHEZ.**- La cooperación empresarial: concepto y tipología (*)
- Doc. 030/91 **JOAQUIN LORENCES.**- Características de la población parada en el mercado de trabajo asturiano.
- Doc. 031/91 **JOAQUIN LORENCES.**- Características de la población activa en Asturias.
- Doc. 032/91 **CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.**- Política económica regional
- Doc. 033/91. **BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.**- 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.
- Doc. 034/91 **BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.**- Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas.
- Doc. 035/91 **NURIA BOSCH; JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- Seven Hypotheses About Public Chjoice and Local Spending. (A test for Spanish municipalities).
- Doc. 036/91 **CARMEN FERNANDEZ CUERVO; LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ.**- De una olvidada revisión crítica sobre algunas fuentes histórico-económicas: las ordenanzas de la gobernación de la cabrera.
- Doc. 037/91 **ANA JESUS LOPEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.**- Indicadores de desigualdad y pobreza. Nuevas alternativas.
- Doc. 038/91 **JUAN A. VAZQUEZ GARCIA; MANUEL HERNANDEZ MUÑIZ.**- La industria asturiana: ¿Podemos pasar la página del declive?.
- Doc. 039/92 **INES RUBIN FERNANDEZ.**- La Contabilidad de la Empresa y la Contabilidad Nacional.
- Doc. 040/92 **ESTEBAN GARCIA CANAL.**- La Cooperación interempresarial en España: Características de los acuerdos de cooperación suscritos entre 1986 y 1989.
- Doc. 041/92 **ESTEBAN GARCIA CANAL.**- Tendencias empíricas en la conclusión de acuerdos de cooperación.
- Doc. 042/92 **JOAQUIN GARCIA MURCIA.**- Novedades en la Legislación Laboral.

- Doc. 043/92 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.**- El comportamiento del consumidor y la estrategia de distribución comercial: Una aplicación empírica al mercado de Asturias.
- Doc. 044/92 **CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.**- Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales.
- Doc. 045/92 **CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.**- Creación de valor en las fusiones empresariales a través de un mayor poder de mercado.
- Doc. 046/92 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Influencia relativa de la evolución demográfica en le futuro aumento del gasto en pensiones de jubilación.
- Doc. 047/92 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Aspectos demográficos del sistema de pensiones de jubilación español.
- Doc. 048/92 **SUSANA LOPEZ ARES.**- Marketing telefónico: concepto y aplicaciones.
- Doc. 049/92 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.**- Las influencias familiares en el desempleo juvenil.
- Doc. 050/92 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.**- La adquisición de capital humano: un modelo teórico y su contrastación.
- Doc. 051/92 **MARTA IBAÑEZ PASCUAL.**- El origen social y la inserción laboral.
- Doc. 052/92 **JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.**- Estudio del sector comercial en la ciudad de Oviedo.
- Doc. 053/92 **JULITA GARCIA DIEZ.**- Auditoría de cuentas: su regulación en la CEE y en España. Una evidencia de su importancia.
- Doc. 054/92 **SUSANA MENENDEZ REQUEJO.**- El riesgo de los sectores empresariales españoles: rendimiento requerido por los inversores.
- Doc. 055/92 **CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.**- Una valoración económica de la obtención de productos derivados del petroleo a partir del carbón
- Doc. 056/92 **IGNACIO ALFREDO RODRIGUEZ-DEL BOSQUE RODRIGUEZ.**- Consecuencias sobre el consumidor de las actuaciones bancarias ante el nuevo entorno competitivo.
- Doc. 057/92 **LAURA CABIEDES MIRAGAYA.**- Relación entre la teoría del comercio internacional y los estudios de organización industrial.
- Doc. 058/92 **JOSE LUIS GARCIA SUAREZ.**- Los principios contables en un entorno de regulación.
- Doc. 059/92 **Mª JESUS RIO FERNANDEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.**- Cuantificación de la concentración industrial: un enfoque analítico.
- Doc. 060/94 **Mª JOSE FERNANDEZ ANTUÑA.**- Regulación y política comunitaria en materia de transportes.
- Doc. 061/94 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.**- Factores determinantes de la afiliación sindical en España.
- Doc. 062/94 **VICTOR FERNANDEZ BLANCO.**- Determinantes de la localización de las empresas industriales en España: nuevos resultados.

- Doc. 063/94 **ESTEBAN GARCIA CANAL.**- La crisis de la estructura multidivisional.
- Doc. 064/94 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.**- Metodología de la investigación econométrica.
- Doc. 065/94 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.**- Análisis Cualitativo de la fecundidad y participación femenina en el mercado de trabajo.
- Doc. 066/94 **JOAQUIN GARCIA MURCIA.**- La supervisión colectiva de los actos de contratación: la Ley 2/1991 de información a los representantes de los trabajadores.
- Doc. 067/94 **JOSE LUIS GARCIA LAPRESTA; M^a VICTORIA RODRIGUEZ URÍA.**- Coherencia en preferencias difusas.
- Doc. 068/94 **VICTOR FERNANDEZ; JOAQUIN LORENCES; CESAR RODRIGUEZ.**- Diferencias interterritoriales de salarios y negociación colectiva en España.
- Doc. 069/94 **M^a DEL MAR ARENAS PARRA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Programación clásica y teoría del consumidor.
- Doc. 070/94 **M^a DE LOS ÁNGELES MENÉNDEZ DE LA UZ; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Tantos efectivos en los empréstitos.
- Doc. 071/94 **AMELIA BILBAO TEROL; CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Matrices especiales. Aplicaciones económicas.
- Doc. 072/94 **RODOLFO GUTIÉRREZ.**- La representación sindical: Resultados electorales y actitudes hacia los sindicatos.
- Doc. 073/94 **VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.**- Economías de aglomeración y localización de las empresas industriales en España.
- Doc. 074/94 **JOAQUÍN LORENCES RODRÍGUEZ; FLORENTINO FELGUEROSO FERNÁNDEZ.**- Salarios pactados en los convenios provinciales y salarios percibidos.
- Doc. 075/94 **ESTEBAN FERNÁNDEZ SÁNCHEZ; CAMILO JOSÉ VÁZQUEZ ORDÁS.**- La internacionalización de la empresa.
- Doc. 076/94 **SANTIAGO R. MARTÍNEZ ARGÜELLES.**- Análisis de los efectos regionales de la terciarización de ramas industriales a través de tablas input-output. El caso de la economía asturiana.
- Doc. 077/94 **VÍCTOR IGLESIAS ARGÜELLES.**- Tipos de variables y metodología a emplear en la identificación de los grupos estratégicos. Una aplicación empírica al sector detallista en Asturias.
- Doc. 078/94 **MARTA IBÁÑEZ PASCUAL; F. JAVIER MATO DÍAZ.**- La formación no reglada a examen. Hacia un perfil de sus usuarios.
- Doc. 079/94 **IGNACIO A. RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE RODRÍGUEZ.**- Planificación y organización de la fuerza de ventas de la empresa.
- Doc. 080/94 **FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.**- La reacción del precio de las acciones ante anuncios de cambios en los dividendos.

- Doc. 081/94 **SUSANA MENÉNDEZ REQUEJO.**- Relaciones de dependencia de las decisiones de inversión, financiación y dividendos.
- Doc. 082/95 **MONTSERRAT DÍAZ FERNÁNDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ; M^a del MAR LLORENTE MARRÓN.**- Una aproximación empírica al comportamiento de los precios de la vivienda en España.
- Doc. 083/95 **M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**- Matrices semipositivas y análisis interindustrial. Aplicaciones al estudio del modelo de Sraffa-Leontief.
- Doc. 084/95 **ESTEBAN GARCÍA CANAL.**- La forma contractual en las alianzas domésticas e internacionales.
- Doc. 085/95 **MARGARITA ARGÜELLES VÉLEZ; CARMEN BENAVIDES GONZÁLEZ.**- La incidencia de la política de la competencia comunitaria sobre la cohesión económica y social.
- Doc. 086/95 **VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.**- La demanda de cine en España. 1968-1992.
- Doc. 087/95 **JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.**- Discriminación salarial de la mujer y movilidad laboral.
- Doc. 088/95 **M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA.**- La teoría del caos. Nuevas perspectivas en la modelización económica.
- Doc. 089/95 **SUSANA LÓPEZ ARES.**- Simulación de fenómenos de espera de capacidad limitada con llegadas y número de servidores dependientes del tiempo con hoja de cálculo.
- Doc. 090/95 **JAVIER MATO DÍAZ.**- ¿Existe sobrecualificación en España?. Algunas variables explicativas.
- Doc. 091/95 **M^a JOSÉ SANZO PÉREZ.**- Estrategia de distribución para productos y mercados industriales.
- Doc. 092/95 **JOSÉ BAÑOS PINO; VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.**- Demanda de cine en España: Un análisis de cointegración.
- Doc. 093/95 **M^a LETICIA SANTOS VIJANDE.**- La política de marketing en las empresas de alta tecnología.
- Doc. 094/95 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; IGNACIO RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE; AGUSTÍN RUÍZ VEGA.**- Expectativas y percepciones del consumidor sobre la calidad del servicio. Grupos estratégicos y segmentos del mercado para la distribución comercial minorista.
- Doc. 095/95 **ANA ISABEL FERNÁNDEZ; SILVIA GÓMEZ ANSÓN.**- La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español.
- Doc. 096/95 **ÓSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.**- Partidos, electores y elecciones locales en Asturias. Un análisis del proceso electoral del 28 de Mayo.
- Doc. 097/95 **ANA M^a DÍAZ MARTÍN.**- Calidad percibida de los servicios turísticos en el ámbito rural.
- Doc. 098/95 **MANUEL HERNÁNDEZ MUÑIZ; JAVIER MATO DÍAZ; JAVIER BLANCO GONZÁLEZ.**- Evaluating the impact of the European Regional Development Fund: methodology and results in Asturias (1989-1993).