

ESTUDIOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El mercado para el control de empresas en España. Identificación de las empresas objetivo de OPA

**Nuria Alcalde Fradejas
Manuel Espitia Escuer
Jaime Vallés Giménez**

EEE 159

Marzo 2003



ISSN 1696-6384

Las opiniones contenidas en los Documentos de la Serie EEE, reflejan exclusivamente las de los autores y no necesariamente las de FEDEA.
The opinions in the EEE Series are the responsibility of the authors and therefore, do not necessarily coincide with those of the FEDEA.

EL MERCADO PARA EL CONTROL DE EMPRESAS EN ESPAÑA. IDENTIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS OBJETIVO DE OPA

Nuria Alcalde Fradejas

Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Zaragoza

Manuel Espitia Escuer

Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Zaragoza

Jaime Vallés Giménez

Departamento de Estructura e Historia Económica y Economía Pública
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Zaragoza

Dirección y teléfono de contacto:

Nuria Alcalde Fradejas

Dpto. de Economía y Dirección de Empresas

Facultad de Económicas y Empresariales. Universidad de Zaragoza

Gran Vía, 2. 50.005-Zaragoza

Tfno.: 976 76 10 00 (Ext. 46 72). Fax: 976 76 17 67

E-mail: nuria.alcalde@posta.unizar.es

EL MERCADO PARA EL CONTROL DE EMPRESAS EN ESPAÑA. IDENTIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS OBJETIVO DE OPA

Resumen

El presente artículo tiene por objeto analizar las características financieras y de estructura de propiedad que diferencian a las empresas que han sido objeto de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en el mercado de control español, de otras empresas que no lo han sido. Para ello se utiliza una muestra compuesta por 69 empresas no financieras que fueron objeto de OPA en el período 1991-1997 y otras tantas seleccionadas aleatoriamente sobre una base industrial y temporal que no lo fueron. Los resultados obtenidos indican que las empresas objeto de OPA no se han caracterizado en general por ser empresas menos rentables o peor valoradas que otras de su mismo sector. Por el contrario, determinadas variables que afectan al coste de la operación, como el tamaño o la estructura de propiedad, parecen jugar un papel relevante en la selección por parte del adquirente de la empresa a adquirir.

Palabras clave: Tomas de control, OPAs, mercado de control, modelo logit, motivos de las tomas de control.

Abstract

In this paper we analyse the characteristics presented by Spanish firms that have been the subject of takeover bids that allow them to be differentiated from other firms. To that end, we use a sample made-up of 69 non-financial firms that were the subject of takeover bids in Spain during the period 1991-1997, together with a further 69, selected randomly on an industrial and time basis, that were not. The results show that the firms that were subject to a takeover bid were not, in general, characterised by having lower profitability or a worse market valuation than other firms operating in the same sector. By contrast, certain variables that exert an influence over the cost of the transaction, such as the size and the ownership structure of the firm, do appear to play a relevant role in the selection of the target on the part of the bidding firm.

Key words: Acquisitions, , Corporate Takeovers, Logit model, Market for corporate control, Motives for takeovers

.

1.- Introducción

La teoría económica convencional trata a la empresa de una forma antropomórfica, considerándola como un individuo único y racional que hace lo que supuestamente debe hacer, maximizar su valor de mercado. Esta teoría ha resultado aplicable a pequeñas empresas, cada una dirigida por su propietario. Sin embargo, una de las grandes innovaciones del sistema capitalista ha sido la sociedad anónima, y la consiguiente separación entre propiedad (accionistas) y control (directivos) que ésta conlleva, debido a la dispersión que suele registrar el capital entre los accionistas.

Como ya pusieron de manifiesto Berle y Means [1932], e incluso mucho antes Adam Smith en su libro *La Riqueza de las Naciones*, esta división de funciones es susceptible de generar problemas importantes. La atomización de la propiedad de las sociedades puede dar lugar a un conflicto de intereses entre propietarios y directivos sobre la asignación y distribución de los recursos de la empresa.

Diversos mecanismos de control tratan de evitar que los directivos de las sociedades anónimas puedan adoptar acciones en su propio beneficio a costa del de los accionistas. Las operaciones del mercado para el control de empresas¹, cuyo máximo exponente son las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)², forman parte importante de estos mecanismos de control. Según la teoría del mercado para el control de empresas, cuando una empresa está siendo gestionada de forma ineficiente, existirán otros directivos que, al tener conocimiento de ello, estarán dispuestos a hacerse con el control de la misma, desplazando a los antiguos directivos y mejorando la gestión. Esta teoría, ampliamente estudiada en países como USA y Reino Unido, cuyos mercados de control de empresas son muy activos, no es, sin embargo, la única que ofrece una explicación a las tomas de control.

Así, algunas tomas de control pueden venir impulsadas por los intereses particulares de los directivos de las empresas adquirentes quienes, a través del incremento de tamaño de las empresas en que trabajan, persiguen mayor riqueza y prestigio [Mueller, 1969]. En este sentido, las tomas de control no suponen una solución al conflicto de intereses entre accionistas y directivos, como indica la teoría del mercado para el control de empresas, sino más bien al contrario, una manifestación de dicho conflicto; los directivos buscan su propio lucro.

¹ Este término, acuñado por Manne [1965] puede definirse como “*el mercado en el cual equipos directivos alternativos compiten por el control de los recursos empresariales*”.

² A través de una OPA, el equipo directivo de una empresa dirige una oferta de compra a los accionistas de la empresa cuyas acciones se desean. Lo que se persigue con este método es lograr un volumen mínimo de acciones que permita el control de la empresa adquirida, la capacidad de cambiar sus directivos y, eventualmente, la futura fusión entre las dos empresas.

También las tomas de control pueden venir impulsadas por motivos especulativos. La hipótesis de infravaloración señala que las acciones de algunas empresas pueden estar infravaloradas en el mercado de capitales, de forma que su valor de mercado sea inferior al real. En esta situación, existirán otras empresas dispuestas a aprovechar las “gangas” del mercado, tomando el control de las empresas infravaloradas.

Otra de las razones, habitualmente apuntada como origen de las tomas de control de empresas es la consecución de sinergias, principalmente sinergias operativas, financieras, fiscales o de poder de mercado. Este es un razonamiento económico que apoya el carácter beneficioso de las tomas de control, al menos desde el punto de vista de los accionistas de las empresas involucradas. No obstante y aunque la posibilidad de lograr sinergias o complementariedades puede ser fácilmente identificable a priori, y justificar, en principio, la realización de una fusión o adquisición, en el análisis de la operación deben considerarse otros aspectos como los problemas de integración o la capacidad de los directivos para que dichas sinergias puedan ser finalmente alcanzadas con éxito.

La investigación de los motivos que mayoritariamente subyacen a las tomas de control resulta compleja dado que, por un lado y como se ha comentado, son diversas las justificaciones que pueden impulsar las tomas de control y, por otro, es posible que varios motivos impulsen simultáneamente una misma operación.

No obstante, a través del análisis de las características de las empresas objetivo de tomas de control es posible arrojar cierta luz al respecto. Así dentro de la literatura económica sobre fusiones y adquisiciones de empresas, un amplio número de estudios tratan de determinar si estas empresas presentan características diferenciadoras, comparándolas en unos casos con empresas adquirentes y, en otros, la mayoría de ellos, con empresas que no son objeto de intentos de adquisición. Para alcanzar la finalidad comentada, la elección de las variables utilizadas en estos trabajos suele basarse en las diferentes teorías existentes sobre los motivos que impulsan las fusiones y adquisiciones de empresas (disciplinarios, económicos, gerenciales o especulativos)³, de tal forma que las características diferenciadoras halladas proporcionen información indirecta sobre las razones que con mayor frecuencia se sitúan detrás de los intentos de tomas de control.

La mayor parte de la evidencia disponible se refiere a los mercados de control de EEUU y Reino Unido, y los resultados obtenidos no son siempre coincidentes e incluso en algunos casos resultan contradictorios, como se pone de manifiesto en el segundo apartado de este trabajo. En España, son escasas las aportaciones realizadas en este campo, destacando como más relevantes los trabajos de

³ La medición de estas variables se realiza al final del año previo a la toma de control o promediando los valores correspondientes a los dos o tres años anteriores.

Martínez y Sanchis [1990] y Vázquez [1992]. La aportación de Martínez y Sanchis [1990], a través de la comparación directa de ratios entre 11 empresas adquiridas y 14 compradoras del sector industrial, concluye que las primeras son más pequeñas, menos rentables, están más endeudadas a corto plazo y menos a largo plazo.

A diferencia del anterior, en el trabajo de Vázquez [1992] se analiza qué características financieras permiten diferenciar a las empresas objetivo de fusiones, no de sus adquirentes, sino de otras empresas de similar tamaño y actividad que no han sido objetivo de intentos de fusión o adquisición. Para alcanzar esta finalidad utiliza una muestra de 68 empresas dedicadas a actividades industriales y comerciales, de las cuales 34 habían sido blanco de intentos de fusión realizados entre 1983 y 1990. Las 34 restantes son similares en tamaño y actividad a cada una de las empresas objetivo, pero no habían sido objeto de ningún intento de fusión. Aplicando un análisis discriminante, observa que las primeras tienen una mayor proporción de reservas acumuladas, un mayor endeudamiento, una mayor capacidad para hacer frente a las deudas a corto plazo, un mayor ratio PER y un menor ratio de valoración.

Esta estructura financiera puede interpretarse como indicio de que los directivos de las empresas objeto de fusiones anteponen el crecimiento a la maximización de la riqueza de sus accionistas, para lo cual necesitan fondos que pueden ser de origen interno (reservas) o externo (endeudamiento). Por otro lado, la existencia de un menor ratio de valoración en las empresas objetivo es coincidente con el planteamiento de Marris [1964] y señala la importancia del mercado para el control corporativo.

El objetivo del presente trabajo es aportar evidencia adicional sobre el perfil característico de las empresas objeto de OPA. En este sentido, se analiza qué características financieras y de estructura de propiedad diferencian a las empresas objeto de OPA de otras pertenecientes a la misma industria que no lo han sido.

El interés de nuestra aportación radica en que, a diferencia de los escasos trabajos previos relativos al caso español, se utiliza una muestra de empresas más amplia (138 empresas no financieras, la mitad de las cuales han sido objeto de OPA) y un periodo temporal más reciente (1.991-1.997). Por otra parte, se analizan las características de las empresas objetivo no sólo en cuanto a su configuración financiera sino también a su estructura de propiedad, aspecto este último que se ha mostrado muy relevante en la literatura internacional. Por último, la metodología utilizada es el análisis *logit*, el cual presenta ciertas ventajas estadísticas con respecto al análisis discriminante [Gallego, Gómez y Yáñez, 1997].

Los resultados obtenidos en el trabajo son, en buena medida, contrarios a los hallados por Vázquez [1992] para las empresas objeto de fusiones. Así, si bien el análisis realizado no permite identificar con claridad cuál es la principal justificación para la realización de estas operaciones en España, sí

parece permitir descartar, al menos como predominantes, algunos de los motivos habitualmente apuntados en la literatura, como son los motivos disciplinarios o especulativos. Por otro lado, se observa evidencia de que determinadas variables que afectan al coste de la operación, como el tamaño o la estructura de propiedad, parecen jugar un papel relevante en la selección por parte del adquirente de la empresa a adquirir.

El trabajo se estructura como sigue. En primer lugar, y a partir de la literatura existente, se ofrece una revisión de las variables relativas a las características financieras y de estructura de propiedad que presentan las empresas objeto de toma de control. Posteriormente, describimos la metodología utilizada, la muestra seleccionada y la descripción de las variables empleadas, para pasar, finalmente, a intentar identificar, mediante la estimación de un modelo probabilístico, si existen diferencias relevantes entre las empresas objeto de OPA y las que no lo han sido. El trabajo concluye con un resumen de las principales conclusiones alcanzadas.

2.- VARIABLES RELATIVAS A LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS SOCIEDADES OBJETO DE TOMAS DE CONTROL

Los principales razonamientos económicos expuestos a lo largo de la literatura para justificar la influencia de determinadas variables financieras y de estructura de propiedad en el atractivo de una empresa para un potencial adquirente se han realizado desde orientaciones muy diversas. Las variables comentadas en este epígrafe son las utilizadas con mayor frecuencia en los trabajos que analizan las diferencias entre empresas objetivo y no objetivo, si bien los resultados obtenidos a nivel empírico respecto a las mismas son, a menudo, ambiguos, tal y como se pone de manifiesto en la tabla 1 y a pesar de las dificultades que, en algunas ocasiones, entraña la comparación de aportaciones con metodologías diferentes.

(tabla 1)

2.1.- Variables financieras

- ***Ratio de valoración (Q_i)***

Marris [1964] desarrolló una de las primeras teorías dirigidas a explicar las fusiones y adquisiciones de empresas. Consideraba que cualquier motivo que pudiese impulsar estas operaciones jugaba un papel secundario en comparación con la búsqueda de activos infravalorados. Por tanto, planteaba la hipótesis de que el ratio de valoración de una empresa, calculado como el cociente entre el valor de

mercado y el valor en libros de sus fondos propios, debería ser el factor más influyente a la hora de determinar el atractivo de una empresa para un potencial adquirente.

$$RV = \frac{\text{Valor de mercado de las acciones}}{\text{Valor contable de los fondos propios}}$$

Posteriormente, Tobin [1969] indica que es más adecuado calcular el ratio de valoración como el cociente entre el valor de mercado de la empresa (incluyendo no sólo el capital, sino también la deuda) y el activo neto a coste de reposición. A este ratio se le conoce comúnmente como la “q” de Tobin:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado de la empresa}}{\text{Activos a coste de reposición}}$$

La evidencia empírica al respecto no se muestra concluyente. Los resultados de algunos estudios confirman la hipótesis de Marris, mientras otros no encuentran ningún respaldo estadístico para esta hipótesis (véase Tabla 1). La comparación entre estos estudios es, no obstante, difícil ya que en algunos de ellos se utiliza el ratio de valoración de los fondos propios, mientras en otros se utiliza la q de Tobin. Además, dentro de estos últimos, en algunos casos los activos se valoran a coste de reposición, y en otros, a coste histórico (q contable), dada la dificultad que supone obtener una buena medida del coste de reposición de los activos. Por otro lado, resulta difícil extraer conclusiones a partir de los resultados obtenidos con respecto a esta variable dado que un bajo valor del ratio “q” puede ser objeto de diversas interpretaciones:

- Supuesto que el mercado de valores es eficiente, el numerador del ratio representa el valor actualizado de los flujos de caja futuros correspondientes a los proyectos de inversión de la empresa. Si los activos son utilizados de forma ineficiente por los directivos, el mercado les otorgará una baja valoración. Por tanto, existirá una relación directa entre la eficiencia de los directivos y el valor del ratio “q”, y si los motivos que impulsan las adquisiciones son disciplinarios, las empresas objetivo deberían presentar bajos valores del ratio “q”. El objetivo de la empresa adquirente será crear valor destituyendo a los directivos ineficientes de la empresa adquirida.
- Otra explicación a un bajo valor del ratio “q” es la infravaloración sistemática de algunas empresas por el mercado (funcionamiento ineficiente). En esta situación, un agente interesado en introducirse en el sector y que conociese el verdadero valor intrínseco de estos activos estaría interesado en adquirir la empresa, ya que esto le resultaría más barato que adquirir los activos directamente en el mercado.

- ***Endeudamiento (END_i)***

El coeficiente de endeudamiento es otra de las variables analizada habitualmente como posible discriminante entre empresas objetivo y no objetivo con resultados empíricos no concluyentes. Un ratio de endeudamiento bajo para las empresas objetivo podría sugerir que estas empresas no han aprovechado plenamente los beneficios impositivos derivados de la utilización de deuda, por lo que mediante su adquisición se podrían conseguir sinergias financieras o fiscales. Alternativamente, una tasa de endeudamiento elevada puede ser indicativa de una gestión ineficiente en la que los directivos anteponen el crecimiento a la maximización de la riqueza de los accionistas.

- ***Liquidez (LIQ_i)***

Aunque a priori no suele establecerse un perfil claro para las empresas objetivo en cuanto a su liquidez, y tampoco la evidencia empírica lo esclarece, un exceso de liquidez puede hacer a una empresa atractiva ante una toma de control puesto que ofrece al adquirente la posibilidad de utilizar estos recursos para financiar la operación [Stevens, 1973].

- ***Desequilibrio entre crecimiento potencial y recursos disponibles ($PRMC_i$ y $MRPC_i$)***

En algunos trabajos [Palepu [1986], Ambrose y Megginson [1992]], se han utilizado variables *dummy* que combinan el endeudamiento con la liquidez y el crecimiento. Uno de los motivos para que se produzca una toma de control puede ser la existencia de desequilibrios entre las posibilidades de crecimiento de una empresa y sus recursos. Por ejemplo, empresas con muchas oportunidades de crecimiento y pocos recursos (baja liquidez y alto endeudamiento) pueden ser objetivo de empresas adquirentes en las que el desequilibrio se dé en sentido contrario (pocas oportunidades de crecimiento y muchos recursos). Alternativamente, empresas con escasas oportunidades de crecimiento y muchos recursos pueden ser objetivo de empresas con reducidos recursos y muchas oportunidades de crecimiento que pretenden aprovechar los *cash flows* sobrantes de la empresa adquirida. De esta forma, el valor de las dos empresas conjuntamente excederá la suma de sus valores operando por separado.

Para contrastar si la existencia de un desequilibrio entre recursos disponibles y oportunidades de crecimiento afecta a la probabilidad de que una empresa sea objeto de una OPA, utilizaremos en nuestro modelo dos variables *dummy*. La primera de ellas, a la que denominaremos PRMC, toma el valor 1 para aquellas empresas que disponen de pocos recursos e importantes expectativas de crecimiento, y 0 para el resto de sociedades. La segunda variable *dummy*, que designaremos MRPC, toma valor 1 para aquellas empresas en las que el desequilibrio se da en sentido contrario, es decir, muchos recursos y escasas oportunidades de crecimiento, y el valor 0 para el resto de empresas.

- ***Tamaño (LNATN_i)***

El tamaño sí que parece ser uno de los aspectos que más diferencia a las empresas objetivo, siendo una de las variables con respecto a la cual los resultados obtenidos por los diferentes estudios son homogéneos. Las empresas objetivo presentan un tamaño medio inferior al de las empresas no objetivo y al de las empresas adquirentes. Con respecto al caso español⁴, hay que señalar que en el estudio realizado por Ocaña, Peña y Robles [1994] sobre las OPAs realizadas en el período 1990-1993, se señala que el tamaño de las empresas adquirentes cuadriplica el de las empresas adquiridas. Por tanto, a pesar de la existencia de instrumentos financieros que facilitan las fusiones y adquisiciones de empresas, el tamaño de la empresa objetivo parece seguir constituyendo una fuerza disuasoria importante ante potenciales adquirentes. Ello viene motivado, a parte de por la dificultad que puede suponer obtener los recursos financieros necesarios, porque los costes relativos a la integración de la sociedad adquirida en la estructura organizacional de la adquirente aumentan con el tamaño de la primera y por el hecho de que una empresa grande puede resistirse con más medios a una toma de control no deseada, haciendo aumentar todavía más los costes del adquirente.

- ***Rentabilidad (RF_i)***

Otro tipo de variables habitualmente utilizado en este tipo de estudios es el referido a medidas de rentabilidad, contables en unos casos y de mercado, en otros. Si las empresas objetivo de tomas de control estaban siendo gestionadas de forma ineficiente, su rentabilidad debería ser inferior a la de otras empresas de la misma industria. Por tanto, si los motivos disciplinarios impulsan la mayor parte de las tomas de control, cabría esperar que las empresas objeto de OPAs presentaran una rentabilidad significativamente inferior a la de otras empresas de su industria. Por otro lado, y aunque esta es una cuestión que recae fuera del alcance de este trabajo, tanto si el objetivo de la operación es la sustitución de directivos ineficientes como si dicho objetivo es la obtención de sinergias, la rentabilidad de las empresas objetivo debería aumentar tras la adquisición con respecto a su nivel anterior, supuesto que las condiciones de la industria permanecen constantes⁵.

- ***Proporción del inmovilizado material sobre el activo total (TANG_i)***

Esta variable puede considerarse proxy de la capacidad de endeudamiento de la empresa objetivo. Una empresa que adquiriera a otra con una elevada proporción de activos fijos tangibles puede

⁴ Vázquez [1992] no analiza diferencias de tamaño entre empresas objetivo y no objetivo, dado que estas últimas se seleccionan sobre la base de pertenecer a la misma industria y tener un tamaño similar al de las empresas objetivo.

⁵ La evidencia empírica relativa a esta cuestión no es concluyente. Existen algunos trabajos como los de Healy, Palepu y Ruback [1992] y Switzer [1996] en los que se observan mejoras significativas en la rentabilidad de las empresas fusionadas tras la operación. Sin embargo, otros como los de Ravenscraft y Scherer [1987], Herman y Lowenstein [1988] y Clark y Ofek [1994] obtienen resultados contrarios.

utilizar éstos como garantía de las deudas contraídas para financiar la operación [Stulz y Johnson, 1985]. Aunque esta teoría es consistente con la forma habitual de financiar las adquisiciones de empresas, Ambrose y Megginson [1992] observan que si bien las empresas objetivo tienen una mayor proporción de inmovilizado material, también presentan mayores ratios de endeudamiento⁶, lo que sugiere que las empresas objetivo y no objetivo tienen una capacidad de endeudamiento similar.

La adquisición de empresas con una elevada proporción de inmovilizado material sobre activos totales, también es consistente con la búsqueda de sinergias operativas. De acuerdo con esta teoría, en aquellas industrias donde las economías de escala en el área de producción sean fundamentales, se realizarán fusiones y adquisiciones dirigidas a conseguir un incremento de la capacidad de producción. Otra interpretación alternativa sugiere que empresas con una elevada proporción de activos fijos tangibles sobre activos totales, emplazadas además en industrias en declive, serán empresas más atractivas para los potenciales adquirentes que ven en ellas la posibilidad de llevar a cabo una reestructuración, obteniendo ventajas competitivas en relación a otras empresas de la misma industria.

- **Ratio "price earnings" (PER_i)**

El ratio PER, que refleja las expectativas de crecimiento que los inversores creen que tiene una empresa determinada, se utiliza en algunos estudios como variable discriminante entre empresas objetivo y no objetivo, y se calcula como:

$$\text{PER} = \text{Precio de mercado de una acción (P)} / \text{Beneficio por acción (BPA)}$$

El planteamiento que indica que empresas con bajos valores del ratio PER son más atractivas para los adquirentes, se basa en una lógica muy cuestionable desde el punto de vista económico. La hipótesis que se asume es que empresas con altos valores del ratio PER adquieren empresas con bajos PER para realizar una ganancia de capital instantánea, ya que suponen que el mercado de capitales valorará los beneficios de la empresa resultante al mismo PER que los de la empresa adquirente. Por tanto, si se cumple este supuesto, el impacto aparente de una fusión será un aumento de la riqueza para los accionistas de ambas empresas. Aunque esto puede suceder a corto plazo, si el mercado es eficiente, a medio o largo plazo asignará a la empresa resultante un PER aproximado al promedio ponderado de los PER de la empresa adquirente y adquirida y, por tanto, no habrá ganancias ni pérdidas para los accionistas.

⁶ Los resultados de su trabajo indican que las empresas objetivo presentan un valor medio del ratio de endeudamiento superior al de las empresas no objetivo, aunque la diferencia no es significativa.

Otra razón por la que a una empresa adquirente le puede interesar adquirir una empresa objetivo con un valor bajo del ratio PER está asociada a su posible interpretación como el tiempo que tardará en recuperarse la inversión inicial (precio de la acción) supuesto que el nivel de beneficios se mantenga constante. Por tanto, puede considerarse que empresas con bajos valores del ratio PER son más baratas, presentando un mayor atractivo para aquellas empresas que hayan decidido introducirse en un sector o ampliar su tamaño.

2.2.- Variables de estructura de propiedad

- ***Proporción de acciones en manos de consejeros y directivos (PC_i)***

Algunos estudios tratan de determinar si las empresas objetivo presentan características diferentes a las de las empresas no objetivo, considerando variables referentes a su estructura de propiedad. Dentro de estas últimas, presenta un interés especial la participación accionarial con la que cuentan los directivos y consejeros en la empresa.

Desde un punto de vista teórico, una mayor participación de los directivos y consejeros en el capital de la empresa les permite oponerse con mayor fuerza a un intento de toma de control (Atrinchamiento), lo que viene a sugerir que las empresas objeto de toma de control deberían tener una baja participación accionarial de sus directivos y consejeros [Stulz, 1988].

Esto mismo sugiere la Teoría de Agencia, aunque por distintos motivos. Jensen y Meckling [1976] indican que una mayor participación de los directivos y consejeros en el capital de la empresa lleva a una reducción de los problemas de agencia, esto es, a una mayor alineación de los intereses de accionistas y directivos de la empresa. Por tanto, cuanto mayor sea la participación accionarial de los directivos y consejeros en la empresa, más eficiente será la dirección de ésta, mayor su valor de mercado y menor la probabilidad de que sufra un cambio de control.

No obstante, también se puede argumentar una relación de carácter positivo, teniendo en cuenta que una mayor participación de los directivos y consejeros en el capital de la empresa otorga a éstos más incentivos económicos ante un intento de cambio de control, en términos de venta de sus acciones, dada su calidad de accionistas.

- ***Accionistas con participaciones significativas ($S2_i$)***

La existencia de accionistas con una participación significativa en el capital puede contribuir a reducir los problemas de agencia, puesto que por un lado estos accionistas tienen más incentivos a controlar la gestión de la sociedad y, por otro, pueden incluso desbancar al equipo gestor a través de un *proxy fight* o toma de control, la cual resulta más fácil al contar con una participación previa en el capital [Shleifer y Vishny, 1986].

Los argumentos con respecto a la influencia de esta variable en la probabilidad de que una empresa sea objeto de una toma de control pueden ser opuestos. Por un lado, este tipo de accionistas puede actuar como mecanismo de control alternativo a la toma de control. Por otro, una mayor concentración de la propiedad puede facilitar la toma de control a un adquirente externo debido a la reducción de los costes de transacción (puesto que tiene que convencer a un menor número de accionistas) y a la menor importancia que en este caso adquiere el problema del *free-rider*, el cual dificulta el éxito de la oferta cuando la propiedad está muy dispersa [Agrawal y Knoeber, 1996].

Tras esta revisión, queda puesto de manifiesto que son muchos los argumentos dados y los estudios empíricos realizados tratando de identificar la existencia de variables que permitan diferenciar a las empresas objetivo. La diversidad de resultados obtenidos indica que los motivos que conducen a que una empresa sea objeto de un intento de toma de control son, probablemente, diferentes en cada caso, pudiendo, incluso, presentarse varios de ellos simultáneamente y, por tanto, no todas las empresas objetivo tienen que compartir las mismas características.

En este sentido, es interesante la aportación de Powell [1997]. Sus resultados muestran la importancia de diferenciar entre empresas objetivo de tomas de control hostiles y amistosas, cuestión que ya había sido avanzada por Morck, Shleifer y Vishny [1988]. La hipótesis de partida de Morck, Shleifer y Vishny [1988] es que las tomas de control disciplinarias tienden a ser hostiles, mientras que las tomas de control que podrían denominarse sinérgicas por constituir su fuente de ganancias las ventajas obtenidas a través de la combinación de los recursos de ambas empresas, tienden a ser amistosas. De ser así, la forma en que se produce una toma de control proporcionaría información sobre los motivos que la impulsan, confirmándose la hipótesis formulada a través de los resultados empíricos que obtienen.

En definitiva, lo que Morck, Shleifer y Vishny [1988] y, posteriormente, Powell [1997], vienen a señalar es que no es adecuado realizar estudios donde se utilicen indistintamente empresas objetivo de adquisiciones hostiles y amistosas puesto que las características de unas y otras son diferentes. Por tanto, las conclusiones que puedan obtenerse en estudios sobre adquisiciones amistosas serán difícilmente extrapolables a adquisiciones hostiles y viceversa. En nuestro caso, sin embargo, no es posible realizar esta distinción, ya que apenas han existido en nuestro país OPAs hostiles, al menos, en el sentido habitual en el que suele utilizarse este término, es decir, OPAs contra las que el equipo gestor de la empresa objetivo se haya manifestado abiertamente.

3.- METODOLOGÍA Y FUENTES ESTADÍSTICAS EMPLEADAS

Siguiendo a Palepu [1986] utilizamos el modelo *logit* para especificar la relación funcional entre las características de una empresa y la probabilidad de que sea objeto de un intento de toma de control. El modelo *logit* constituye una especificación particular de los modelos de elección binaria en los que la variable dependiente (Y_{it}) puede tomar únicamente dos valores (1 ó 0); en nuestro caso, si la empresa ha sido objetivo de OPA en el periodo t se le asigna el valor 1 y en caso contrario el valor 0.

La probabilidad de que la empresa i sea objeto de un intento de adquisición en el periodo t , $P(i, t)$ puede expresarse como:

$$P(i, t) = P(Y_{it} = 1 / x(i, t-1)) = F(x(i, t-1)\beta)$$

siendo $x(i, t-1)$ el vector de características observadas de la empresa i en un periodo previo al de la presentación de la OPA; β un vector de parámetros desconocidos que ha de ser estimado y F la función de distribución de una variable aleatoria con distribución uniforme en el intervalo (0,1). Dado que en el modelo *logit* F es la función de distribución logística, se tiene que:

$$P(i, t) = \frac{e^{\beta x(i, t-1)}}{1 + e^{\beta x(i, t-1)}}$$

El modelo *logit* tiene la ventaja de que no requiere los supuestos de normalidad⁷ e igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas, y de que comete menos errores tipo I que el análisis discriminante.

Las características relevantes de cada empresa que pueden ser cuantificadas se denotan mediante $x(i, t-1)$ y entran explícitamente en el modelo. Las características cualitativas que influyen el atractivo de una empresa y las características de la combinación objetivo-adquirente se modelan como variables estocásticas.

La muestra utilizada en nuestro trabajo está constituida por 138 empresas no financieras, de las cuales 69 fueron objetivo de OPA en nuestro país durante el período 1991-1997. La identificación de las empresas objetivo de las OPAs presentadas en cada año, se ha realizado a partir de los informes anuales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Del total de ellas, se

⁷ Si las variables independientes siguen una distribución normal, el análisis discriminante da lugar a estimadores más eficientes asintóticamente que el modelo *logit*. Sin embargo, si las variables independientes no son normales, los estimadores obtenidos por el modelo *logit* son consistentes y más robustos [Maddala, 1983, pág. 27]. Teniendo en cuenta que es improbable que los ratios financieros, por su propia construcción, sigan una distribución normal [Barnes, 1982], se ha optado por el análisis *logit*.

excluyeron⁸: a) sociedades pertenecientes al sector financiero; b) sociedades no cotizadas; c) sociedades que lanzaron OPAs sobre sus propias acciones (con motivo de exclusión, reducción de capital, etc.); y d) sociedades para las que nos fue imposible obtener la información económica financiera correspondiente al último ejercicio cerrado con anterioridad a la fecha de presentación de la oferta.

De esta forma, del total de las 156 sociedades sobre las que se había presentado alguna OPA en el período 1991-1997, sólo 69 cumplían los criterios de selección. La información financiera correspondiente al último ejercicio económico cerrado con anterioridad a la fecha de presentación de la OPA se obtuvo de la base de datos “Auditorías de Sociedades Emisoras”, elaborada por la CNMV.

La selección de la submuestra que actúa como grupo de control se realizó sobre una base industrial y temporal homogénea. Para cada empresa objetivo se seleccionó una empresa que no hubiese sido objeto de OPA en un plazo de cuatro años centrado en torno a la fecha del anuncio, que perteneciese a su misma industria, que cotizara en Bolsa en el año en que se lanzó la OPA y cuyas cuentas anuales también estuviesen recogidas en la mencionada base de datos.

La composición de la muestra por año y sector, se presenta en los paneles A y B de la tabla 2. Para la selección de las empresas se ha utilizado la clasificación sectorial de la CNMV, si bien se ha procurado la mayor homogeneidad posible entre las respectivas actividades de cada empresa objetivo y su correspondiente empresa de control.

(Tabla 2)

Para la construcción de las variables explicativas se han tomado como referencia las empleadas comúnmente por la literatura revisada, anteriormente explicadas, utilizando la nomenclatura y la forma de cálculo que se presentan en la tabla 3⁹, empleando la información contable correspondiente al último ejercicio fiscal cerrado con anterioridad a la fecha de presentación de la oferta. En aquellas variables que incluyen el valor de mercado del capital, se ha utilizado la última cotización del año inmediatamente anterior al de la presentación de la oferta.

⁸ En aquellos casos en los que una sociedad había sido objetivo de OPA en dos o más años diferentes, se incluyó únicamente en el primero de estos años, ya que las características que la hacían atractiva ante una toma de control debían existir ya en ese momento.

⁹ Aunque se han realizado numerosas pruebas utilizando construcciones alternativas de las variables consideradas, por razones de brevedad, sólo se presentan los resultados para un subconjunto representativo de las mismas.

(Tabla 3)

La información acerca de la estructura de propiedad de las sociedades proviene también de la CNMV, organismo que tiene como cometido la vigilancia y control de los mercados de capitales españoles. La normativa vigente obliga a facilitar información sobre cualquier paquete de acciones considerado significativo (igual o superior al 5% del capital de la empresa)¹⁰. Asimismo cualquier variación en el porcentaje de participación que suponga para el adquirente o transmitente alcanzar o descender de una participación del 5% o sucesivos múltiplos, debe ser comunicada a la CNMV. También vienen obligados a informar de sus participaciones, cualquiera que sea su cuantía, los miembros del Consejo de Administración de todas las sociedades cotizadas.

Para cada empresa se han seleccionado los datos sobre participaciones significativas que con periodicidad semestral proporciona la CNMV, correspondientes a una fecha comprendida entre seis y doce meses antes de la fecha de presentación de la OPA. De esta forma se trata de evitar que los datos sobre estructura de propiedad de las empresas objetivo puedan verse afectados por la toma de posiciones previas por parte de la empresa adquirente en fechas próximas al lanzamiento de la OPA. En algunos casos la información tuvo que ser completada utilizando el Directorio de Accionistas Maxwell Espinosa y la propia información suministrada por las empresas en sus Memorias. Para 33 de las 138 empresas que componen la muestra total no fue posible obtener datos relativos a su estructura de propiedad (17 empresas objetivo y sus correspondientes empresas de control salvo en un caso).

La matriz de correlaciones entre todas las variables utilizadas se presenta en la tabla 4.

(Tabla 4)

4.- RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DEL MODELO

La tabla 5 presenta los resultados de la estimación de dos modelos *logit* binomiales. El primero de ellos (*modelo 1*) incluye todas las variables explicativas salvo las relativas a la estructura de propiedad, puesto que para estas últimas existe un menor número de observaciones disponible. El *modelo 2* resulta de reestimar el *modelo 1* incorporando las variables de estructura de propiedad.

¹⁰ La obligación de comunicar la adquisición o transmisión de participaciones significativas en sociedades cotizadas en Bolsa aparece recogida de forma general en el artículo 53 de la ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y desarrollada en el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre Comunicación de Participaciones Significativas en Sociedades Cotizadas y de Adquisiciones por éstas de Acciones Propias.

Para cada modelo se presentan las estimaciones de los coeficientes de las variables incluidas en el mismo. La significatividad estadística de estos efectos viene determinada por el estadístico de Wald, calculado para cada coeficiente y presentado en la columna contigua.

(Tabla 5)

La significatividad global de cada modelo viene dada por el test del ratio de verosimilitud (LR), a través del cual se contrasta la hipótesis nula de que todos los coeficientes del modelo excepto la constante son iguales a 0. Este estadístico, que sigue una distribución χ^2 con 9 grados de libertad en el primer modelo y 11 en el segundo, indica que el segundo modelo presenta una mayor significatividad estadística. El mayor poder explicativo corresponde también al segundo modelo ya que el valor de la R^2 de McFadden es superior, situándose en un 15,23%, frente a un poder explicativo del 8,83% en el primer modelo.

Otro modo de comprobar la capacidad explicativa de un modelo y su poder discriminante se obtiene comparando los valores predichos para la variable endógena por el modelo con los realmente observados. A través de la comparación de las tablas 6 y 7, se puede comprobar como, efectivamente, el poder discriminante del modelo 2, que incluye variables financieras y de estructura de propiedad, es superior al poder discriminante del modelo 1. El modelo 2 clasifica correctamente al 70,19% del total de las empresas de la muestra, mientras que el porcentaje de empresas clasificado correctamente por el modelo 1 es del 66,42%.

(Tablas 6 y 7)

Volviendo a la tabla 5, los resultados de la estimación del modelo 1 indican que las variables con mayor influencia en la probabilidad de que una empresa sea objeto de OPA son el endeudamiento, la liquidez, el ratio “q” y la variable *dummy* MRPC. Cuanto mayores son el endeudamiento, la liquidez y el ratio “q” de una empresa, mayor es la probabilidad de que sea objeto de OPA. Por otro lado, el coeficiente correspondiente a la variable MRPC indica que la probabilidad de ser objeto de OPA es mayor entre aquellas empresas con muchos recursos disponibles y escasas oportunidades de crecimiento. A pesar de que este desequilibrio afecta positivamente a la probabilidad de OPA, los coeficientes de las variables END, LIQ y Q indican que las empresas objeto de OPA no se caracterizan, a nivel general, por ser empresas con pocas oportunidades de crecimiento y muchos recursos.

Estos resultados son parcialmente contradictorios a los obtenidos por Vázquez [1992]. Así, si bien Vázquez observa también un mayor endeudamiento entre las empresas españolas objeto de fusiones, no encuentra que éstas sean más líquidas¹¹. Por otro lado, obtiene que las empresas objeto de fusiones presentan un mayor ratio PER y un menor ratio de valoración. Estas diferencias pueden ser debidas a diversos factores. Por un lado, el período temporal considerado en su estudio es diferente (1983-1990). En este sentido, algunos autores [Powell [1997]; Wansley y Lane [1983]] señalan que las características de las empresas objetivo no son estacionarias y que los motivos de las fusiones y adquisiciones de empresas varían de unos períodos a otros. Por otro lado, la medición de las variables no es totalmente coincidente. Así, en el trabajo de Vázquez se utiliza el ratio de valoración de los fondos propios en lugar de la q contable. Por último la metodología que utiliza es el análisis discriminante.

Con respecto al modelo 2, al incorporar las variables de estructura de propiedad se observa que tanto la variable S2 como la variable PC presentan coeficientes estadísticamente significativos. Al aumentar la concentración de la propiedad y disminuir el porcentaje de participación de los consejeros en el capital, aumenta la probabilidad de OPA. En este modelo, a diferencia del anterior, el tamaño presenta un coeficiente estadísticamente significativo, indicando que cuanto mayor es el tamaño de una sociedad, menor es la probabilidad de que sea objeto de OPA¹². Por otro lado, la incorporación de las variables de estructura de propiedad da lugar a una mayor significación de la variable MRPC y a una pérdida de significatividad importante de la variable LIQ.

Aunque la significatividad de algunas variables puede modificarse al introducir otras en el modelo, resulta extraño que las variaciones que se producen en la significatividad de las variables comunes a los modelos 1 y 2 se deban exclusivamente a la incorporación de las variables de estructura de propiedad. Este hecho tampoco parece ser debido a la presencia de problemas de multicolinealidad, ya que analizadas las relaciones lineales entre las variables, éstas no son significativas. Puesto que al estimar el modelo 2 se pierden 33 observaciones, procedentes de empresas para las que no fue posible obtener la información relativa a la participación de los miembros de su Consejo de Administración en el capital, se analiza la influencia de esta circunstancia reestimando el modelo 1 de forma separada para las 33 empresas mencionadas y el resto de la muestra. Los resultados presentados en la tabla 8 demuestran como el aumento de significatividad de las variables LNATN

¹¹ No obstante, observa que tienen mayor capacidad para hacer frente a las deudas a corto plazo, lo que podría considerarse indicativo de una mayor liquidez.

¹² La razón por la que el tamaño presenta un coeficiente significativo en este modelo, a diferencia de lo que ocurría en el modelo 1, se halla en que dentro de las 33 empresas perdidas al estimar el modelo 2 se hallan dos empresas eléctricas de grandes dimensiones que fueron objeto de OPA en 1.991. Basta eliminar estas dos empresas de la muestra (e incluso sólo una de ellas) para que el tamaño resulte significativo al 5% (10%) en el modelo 1. La significatividad de las demás variables no cambia.

y MRPC y la pérdida de significatividad de la variable LIQ, parecen venir motivados, fundamentalmente, por el valor de estas variables en las 33 observaciones perdidas al estimar el modelo 2. Así, estimando el modelo 1 con estas 33 empresas, las variables LNATN y MRPC no resultan significativas, mientras que la liquidez lo es al 10%. Sin embargo, cuando el modelo 1 se estima utilizando las 105 empresas restantes, es decir, las mismas que permiten estimar el modelo 2, la significación de las variables incluidas en el modelo 1 es similar a la obtenida para estas mismas variables en el modelo 2.

Dado que las 33 observaciones perdidas en la estimación del modelo 2 corresponden todas ellas a empresas situadas en los años 1.991 y 1.992 en la clasificación temporal de la muestra, los cambios producidos en la significatividad de los efectos de las variables financieras incluidas en el modelo *logit* como consecuencia de la pérdida de dichas observaciones, podrían sugerir una ausencia de estabilidad temporal en las características de las empresas objetivo de OPAs. Powell [1997] también observa en su trabajo, relativo al mercado para el control de sociedades en Reino Unido, que las variables que influyen significativamente en la probabilidad de que una empresa sea objeto de una toma de control difieren según cuál sea el periodo analizado. La razón que él apunta para justificar este hecho y, que a la vista de los resultados de una gran variedad de pruebas realizadas con nuestros datos, entendemos como bastante probable, es la dificultad de encontrar un perfil concreto y definido para las empresas objetivo. Esta dificultad viene motivada, entre otros aspectos, por la gran diversidad de razones que pueden impulsar una toma de control, así como el hecho de que varias de estas causas puedan presentarse simultáneamente en una misma operación.

(Tabla 8)

A pesar de esta ausencia de estabilidad temporal, que pone de manifiesto la necesidad de considerar con cautela las conclusiones que pueden derivarse del análisis, creemos que los resultados de nuestro modelo basados en la evidencia empírica disponible para el caso español permiten extraer las siguientes conclusiones relevantes:

a) Cuando el adquirente se plantea la elección de una determinada empresa objetivo valora de forma importante aquellos aspectos que afectan al coste y a las posibilidades de culminar con éxito la operación. Así, un menor tamaño, una mayor concentración de la propiedad y una menor participación de los consejeros en el capital, afectan positivamente a la probabilidad de OPA.

No obstante y de acuerdo con la tesis de alineación con los intereses de los accionistas, la influencia negativa de la variable representativa del porcentaje de participación de los consejeros en el capital de la sociedad también podría ser indicativa de la existencia de mayores problemas de agencia en las empresas objetivo, de tal forma que el motivo de las OPAs pudiese ser disciplinario. Sin embargo, parece demasiado aventurado afirmar que las tomas de control en España se han producido fundamentalmente por motivos disciplinarios, y ello por diversas razones. En primer lugar, la rentabilidad financiera de las empresas objetivo de OPA no difiere significativamente de la de otras empresas de la industria. En segundo lugar, otros ratios utilizados habitualmente como *proxies* de la calidad de gestión como el ratio “q” o el ratio de endeudamiento presentan un signo contrario al que cabría esperar en caso de mala gestión de la sociedad objetivo. Por último, los motivos disciplinarios son más frecuentes en tomas de control hostiles mientras que la mayoría de las OPAs en España han sido de carácter amistoso. En relación a este último aspecto, la mayor concentración en la estructura de propiedad de las empresas objetivo que ponen de manifiesto los resultados del modelo *logit* puede ser consecuencia del carácter predominantemente amistoso de las OPAs en España, dado que una mayor concentración de la propiedad reduce los costes de negociación para el adquirente, al tener que convencer a un menor número de accionistas y además mitiga el problema del *free-rider*, favoreciendo el éxito de la operación.

b) Aunque sería necesario analizar las características de las empresas adquirentes para poder obtener conclusiones más fundadas, los resultados obtenidos otorgan un cierto respaldo empírico a la búsqueda de complementariedades entre empresas adquirentes y adquiridas, ya que, aunque con carácter general no se pone de manifiesto la existencia de un claro desequilibrio entre recursos disponibles y oportunidades de crecimiento de tal forma que se pueda decir que éste constituye el perfil característico de las empresas objeto de tomas de control en España, sí se observa que aquellas empresas con recursos disponibles y escasas oportunidades de crecimiento tienen mayor probabilidad de sufrir una OPA.

c) Con carácter general, los motivos disciplinarios no parecen ser muy importantes en nuestro mercado de control. Lo mismo cabe decir con respecto a los motivos especulativos. Aunque en operaciones aisladas, estos motivos hayan podido ser relevantes, a nivel agregado no se observa que las empresas objeto de OPA no se hayan caracterizado, en general, por ser empresas menos rentables o con una peor valoración en el mercado que otras empresas de su sector.

5.- CONCLUSIONES

El análisis de las características que presentan las empresas objetivo de tomas de control, y que permiten diferenciarlas del resto de empresas, ha sido el objeto del presente trabajo. A partir de las características diferenciadoras halladas se tratan de inferir los motivos que han podido impulsar las tomas de control en nuestro país.

Si bien los resultados obtenidos no permiten determinar cuál es el motivo que fundamentalmente subyace a las tomas de control en el mercado español, sí permiten descartar, al menos como predominantes, algunos de las razones sugeridas habitualmente en la literatura sobre tomas de control.

Así, la búsqueda de activos infravalorados por el mercado como motivo principal de las tomas de control parece ser una teoría bastante descartable a la luz del análisis presentado. Los resultados obtenidos con respecto a la variable “q” indican que las empresas objetivo no están peor valoradas que otras empresas de su mismo sector.

Lo mismo cabe decir con respecto a los motivos disciplinarios. Si bien, éstos han podido ser relevantes en operaciones aisladas, las características que, en media, presentan las empresas objeto de OPA respecto a otras empresas no ponen de manifiesto que las primeras sean empresas claramente ineficientes.

Por tanto, a priori, y tomando estos resultados con cautela, no parece que las OPAs realizadas en nuestro país hayan estado dirigidas hacia empresas mal gestionadas o infravaloradas por el mercado. Posiblemente, y dado que además la mayoría de las OPAs han sido amistosas, la consecución de sinergias o el aumento de dimensión de cara a alcanzar mayor competitividad en la Unión Europea hayan sido, en nuestra opinión, los principales motivos de estas operaciones. No obstante, la dificultad de obtener información relativa a las empresas adquirentes, dado que en múltiples ocasiones son sociedades extranjeras o no cotizadas, no permite contrastar adecuadamente esta hipótesis.

Por otro lado, los resultados obtenidos en relación al tamaño, la participación accionarial de los consejeros y la concentración de la propiedad, parecen indicar que cuando el adquirente selecciona a una determinada empresa objetivo valora de forma importante aquellos aspectos que afectan al coste y a las posibilidades de culminar con éxito la operación.

Una de las principales conclusiones que puede derivarse de esta investigación es, sin embargo, la dificultad de encontrar un perfil concreto para las empresas objetivo. El escaso poder explicativo de los modelos estimados y la falta de estabilidad temporal en las características financieras que diferencian a las empresas objetivo de otras empresas de su misma industria son indicativos de esta

dificultad. Las razones para ello pueden ser numerosas: la gran cantidad de motivos que según la literatura económica y financiera pueden impulsar las tomas de control, la ausencia de un motivo predominante, la dificultad para seleccionar variables que permitan contrastar de forma inequívoca los principales argumentos subyacentes, así como la posibilidad de que sean varias causas diferentes las que incentiven simultáneamente al adquirente.

En cualquier caso y a pesar de las limitaciones del trabajo, la escasez de literatura sobre el mercado de control español, y el hecho de que, en muchos casos, la influencia de la literatura anglosajona lleve a pensar en este mercado, fundamentalmente, como un mecanismo de control de la labor de los directivos, justifica, en nuestra opinión, el análisis presentado y hace relevantes los resultados obtenidos.

BIBLIOGRAFÍA

- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.K. [1996]: "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), pág. 377-397.
- AMBROSE y MEGGINSON [1992]: "The Role of Asset Structure, Ownership Structure and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 27, nº4, pág 575-589.
- BARNES, P. [1982]: "Methodological Implications of Non-Normally Distributed Financial Ratios." *Journal of Business, Finance and Accounting*, Spring 1982, pág. 51-62.
- BARNES, P. [1999]: "Predicting UK Takeover Targets: Some Methodological Issues and an Empirical Study". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12, pág. 283-301.
- BARTLEY y BOARDMAN [1986]: "Replacement-Cost-Adjusted Valuation Ratio as a Discriminator Among Takeover Target and Nontarget Firms". *Journal of Economics and Business*, 38, pág. 41-55.
- BERGER, P.G. y OFEK, E. [1996]: "Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms." *The Journal of Finance*, vol. LI, nº4, pág. 1175-1200.
- BERLE, A., y MEANS, G.C. [1932]: *The Modern Corporation and Private Property*. Chicago: Commerce Clearing House.
- CLARK, K. y OFEK, E. [1994]: "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4) pág. 541-565.
- GALLEGO, A., GOMEZ, J.C. y YAÑEZ, L. [1997]: "Predicción de Quiebras en Empresas no Financieras: Una Aplicación del Modelo Logit". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6, pág. 129-138.
- HARRIS, R.S. , STEWART, J.F., GUILKEY, W.T. y CARLETON, W.T. [1982]: "Characteristics of Acquired Firm: Fixed and Random Coefficients Profit Analyses". *Southern Economic Journal*, pág. 164-184.
- HASBROUCK, J. [1985]: "The Characteristics of Takeover Targets: q and other Measures." *Journal of Banking and Finance*, 9, pág. 351-362.
- HAYES, S.L. y TAUSSIG, F.A. [1967]: "Tactics of Cash Takeover Bids". *Harvard Business Review*, 45, pág. 135-148.
- HEALY, P., PALEPU, K. y RUBACK, R. [1992]: "Does Corporate Performance Improve after Merger?" *Journal of Financial Economics*, 31, pág. 135-175.
- HERMAN, E. y LOWENSTEIN, L. [1988]: "The Efficiency Effects of Hostile Takeovers". In *Knights, Raiders and Targets* (J.C. Coffee, Jr. L. Lowenstein, and S. Rose- Ackerman, eds) New York, N.Y.: Oxford University Press, pág. 211-240.

- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, pág. 305-360.
- MADDALA, G.S. [1983]: *Limited Dependent and Qualitative Variables in Econometrics*, Econometric Society Monographs (Cambridge University Press, Cambridge).
- MANNE, H.G. [1965]: "Mergers and the Market for Corporate Control". *Journal of Political Economy*, 73, pág. 110-120.
- MARRIS, R. [1964]: *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*. London: Macmillan.
- MARTÍNEZ, J.A. y SANCHIS, A. [1990]: "Tendencias Recientes en las Fusiones y Adquisiciones de Empresas Industriales". *Economía Industrial*, marzo-abril 1990, pág. 125-135.
- MIKKELSON, W.H. y PARTCH, M.M. [1989]: "Manager Voting Rights and Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, 25, pág. 263-290.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [1988]: "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers" en A. Auerbach, Ed: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (University of Chicago Press, Chicago).
- MUELLER, D.C. [1969]: "A Theory of Conglomerate Mergers". *Quarterly Journal of Economics*, 83 (4), pág. 643-659.
- OCAÑA, C., PEÑA, I. y ROBLES, D. [1994]: "Mergers and Takeovers in Spain: Empirical Evidence on Abnormal Returns and Insider Trading". *Working Paper 94-28*. Universidad Carlos III de Madrid.
- PALEPU, K.G. [1986]: "Predicting Takeover Targets, A Methodological and Empirical Analysis". *Journal of Accounting and Economics*, pág. 3-35.
- POWELL, R.G. [1997]: "Modelling Takeover Likelihood". *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(7), pág. 1009-1035.
- RAVENSCRAFT, D. J. y SCHERER, F.M. [1987]: *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*. Washington: Brookings Institution.
- SHLEIFER A. y VISHNY, R. [1986]: "Large Shareholders and Corporate Control". *94 Journal of Political Economy*, 94, pág. 461-488.
- SHLEIFER A. y VISHNY, R. [1988]: "Value Maximisation and the Acquisition Process". *Journal of Economic Perspectives*, 2, pág. 7-20.
- 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, nº4, pág. 439-457.
- STEVENS, D. [1973]: "Financial Characteristics of Merged Firms: a Multivariate Analysis". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8, pág. 149-158.
- STULZ, R. y JOHNSON, H. [1985]: "An Analysis of Secured Debt". *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pág. 501-521.

- STULZ, R.M. [1988]: “Managerial Control of Voting Rights: Financial Policies and the Market for Corporate Control”. *Journal of Financial Economics*, 20, pág. 25-54.
- SWITZER, J. A. [1996]: “Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions”. *Journal of Economics and Business*, 48, pág. 443-460.
- TOBIN, J. [1969]: “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory.” *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, pág. 15-29.
- VÁZQUEZ , C.J. [1992]: “Perfil Característico de las Empresas Españolas Objetivo de Fusiones”. *Investigaciones Económicas*, vol. 16, nº3 pág. 489-499.
- WANSLEY, J.W. y LANE, W.R. [1993]: “A Financial Profile of Merged Firms” *Review of Business and Economic Research*, Fall, pág. 87-98.

Tabla 1: Resultados obtenidos en los principales trabajos empíricos que analizan las diferencias entre empresas objetivo y no objetivo^a

Variable	Impacto positivo	Impacto negativo	Sin impacto
Ratio de valoración		Hasbrouck [1985] Bartley y Boardman [1986] Vázquez [1992]	Song y Walkling [1993] Shleifer y Vishny [1988] Ambrose y Megginson [1992] Berger y Ofek [1996] Barnes [1999] Palepu [1986] Powell [1997]
Endeudamiento	Vázquez [1992] Berger y Ofek [1996] Powell [1997]	Bartley y Boardman [1986] Palepu [1986]	Song y Walkling [1993] Mikkelsen y Partch [1989] Shleifer y Vishny [1988] Ambrose y Megginson [1992] Barnes [1999]
Combinación de crecimiento, liquidez y endeudamiento	Palepu [1986]		Ambrose y Megginson [1992]
Liquidez	Stevens [1973] Hayes y Taussig [1967] Harris et al. [1982]		Song y Walkling [1993] Ambrose y Megginson [1992] Bartley y Boardman [1986] Vázquez [1992] Berger y Ofek [1996] Barnes [1999] Powell [1997] Palepu [1986] Hasbrouck [1985]
Tamaño		Song y Walkling [1993] Mikkelsen y Partch [1989] Hasbrouck [1985] Ambrose y Megginson [1992] Shleifer y Vishny [1988] Berger y Ofek [1996] Barnes [1999] Palepu [1986] Powell [1997]	
Rentabilidad	Berger y Ofek [1996] Barnes [1999]	Barnes [1999]	Song y Walkling [1993] Bartley y Boardman [1986] Vázquez [1992] Palepu [1986] Powell [1997]
Proporción que representa el inmovilizado material sobre el activo total	Ambrose y Megginson [1992]		Powell [1997]
Ratio PER	Vázquez [1992]		Song y Walkling [1993] Ambrose y Megginson [1992] Bartley y Boardman [1986] Barnes [1999] Palepu [1986]
Porcentaje de acciones en manos de consejeros y directivos	Shleifer y Vishny [1988]	Song y Walkling [1993] Mikkelsen y Partch [1989]	Ambrose y Megginson [1992]
Concentración de propiedad			Mikkelsen y Partch [1989]

^a En aquellos trabajos que diferencian entre tomas de control hostiles y amistosas, se han tomado los resultados obtenidos para las empresas objeto de tomas de control amistosas.

Tabla 2: Composición temporal y sectorial de la muestra

<u>Criterio de Clasificación</u>	<u>Número de empresas</u> (repartido por igual entre empresas objetivo y no objetivo)
<u>Panel A: Composición temporal de la muestra</u>	
1991	28
1992	24
1993	26
1994	16
1995	14
1996	18
1997	12
Total	138
<u>Panel B: Composición sectorial de la muestra</u>	
Agricultura y Pesca	2
Mineras y Combustibles Sólidos	2
Petróleo	2
Agua y gas	2
Energía Eléctrica	8
Construcción	2
Aparcamiento y Autopistas	2
Alimentación, bebidas y tabaco	24
Metálicas Básicas	4
Vidrio y Material de Construcción	4
Automóvil y Otro material de transporte	4
Papel y artes gráficas	6
Otras industrias manufactureras	6
Comercio y otros servicios	6
Otras industrias de transformación de metales	10
Cemento	14
Industria Química	16
Inmobiliarias	24
Total	138

Tabla 3: Descripción y construcción de las variables financieras y de estructura de propiedad utilizadas en el estudio

Variables	Cálculo
Q contable (Q)	(Valor de mercado del capital + Valor contable de la deuda) / (Valor contable de los fondos propios + Valor contable de la deuda)
Endeudamiento (END)	Fondos ajenos / Pasivo total
Liquidez (LIQ)	Capital circulante / Activo total neto
Pocos recursos-muchas oportunidades de crecimiento (PRMC) ^a	Variable dummy que toma el valor 1 para aquellas empresas que disponen de pocos recursos e importantes expectativas de crecimiento y 0 para el resto ^b .
Muchos recursos-pocas oportunidades de crecimiento (MRPC) ^a	Variable dummy que toma el valor 1 para aquellas empresas que disponen de muchos recursos y escasas expectativas de crecimiento y 0 para el resto.
Tamaño (LNATN)	Logaritmo neperiano del activo total neto
Rentabilidad financiera (RF)	Beneficio neto / Fondos propios
Proporción de inmovilizado material sobre activo total (TANG)	Inmovilizado material neto / Activo total neto
Ratio "price earnings" (PER)	Cotización / Beneficio neto por acción
Índice de concentración (S2)	% del capital, propiedad de los dos accionistas más importantes ^c
Participación de consejeros (PC)	% del capital, propiedad de los consejeros de la sociedad ^b

Las variables se han construido utilizando la información contable correspondiente al último ejercicio fiscal cerrado con anterioridad a la fecha de presentación de la OPA. Para el cálculo de las variables RV y PER se ha utilizado la última cotización del ejercicio inmediatamente anterior al de la presentación de la oferta. Los datos sobre estructura de propiedad corresponden a la fecha semestral (junio o diciembre) situada entre seis y doce meses antes de la presentación de la oferta.

^a Como variable proxy de las expectativas de crecimiento se ha utilizado la q contable, considerando que una empresa tiene expectativas de crecimiento si el valor de su ratio q es mayor que 1 y que no las tiene en caso contrario. Por otro lado, se ha considerado que una empresa tiene muchos recursos si sus ratios de endeudamiento y liquidez (END y LIQ) resultan inferior y superior, respectivamente, a la mediana de dichos ratios en el sector y año correspondiente. Alternativamente, se considera que una empresa tiene pocos recursos si sus ratios de endeudamiento y liquidez (END y LIQ) resultan superior e inferior, respectivamente, a la mediana de dichos ratios en el sector y año correspondiente.

^b Únicamente se computa la participación directa.

^c Esta variable recoge únicamente la participación accionarial declarada a título individual por los miembros del Consejo de Administración, por lo que no tiene en cuenta la participación accionarial a la que este grupo puede estar representando a nivel empresarial.

Tabla 4: Matriz de correlaciones

	Q	END	LIQ	PRMC	MRPC	LNATN	RF	TANG	PER	PC	S2
Q	1,000										
END	-0,119	1,000									
LIQ	-0,022	-0,492*	1,000								
PRMC	0,199	0,367*	-0,381*	1,000							
MRPC	-0,339*	-0,318*	0,315*	-0,169	1,000						
LNATN	-0,130	0,123	-0,189	0,031	0,023	1,000					
RF	0,026	-0,332*	0,169	-0,281*	0,058	0,038	1,000				
TANG	-0,179	0,088	-0,423*	-0,060	-0,054	0,208	-0,023	1,000			
PER	0,079	-0,098	-0,033	-0,062	0,184	0,017	0,021	0,122	1,000		
PC	-0,095	0,004	0,121	-0,068	-0,065	-0,342*	-0,070	-0,139	0,015	1,000	
S2	-0,075	-0,139	0,013	0,001	0,043	0,088	0,081	0,172	0,167	-0,086	1,000

*El coeficiente de correlación de Pearson resulta significativo al 1%

Tabla 5: Resultados de las estimaciones de los modelos *logit*

Variables	Modelo 1			Modelo 2	
	Coeficiente	Wald ¹		Coeficiente	Wald
Constante	-1,4561	(0,8436)		0,8113	(0,1352)
Q	1,0502	(5,7242)**		1,6087	(5,1324)**
END	3,2121	(7,7907)***		3,4922	(6,3017)**
LIQ	1,8927	(2,6968)*		1,0589	(0,5939)
PRMC	0,0946	(0,0265)		-0,3984	(0,1778)
MRPC	1,5694	(5,4994)**		2,1441	(7,0820)***
LNATN	-0,1965	(2,1239)		-0,5424	(7,1509)***
RF	0,0647	(1,0070)		0,0356	(0,2877)
TANG	1,0685	(1,4348)		0,4139	(0,1426)
PER	-0,0006	(0,6799)		-0,0016	(0,1911)
PC				-0,0214	(2,8138)*
S2				0,0182	(3,6365)*
N ²	138			105	
LR ³	16,771* (gl=9)			21,948** (gl=11)	
McFadden R ² ⁴	8,83%			15,23%	

(¹) * Indica significatividad a un nivel de confianza del 90%. ** Indica significatividad a un nivel de confianza del 95% *** Indica significatividad a un nivel de confianza del 99%

(²) N indica el número de observaciones utilizadas para estimar el modelo. En el modelo 2 se pierden 33 observaciones, correspondientes a las empresas para las que no se dispone de información relativa a la participación de los consejeros en el capital.

(³) $LR = 2 * (\ln L(\hat{\beta}_{MV}) - \ln L_0)$, siendo $\ln L(\hat{\beta}_{MV})$ el logaritmo neperiano de la función de verosimilitud en los estimadores obtenidos y $\ln L_0$ el logaritmo neperiano de la función de verosimilitud cuando todos los coeficientes del modelo se hacen iguales a cero, excepto el término independiente. Este estadístico sigue una distribución χ^2_{k-1} , siendo k el número de parámetros del modelo, incluido el término independiente.

(⁴) $McFadden R^2 = 1 - \ln L(\hat{\beta}_{MV}) / \ln L_0$. Proporciona una medida del poder explicativo del modelo logit, similar al valor de R^2 en una regresión lineal.

Tabla 6: Poder discriminante del modelo I

Observadas	Predichas		Porcentaje de aciertos
	0	1	
0	45	24	65,22%
1	22	46	67,65%
Porcentaje de aciertos sobre el total 66,42%			

Tabla 7: Poder discriminante del modelo II

Observadas	Predichas		Porcentaje de aciertos
	0	1	
0	37	16	69,81%
1	15	36	70,59%
Porcentaje de aciertos sobre el total 70,19%			

Tabla 8: Resultados de las estimaciones del modelo I en dos submuestras

Variables	Submuestra 1 ^a			Submuestra 2	
	Coeficiente	Wald		Coeficiente	Wald
Constante	-7,4958	2,0768		0,0074	0,0074
Q	1,0998	0,9922		1,5621	5,4213**
END	10,7555	5,1512**		3,0786	5,2499**
LIQ	7,5880	2,8686*		1,1140	0,7067
PRMC	0,3097	0,0535		-0,2649	0,0905
MRPC	1,2411	0,3418		2,1281	7,3890***
LNATN	-0,1077	0,0798		-0,3732	4,4534**
RF	2,5942	1,9444		0,0488	0,552
TANG	3,6216	0,9287		0,9586	0,8845
PER	-0,0002	0,0619		-0,0019	0,3788
N	33			105	
LR	13,430 (gl=9)			14,819* (gl=9)	
McFadden R ²	29,37%			10,28%	

^a La primera submuestra está formada por las 33 empresas para las que no se dispone de información sobre la variable PC