

LA HIPÓTESIS DE SUPERVISIÓN Y LOS CAMBIOS EN LA PROPIEDAD ACCIONARIAL: UNA REVISIÓN

Díaz Díaz, B.
García Olalla, M.
Universidad de Cantabria

RESUMEN

La evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando la estructura de propiedad resultante permite desarrollar una mayor supervisión sobre las actuaciones de los directivos y un mayor alineamiento de intereses entre éstos y los accionistas (hipótesis de supervisión). Así, tanto en operaciones que suponen un cambio directo en la propiedad accionarial (exclusión de bolsa, OPA, venta de bloque accionarial, OPVs, privatizaciones) como un cambio indirecto (splits, recompra de acciones y desregulación), la hipótesis de supervisión condiciona el precio de la operación a priori y el rendimiento obtenido a posteriori. La revisión realizada en este estudio permite extraer dos conclusiones principales: i) la estructura accionarial existente antes y después de determinadas operaciones en el mercado de capitales afecta a la valoración de las mismas, y ii) la estructura accionarial resulta relevante no sólo por sus consecuencias sobre el [gobierno] de la empresa sino también por los efectos informativos que supone.

PALABRAS CLAVE: Cambios en la propiedad accionarial, Gobierno de la empresa, Hipótesis de supervisión, Efectos informativos.

ABSTRACT

Empirical evidence has shown the positive effect derived from ownership changes when a better monitoring and governance is expected with the new ownership structure (monitoring hypothesis). When there is a direct change in ownership (due to going private transactions, sale of a block, Initial Public Offerings, privatisation) or an indirect change (due to splits, stock repurchases and deregulation), monitoring hypothesis influences the price of the operation and the ex-post return obtained. Our review allow us to establish two main conclusions: i) ownership structure of the firm before and after certain operations affects their valuation, and ii) ownership structure is relevant not only because of its consequences over corporate governance but also because its informative effects.

KEYWORDS: Ownership structure changes, Corporate governance, Monitoring hypothesis, Informative effects.

INTRODUCCIÓN

Desde que en 1932 Berle y Means plantearan la separación entre la propiedad y el control de las grandes sociedades, se han sucedido múltiples trabajos que analizan la influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor y las decisiones financieras de la empresa. Sin embargo, y sobre todo durante la última década, se ha observado que la estructura de propiedad no es algo estático, sino que la existencia de entornos cada vez más competitivos, la globalización y la internacionalización ha dado lugar a la modificación en la composición del accionariado, así como al establecimiento de cambios en los estatutos de las empresas y en la regulación en general en relación con las condiciones necesarias para ejercer el control.

En este sentido, las tomas de control (ya sean a través de fusiones, ofertas públicas de adquisición o compras apalancadas) han sido una de las principales estrategias para modificar la estructura accionarial de la empresa, pero no las únicas. Las Ofertas Públicas de Venta, el

proceso de privatizaciones o incluso la división y la recompra de acciones han sido también aludidas como posibles razones que contribuyen a la modificación de la composición del accionariado, con los consiguientes efectos sobre la función de supervisión que ejercen los accionistas y la transmisión de información al mercado.

En España, conscientes de la importancia de la propiedad en la empresa, hemos asistido en los últimos meses a la aprobación de medidas de blindaje de los directivos o de protección o defensa ante los cambios de propiedad, entre los que cabe señalar: limitación del derecho de voto independientemente del porcentaje de capital que se posea; exigencia de mayorías cualificadas (80% o más) para determinados acuerdos del consejo como fusión, escisión, o cambio en los estatutos de los consejos; y la imposición de determinadas condiciones para ser consejero, como un número mínimo de años como accionista u otras características.

La separación entre propiedad y control en la empresa y los conflictos de intereses entre accionistas y directivos han dado lugar a la aparición de mecanismos de gobierno con el fin de alinear los intereses de unos y de otros y dar lugar a la creación de valor en la empresa. En este contexto, la propiedad accionarial actúa como mecanismo de gobierno o supervisión de las actuaciones directivas y se formula la *hipótesis de supervisión*. De acuerdo con esta hipótesis, los accionistas principales de la empresa supervisan a los directivos para que estos actúen de acuerdo con el objetivo de creación de valor. Asimismo, la identidad de los inversores principales se convierte en un tema relevante, ya que la capacidad supervisora de cada grupo de accionistas puede ser distinta. En este sentido, los inversores institucionales se han manifestado en buena parte de la literatura financiera como buenos supervisores, y la propiedad en manos de los directivos o internos de la empresa tiende a alinear los intereses de éstos con los de los accionistas. En resumen, de acuerdo con la hipótesis de supervisión, una mayor concentración del accionariado, un mayor porcentaje de propiedad en manos de inversores institucionales y una mayor propiedad en manos de los internos da lugar a un mayor valor en la empresa.

En aquellas operaciones que suponen un cambio en el accionariado de la empresa, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto, en algunas ocasiones, el cumplimiento de la hipótesis de supervisión, puesto que dichas operaciones se valoran positivamente cuando la estructura de propiedad resultante ofrece una mayor supervisión y gobierno de la empresa. Así, tanto en operaciones que suponen un cambio directo en la propiedad accionarial (exclusión de bolsa, OPA, venta de bloque accionarial, OPVs, privatizaciones) como un cambio indirecto (splits, recompra de acciones y desregulación), la hipótesis de supervisión condiciona el precio de la operación a priori y el rendimiento obtenido a posteriori.

Sin embargo, ¿es la estructura de propiedad la única variable fundamental a la hora de valorar dichas operaciones? y ¿se podría generalizar la hipótesis de supervisión a cualquiera de las operaciones que suponen cambios en la propiedad accionarial?. Para dar respuesta a estos interrogantes resulta necesario realizar una revisión exhaustiva de los resultados obtenidos en diferentes mercados con el objetivo de analizar la influencia de la estructura accionarial en la valoración de aquellas operaciones realizadas en el mercado de capitales que provocan cambios en la propiedad de la empresa.

La revisión realizada puede resultar de interés tanto para analistas de mercados, como para inversores y la comunidad científica en general, ya que por un lado, se pone de manifiesto cómo afecta la estructura de propiedad a la valoración de determinadas operaciones y, por otro,

se muestra la necesidad de continuar las investigaciones en este tema y ampliar la evidencia existente que no resulta concluyente.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En primer lugar, se analizan las operaciones que suponen cambios directos de propiedad. A continuación, en el apartado 3 se introducen aquellas operaciones que suponen cambios indirectos en la estructura accionarial. Por último, se plantean las principales conclusiones obtenidas del análisis.

CAMBIOS DIRECTOS DE LA PROPIEDAD

El contraste de la hipótesis de supervisión se ha realizado en diferentes operaciones que dan lugar a un cambio directo en la propiedad accionarial. En concreto, se ha contrastado en la venta pública o privada de títulos, la exclusión de cotización, las tomas de control a través de Ofertas Públicas de Adquisición, las transacciones con bloques accionariales, las Ofertas Públicas de Venta y los procesos de privatización. A continuación, se analiza cada una de dichas operaciones y se muestra la evidencia observada.

Ventas públicas y ventas privadas de títulos

El procedimiento utilizado para la realización de una venta de títulos mediante su colocación pública o privada ejerce efectos diferentes sobre la estructura de propiedad de la empresa y, en consecuencia, son valoradas de manera distinta por el mercado.

La venta privada coloca un bloque de acciones en un determinado individuo y diluye el poder de voto de los accionistas actuales, mientras que en la venta pública sólo se produce el segundo de estos efectos puesto que va destinada a un gran número de accionistas. La reacción de los precios de los títulos ante ambas operaciones ha sido diferente, poniendo de manifiesto la importancia de la estructura accionarial a la hora de valorar la empresa. En particular, algunos autores han observado en el mercado americano una disminución en la riqueza del accionista ante el anuncio de una nueva emisión de títulos de un 3% y un aumento en la riqueza del accionista en un 4,5% en la venta privada (Hertzel y Smith, 1993).

Por lo tanto, un aumento en la concentración del accionariado da lugar a un efecto positivo sobre la creación de valor, que se pone de manifiesto a través del rendimiento anormal positivo de las acciones observado en las ventas privadas, o el descuento sobre el precio de mercado que acompaña a la venta privada. Tanto los rendimientos anormales como los descuentos con que se realiza la colocación se pueden justificar de acuerdo con la hipótesis de supervisión. La *hipótesis de supervisión* sugiere que el descuento en la colocación privada refleja la compensación a los inversores por los servicios de supervisión esperados mientras que los rendimientos anormales que acompañan a dicha venta privada reflejan los beneficios esperados del incremento de supervisión. Sin embargo, ambos resultados podrían justificarse también a través de una hipótesis alternativa: la *hipótesis de información*. De acuerdo con esta hipótesis, el descuento refleja los costes en los que incurren los inversores privados para valorar la empresa y los rendimientos anormales reflejan la información interna favorable acerca de la empresa.

En este sentido, Hertzel y Smith (1993), continuando con el trabajo de Wruck (1989), encuentran evidencia consistente con ambas hipótesis, dado que aquellas empresas con mayor concentración accionarial después de la venta (representativa de la mayor supervisión espera-

da) y de menor tamaño (representativo de la mayor asimetría informativa) resultaron ser las que presentaban mayores rendimientos anormales.

Cambio de una estructura dispersa de propiedad a una estructura concentrada de propiedad mediante la salida de bolsa

La salida de bolsa de una empresa provoca una transformación de su accionariado dando lugar a una estructura más concentrada, de manera que esta clase de operaciones pueden justificarse por la necesidad de tener un accionariado menos disperso para reducir los problemas de agencia.

En este sentido, la salida de bolsa de la empresa ha sido justificada por Lehn y Poulsen (1989) a través de los problemas de agencia asociados a los flujos de libre disposición utilizando una muestra de 236 empresas. Además, estos autores encuentran que la prima pagada a los accionistas es una función positiva de los flujos libres, siendo esta relación más significativa cuando los administradores poseen poco capital antes de la operación (costes de agencia mayores) y cuando el temor a una adquisición hostil era mayor, ya que los empresarios tendrían un mayor incentivo para frustrar la oferta hostil pagando el exceso de flujo de caja. Sin embargo, Kieschnick (1998) rechaza las conclusiones alcanzadas por Lehn y Poulsen analizando los mismos datos, estableciendo que los flujos de libre disposición no aumentan la probabilidad de que se pase de una estructura más dispersa de propiedad a una más concentrada, sino que encuentra otros factores que van a afectar a este proceso, como son el tamaño de la empresa, la reducción impositiva y el crecimiento. Por lo tanto, rechazan la hipótesis de supervisión de la propiedad como explicación al incremento en la concentración.

La concentración a través de las tomas de control

Los accionistas con participaciones no significativas en la empresa, que normalmente no tienen cabida en el Consejo de Administración y carecen de incentivos para soportar los costes de supervisión de la actuación de los directivos, tienen un mecanismo de control indirecto que consiste en la venta de su participación en el mercado de capitales.

Ante esta situación, los directivos tenderán a actuar en favor de los accionistas, dado que la disminución del valor de las acciones en el mercado aumenta la probabilidad de que se produzca una "toma de control"¹ o cambio en la propiedad de la empresa que podría perjudicar al directivo.

En Estados Unidos y el Reino Unido, dos de los países donde la concentración de la propiedad es menos corriente, se ha implantado este mecanismo con fuerza para consolidar la propiedad (Franks y Mayer, 1990). En una toma de control hostil típica, el tomador realiza una oferta a los accionistas dispersos de la empresa objetivo y si aceptan esta oferta, adquieren el control de dicha empresa y pueden reemplazar, o al menos controlar, la dirección.

Las tomas de control pueden ser vistas, por tanto, como un mecanismo que permite una rápida concentración de la propiedad.

La mayor parte de los estudios teóricos y de la evidencia empírica apoya la idea de que las tomas de control se deben a problemas de gobierno. Generalmente, estas tomas de control

incrementan el valor combinado de la empresa objetivo y de la empresa adquirente, lo cual es representativo del incremento que se espera en los beneficios una vez que la operación se lleva a cabo (Jensen y Ruback, 1983). Además, la empresa objetivo suele tener rendimientos reducidos antes de la adquisición (Mork, Shleifer y Vishny, 1988 y 1989) y sus directivos son sustituidos una vez que la toma de control se produce con éxito (Martin y McConell, 1991).

Las tomas de control, especialmente si son hostiles, tienden a disciplinar la labor de los gestores. Diversos estudios han puesto de manifiesto los enormes cambios registrados en el equipo directivo tras el éxito de una OPA hostil; se estima que alrededor del 90% de los consejeros, ejecutivos y no ejecutivos, cesan en los dos años que siguen a la operación. También se ha confirmado la obtención de importantes ganancias por parte de los propietarios de la empresa adquirida (entre el 20% y el 30%) en las semanas inmediatamente posteriores al anuncio de la oferta². Sin embargo, los rendimientos obtenidos por la empresa adquirente pueden variar en función de la identidad de las empresas que participan en la operación, habiéndose observado rendimientos anormales positivos cuando se realiza una adquisición por parte de una empresa extranjera en una empresa americana, siendo estos rendimientos no significativos cuando es la empresa americana la que adquiere la empresa extranjera (Cakici, Hessel y Tandon, 1996).

Sin embargo, frente al papel disciplinario que se asocia a las tomas de control, algunos estudios justifican el incremento en el rendimiento que se produce en la empresa objetivo a través del aumento en el poder de mercado y las economías de escala (Martin y McConnell, 1991 en Estados Unidos y Franks y Mayer, 1996 en el Reino Unido³).

Asimismo, recientemente se ha planteado que las tomas de control se producen en respuesta a los cambios sectoriales o a la desregulación y la innovación financiera, con el ánimo de llevar a cabo un proceso de reestructuración para adaptar la empresa a la nueva realidad.

Por lo tanto, si estos cambios son una causa de las tomas de control, el rendimiento de la empresa después de que se produzca no tiene por qué aumentar. Muchos autores han relacionado los fracasos empresariales de los años 90 con la actividad de tomas de control que tuvo lugar en los 80, lo cual es representativo de que aunque algunos de los procesos se dieron como consecuencia de la ineficiente gestión directiva, la mayoría pudieron ser consecuencia de cambios sectoriales⁴ (Mitchell y Mulherim, 1996).

Transacciones con bloques accionariales

La finalidad supervisora del mercado de control societario a través de las Ofertas Públicas de Adquisición ha sido ampliamente estudiado, sin embargo, la existencia de un mercado de control parcial, en el que se realizan adquisiciones de volúmenes de acciones inferiores a los límites establecidos por ley para ejecutar una OPA, hace que este tipo de transacciones cobre importancia no sólo por la transmisión de información que suponen, sino también porque pueden ser consideradas como el primer paso para una toma de control posterior (Barclay y Holderness, 1991) o como inversiones inter-empresas que llevan a un incremento en el valor de las empresas implicadas (Mikkelsen y Ruback, 1985).

La hipótesis de supervisión o de reducción de costes de agencia ha justificado buena parte de los resultados obtenidos en la valoración de las transacciones de bloques accionariales. A continuación, resumimos los principales resultados obtenidos en el contraste de la hipótesis de supervisión y los alcanzados en el contraste de la hipótesis contraria o hipótesis de beneficios privados.

Hipótesis de supervisión vs. hipótesis de beneficios privados.

El conflicto de intereses entre accionistas y directivos derivado de la separación entre propiedad y control ha dado lugar a la búsqueda de mecanismos de control o de supervisión de los directivos con el ánimo de maximizar el valor de la empresa. En este contexto, el grado de concentración del accionariado de la empresa y el tipo de accionistas que participan en la misma son considerados mecanismos de gobierno que supervisan la actuación de los directivos y contribuyen a la creación de valor en la empresa. Sin embargo, la evidencia al respecto no resulta concluyente.

Los resultados alcanzados en diferentes estudios que analizan la influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor no siempre encuentran una relación positiva entre ambos, que pondría de manifiesto la capacidad supervisora de los accionistas, sino que en ocasiones la relación encontrada se vuelve negativa, poniendo de manifiesto la posible búsqueda de beneficios privados por parte de los inversores con cierto poder de voto a expensas de la riqueza de los inversores minoritarios.

Como consecuencia, en las adquisiciones de bloques accionariales el poder de control de los distintos grupos de accionistas-compradores para alcanzar sus objetivos determina tanto el precio de adquisición como la reacción en el precio de las acciones como consecuencia de la compra.

Si asumimos el papel supervisor de los accionistas principales y por tanto su influencia positiva sobre la creación de valor de la empresa, los precios de las acciones incrementarán cuando el comprador de un bloque accionarial sea un supervisor o gestor mejor que el que vende el bloque. Por ello, el comprador de un bloque accionarial estará dispuesto a pagar una prima sobre el precio que tuvieron las acciones antes de la adquisición cuando considere que utilizando su poder de voto puede mejorar la gestión empresarial y por tanto la creación de valor. En definitiva, el sobreprecio pagado por las compras de bloques accionariales en el mercado de control parcial señala la mejora esperada en la gestión de la empresa (Barclay y Holderness, 1989, 1992).

Del mismo modo, la hipótesis de supervisión justifica la reacción positiva de los precios ante un anuncio de cambio de propiedad en función de la mayor y mejor supervisión ejercida por el nuevo accionista mayoritario, que dará lugar a una disminución de los costes de agencia (Bethel, Porter y Opler, 1998).

Por el contrario, los distintos grupos de accionistas pueden utilizar su poder de voto con una finalidad distinta a la supervisión, como es la búsqueda de beneficios privados como hemos comentado anteriormente. En este caso, el precio que está dispuesto a pagar el comprador de un bloque accionarial es mayor que el precio alcanzado por las acciones después de la adquisición, ya que su presencia en la empresa no incrementa la creación de valor.

Gran parte de la literatura existente sobre transacciones de bloques accionariales (véase Tabla 1) contrastan la hipótesis de supervisión y de beneficios privados analizando cuál es el precio que el comprador está dispuesto a pagar y cuáles son los rendimientos anormales asociados a la adquisición de un bloque accionarial.

Ofertas Públicas de Venta

En las Ofertas Públicas de Venta de acciones (OPVs), la estructura accionarial de la empresa que la realiza ha jugado un papel muy importante a la hora de valorar dicha operación. La evidencia empírica observada pone de manifiesto tanto argumentos a favor como en contra de la hipótesis de supervisión.

En el caso de las OPVs, la hipótesis de supervisión, que considera el papel disciplinario que ejercen determinados accionistas sobre las actuaciones de los directivos, se ha analizado desde dos vertientes: la infravaloración en la operación y los rendimientos obtenidos a largo plazo.

En primer lugar, la estructura accionarial de la empresa ha sido uno de los factores relevantes que justifica la infravaloración en las Ofertas Públicas de Venta (estimada según Rajan y Servaes (1997) en un 10,03%). Por un lado, el hecho de realizar una Oferta Pública de Acciones con un descuento da lugar a la sobresuscripción por parte de los inversores y al consiguiente prorrateo. En este sentido, la estructura accionarial existente en la empresa después de la OPV sería una estructura dispersa en la que el control reside en los internos o directivos de la empresa. Por lo tanto, la infravaloración puede entenderse como el medio para obtener una determinada estructura de propiedad de manera que los internos puedan retener el control (Brennan y Franks, 1997). Por otro lado, los análisis empíricos ponen de manifiesto que dicha infravaloración es más acentuada cuanto más dispersa se encuentre la propiedad en el momento de realizar la OPV. En este sentido, el descuento que acompaña a la operación también puede entenderse como recompensa a los inversores por los costes de información que soportan, que resultan más elevados al encontrarse el accionariado más disperso (Booth y Chua, 1996).

A pesar de que la infravaloración en la OPV promueve la dispersión del accionariado, otros autores, como Stoughton y Zechner (1998), enfatizan la importancia de favorecer a los grandes inversores, siempre y cuando la ley lo permita, ya que éstos tienen una mayor capacidad de supervisión de los directivos que el resto de los inversores. En resumen, se observa que el valor de la OPV se determina en función de la estructura de propiedad resultante. En este sentido, cuanto mayor sea la dispersión del accionariado obtenida, mayor será el descuento aplicado en la colocación y cuanto mayor sea el grado de concentración del accionariado alcanzado, mayor será el valor de los títulos en su colocación.

Sin embargo, la estructura accionarial no sólo condiciona el precio de colocación en la OPV, sino que además puede influir sobre el rendimiento obtenido a largo plazo de dichos títulos. En este sentido, si la OPV da lugar a una mayor dispersión de la propiedad accionarial, de acuerdo con la hipótesis de supervisión, los intereses de accionistas y directivos estarían menos alineados y, por tanto, se produciría una disminución de los rendimientos de la empresa. La evidencia al respecto, no apoya este comportamiento puesto que, tal y como señalan Mikkelson, Partch y Shah (1997), a pesar de que se observa una disminución en los rendimientos operativos durante los diez años posteriores a la OPV, no se encuentra una relación significati-

va entre la propiedad y los rendimientos. Por lo tanto, aunque en el corto plazo la relación entre la propiedad accionarial y la valoración de la OPV está contrastada, a largo plazo los resultados no parecen concluyentes.

Tabla 1. Transacciones de bloques accionariales: evidencia de la hipótesis de supervisión y de beneficios privados.

Trabajo	Hipótesis	Muestra y Metodología	Bloques accionariales	Resultados
Holderness y Sheehan (1988)	H. beneficios privados: rechazada	114 empresas (31 transacciones) Estudio de sucesos y diferencia de medias	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	El valor de la empresa aumenta un 12% ante un anuncio de adquisición de un bloque accionarial
Barclay y Holderness (1989)	H. beneficios privados: aceptada	63 transacciones MCO	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	Las transacciones de bloques accionariales se producen con una prima del 20% sobre el precio de los títulos después del anuncio
Barclay y Holderness (1991)	H. supervisión: aceptada	97 empresas (106 transacciones) Estudio de sucesos y diferencia de medias	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	El valor de la empresa aumenta cuando se transfiere la propiedad a aquellos con mayores habilidades gerenciales y supervisoras. Rendimiento anual acumulado del 5,6%
Barclay y Holderness (1992)	H. supervisión: aceptada H. beneficios privados: aceptada	97 empresas (106 transacciones) Estudio de sucesos y MCO	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	El precio después de la adquisición del bloque accionarial se incrementa, pero no tanto como la prima pagada
Shome y Singh (1995)	H. supervisión: rechazada	92 empresas Estudio de sucesos y MCO	Analiza la formación de nuevos bloques accionariales	Los adquirentes de bloques accionariales no juegan un papel valioso a la hora de limitar la discrecionalidad directiva sobre los
Bethel, Porter y Opler (1998)	H. supervisión: aceptada	425 empresas Test de Wilcoxon y regresión logística	Analiza compras de un bloque accionarial por parte de un accionista mayoritario activo, accionista mayoritario financiero, inversores estratégicos e "inter-nos"	FCF Los inversores activos invierten en empresas de bajos rendimientos y su intervención se asocia con mejoras en los resultados
Crespí y Gispert (1999)		113 empresas Probit y tobit	Analiza adquisiciones accionariales que suponen un incremento en la concentración de propiedad	Mayor probabilidad de adquisición en empresas pequeñas y con propiedad más dispersa. Los menores rendimientos previos no resultan significativos en la probabilidad de adquisición.
Fernández Blanco y García Martín (2000)	No avala ninguna teoría o motivación en particular	132 empresas Estudio de sucesos	Analiza compras de bloques accionariales desde el punto de vista del comprador y del vendedor	Se confirma el efecto informativo del tamaño del bloque accionarial. Ganancias anormales para los accionistas de la empresa objetivo y para la empresa compradora si invierte en el mismo sector.
Fernández Blanco y Baixaiulli (2000)	Motivo de la adquisición: sinergias. No apoya la h. agencia	58 adquisiciones Estudio de sucesos	Analiza adquisiciones interempresas	Encuentran rendimiento anormal positivo para la empresa compradora y la empresa objetivo

Tabla 2. Evidencia a favor y en contra de la hipótesis de supervisión, de la hipótesis de expropiación o de beneficios privados y de la hipótesis de información, en diferentes contextos de cambios directos en la propiedad accionarial.

Hipótesis	Contexto	Evidencia empírica
Hipótesis de supervisión	Venta pública vs. Venta privada de acciones	La colocación privada (más concentración) se realiza con un descuento sobre el precio de mercado debido al servicio de supervisión esperado. El rendimiento anormal positivo que se observa en la colocación privada refleja el beneficio esperado de la supervisión. (Smith, 1986; Wruck, 1989; Hertzal y Smith, 1993)
	Salidas de bolsa	A favor: La prima que se paga por la salida de bolsa (que da lugar a una mayor concentración de propiedad) depende de los flujos de caja libres (mayores costes de agencia), por lo que la concentración es vista como un mecanismo de supervisión que permite reducir los costes de agencia. (Lehn y Poulsen, 1989) En contra: Kieschnick (1998)
	Mercado de control societario	A favor: Las tomas de control se producen en empresas de gestión ineficiente, observándose un incremento en las ganancias asociadas a la adquisición. (Jensen y Ruback, 1983; Gómez Ansón, 1997) En contra: La función disciplinaria de las tomas de control llevaría a pagar una prima superior por aquellas empresas en las que se produce un cambio de los directivos ineficientes después de la adquisición. No se observan diferencias en las primas pagadas si se lleva a cabo cambio o no. (Martín y McConnell, 1991; Franks y Mayer, 1996). Otros consideran las tomas de control como respuesta a shocks industriales (Mitchell y Mulherim, 1996).
	Mercado de control parcial	A favor: el precio de las acciones se eleva después de la adquisición de un bloque accionarial porque se reducen los costes de agencia asociados a la estructura de propiedad previa. (Barclay y Holderness, 1992; Bethel, Porter y Opler, 1998) En contra: Shome y Singh (1995)
Hipótesis de expropiación o de beneficios privados	Ofertas Públicas Iniciales	A favor: la infravaloración en las OPIs se produce con la finalidad de lograr una mayor dispersión del accionariado de manera que los directivos sigan manteniendo el control observándose generalmente que los directivos y propietarios iniciales venden un porcentaje reducido en la OPI. (Brennan y Franks, 1997; Stoughton y Zechner, 1998). El valor de la OPI está en función de la estructura de propiedad resultante En contra: los menores rendimientos de la OPI a L/P se producen por el deseo de los directivos de vender a priori y no por la mayor dispersión accionarial y disminución de la propiedad directiva que se produzca a posteriori. (Mikkelsen, Parth y Shah, 1997)
	Mercado de control parcial	A favor: La prima que se paga en la adquisición de un bloque accionarial indica no sólo la posible mejora en la gestión de la empresa que puede conseguirse sino también los mayores beneficios privados que el inversor puede recibir. (Barclay y Holderness, 1989 y 1992) En contra: El rendimiento anormal positivo que se observa después de la adquisición de un bloque accionarial que beneficia a todos los accionistas rechaza la hipótesis de que se produzca una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios. (Holderness y Sheehan, 1988)
Hipótesis de información	Venta pública vs. Venta privada de acciones	La colocación privada (más concentración) se realiza con un descuento sobre el precio de mercado debido al coste asociado a la valoración de la empresa. El rendimiento anormal positivo que se observa en la colocación privada refleja la información interna favorable. (Hertzal y Smith, 1993)
	Mercado de control parcial	Si las transacciones con bloques accionariales se basan en la existencia de una información superior debería observarse un rápido ajuste de los precios a dicha información. (Rechazada por Barclay y Holderness, 1991 y por Bethel, Porter y Opler, 1998).

En resumen, en el Tabla 2 recogemos la evidencia empírica a favor y en contra de la hipótesis de supervisión y de la hipótesis de expropiación o de beneficios privados, cuando se lleva a cabo un cambio en el accionariado de la empresa, que puede estar motivado por diversas cuestiones como la venta pública de títulos, las salidas de bolsa, el mercado de control societario, el mercado de control parcial y las ofertas públicas de venta.

La Privatización

Otra operación que supone un cambio directo en la propiedad es el proceso de privatización de las empresas. La privatización no puede entenderse como una mera venta de activos al sector privado. Los problemas de eficiencia que sufre la empresa pública obedecen a su peculiar estructura de propiedad, pero no se resuelven sólo por su cesión al sector privado, ya que la nueva propiedad puede mostrarse más activa en la búsqueda de poder de mercado, sin por ello mejorar sustancialmente la eficiencia interna. Por tanto, todo proceso privatizador debe analizar con detalle la forma en la que la empresa va a ser vendida, con objeto de identificar la es-

estructura de control más adecuada así como a posibles compradores que aporten capacidades técnicas y de gestión. En este sentido, los trabajos de Megginson et al. (1994) y Lopez-de-Silanes (1994) afirman que el cambio hacia esta forma de estructura de la propiedad más eficiente supone una mejora en el rendimiento de las empresas privatizadas.

Los principales mecanismos de privatización son los siguientes: a) la cesión de un paquete significativo a grandes empresas o un grupo de accionistas fijos para que mantengan el plan de empresa. Así, tras la oportuna preselección de los potenciales compradores, normalmente productores de la misma rama de actividad, la operación se cierra con aquel interesado que ofrezca mejores condiciones o garantías, a juicio de los responsables públicos. La experiencia a nivel internacional alerta sobre dos posibles riesgos: la infravaloración de los activos y el favoritismo en la selección del comprador; b) La venta de acciones en el mercado de valores suele emplearse cuando la magnitud de la operación es relativamente modesta. En este caso no se selecciona previamente al comprador sino que se ofertan en Bolsa los títulos, comunicándose posteriormente la operación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; c) Oferta pública de venta de acciones mediante la colocación atomizada de porciones relevantes del capital social de las empresas privatizadas. La oferta global suele dividirse en un tramo nacional y en varios tramos internacionales, distinguiéndose en el tramo nacional un subtramo general (destinado al público en general) y un subtramo institucional (reservado a inversores institucionales); d) Las ampliaciones de capital no abiertas a la suscripción para todos los accionistas, que sirve para diluir el control público de la gestión empresarial pero no genera ingresos, si bien evita al sector público la aportación de recursos que financian nuevas y necesarias inversiones; e) Los bonos staff (management buy-out) que consiste en la venta reservada exclusivamente a empleados y jubilados de una empresa pública.

En los países del Este, una forma muy empleada de privatización consiste en el reparto de certificados de privatización (vouchers) entre todos los ciudadanos, que después pueden vender o utilizar para comprar acciones de las empresas privatizadas. Este sistema se ha aplicado en Rumania, la República Checa y Eslovaquia y Rusia y sus resultados muestran que no ha creado valor para los accionistas originales ni los ciudadanos, sino que de una forma rápida y arbitraria, favoreció la concentración de la propiedad entre los banqueros y los directivos de las empresas. Otra posibilidad consiste en colocar las acciones de las empresas en manos de holdings o fondos de inversión, cuyas acciones podrán intercambiarse por certificados. Así se está haciendo en Polonia, donde alrededor de 500 empresas públicas están en manos de unos 15 fondos de inversión que deben actuar como accionistas exigentes, introduciendo mejoras en la gestión.

Sin embargo, la utilización de instrumentos como los *núcleos duros* franceses y las *acciones de oro* británicas evidencian cómo los gobiernos se resisten a perder todo el control sobre sus empresas. Los núcleos duros son una creación francesa, copiada por España, con el propósito de alcanzar varios objetivos. Primero, se pretende evitar las tomas de control indeseadas, principalmente provenientes de capitales extranjeros. Segundo, se busca contrarrestar los efectos de la dispersión accionarial, producida por una colocación masiva de acciones en los mercados. Tercero, es una forma de resolver el problema de escasez de capital, provocado cuando el mercado de capitales es estrecho. Las empresas que configuran el núcleo duro se erigen en accionistas activos, con el papel de mantener el control sobre los directivos de las empresas privatizadas. Por lo tanto, para evitar los problemas de agencia con los gerentes provocados por la dispersión del accionariado, se asigna un porcentaje del capital fuera del mercado, que oscila entre un 5 y un 15%, a un bloque de accionistas fijos elegidos por la Administra-

ción y que se comprometen a mantener su participación durante un número mínimo de años y a revenderla a la empresa en caso de querer desprenderse de ella. El precio es superior al de la oferta pública, puesto que el paquete vendido incluye la posibilidad de ejercer el control. Sin embargo, la creación de un núcleo duro puede imposibilitar que nuevos grupos inversores puedan sustituir a los gestores ineficientes.

Por su parte, las acciones de oro o "golden shares" confieren derechos especiales a su poseedor, la Administración, que puede ejercer en condiciones extraordinarias y por un tiempo limitado, generalmente cinco años, como el veto sobre algunas decisiones o aprobación de cambios en la estructura de propiedad⁵.

Sin embargo, a pesar de los distintos mecanismos de privatización y las medidas del gobierno para mantener el control, la evolución bursátil de muchos de los títulos vendidos en el proceso privatizador ha empeorado⁶, lo que ha provocado un cierto escepticismo entre inversores y analistas. Sin embargo, y aunque los estudios realizados no son del todo concluyentes, parece confirmarse una mejora en el comportamiento y resultados de las empresas⁷.

Según Cuervo (1997), la evolución posterior al proceso privatizador dependerá, entre otros factores, de: a) el correcto funcionamiento de los sistemas de control de los directivos, en concreto de los mercados de capitales, en el caso de que haya una gran dispersión del accionariado, para que aquellos tengan estímulos para un comportamiento eficiente. De ahí que el gobierno incentive una reforma del sistema de supervisión de las empresas, b) el funcionamiento eficiente de los mecanismos reguladores de las suspensiones de pagos y quiebras, que deben servir como estímulo que afecte al comportamiento de los miembros de la empresa y eviten toda operación de renacionalización.

La evidencia empírica y los trabajos teóricos que recogemos en el Tabla 3 muestran la importancia de la estructura accionarial y de los mecanismos de gobierno en el proceso de privatización.

Por un lado, el resultado final derivado de la privatización de la empresa se verá condicionado por la señal transmitida al mercado por la retención de propiedad accionarial por parte del estado. Asimismo, la estructura de propiedad resultante condiciona el precio pagado en la privatización. Por otro lado, se observa cómo el éxito de la privatización depende de la utilización de mecanismos de gobierno o de supervisión como la competencia del mercado, los planes de incentivos de directivos y la probabilidad de reemplazo de los directivos no eficientes.

Tabla 3. Relación entre el proceso de privatización y los mecanismos de supervisión y gobierno de la empresa

Estudio	Privatización y supervisión
Goodman y Loveman (1992)	La privatización sólo será eficaz si los directivos tienen incentivos para actuar en interés del público, y como mejor coinciden los beneficios y el interés del público es cuando el servicio o el bien privatizado está en un mercado libre en el que la competencia de otras empresas disciplina el comportamiento de los directivos.
Perotti y Guney (1993)	Las ventas en la privatización se producen de manera gradual y generalmente infravaloradas. Se basan en la confianza que desea transmitir el gobierno, mediante el deseo a retener una participación accionarial (así como a infravalorar) lo que señala una política de futuro más creíble y tranquiliza a los inversores, lo que se convierte en un elemento crucial para el éxito de los programas de privatización.
Wolfram (1995)	Cuando las empresas se privatizan sin que existan grandes inversores, los costes de agencia del control directivo aumentarán, lo que hace necesario un plan de incentivos para los directivos, observándose un incremento en los salarios de los directivos de las empresas privatizadas en el Reino Unido.
Filatotchev (1997)	La privatización debería ser considerada como el comienzo de un proceso de evolución de la empresa a largo plazo en el que la empresa se reestructura y cambia con los sistemas emergentes de gobierno societario
Cornelli y Li (1997)	Analizan los esquemas óptimos de privatización cuando los inversores extranjeros son los compradores potenciales. El gobierno se enfrenta a un trade-off entre intentar conseguir el mayor beneficio posible (objetivo de "beneficio") e identificar a la empresa que operará mejor en el futuro (objetivo de "eficiencia"). Por tanto, estos autores consideran que las subastas ordinarias no son un mecanismo apropiado, sino que en algunos casos será necesario vender un número de acciones para atraer a los inversores más eficientes.
Dyck (1997)	Para que la privatización tenga éxito, sugiere la importancia del reemplazo de los directivos. (Alemania)
Claessens (1997)	Cuanto más concentrada resulte la propiedad en el proceso privatizador, mayor será el precio pagado por las acciones (se reducen costes de agencia), sobre todo cuando se trata de un inversor único nacional. (República Checa y Eslovaca)
Hingorani, Lehn y Makhija (1997)	Cuanto mayor es la propiedad interna y extranjera que resulte en el proceso privatizador mayor es el precio pagado por las acciones (se reducen costes de agencia). La demanda de acciones está relacionada con el porcentaje de acciones en manos de los internos. (República Checa)

CAMBIOS INDIRECTOS EN LA PROPIEDAD

Existen determinadas operaciones en el mercado que pueden provocar un cambio en el accionariado de las empresas que las llevan a cabo, así como shocks del entorno que pudieran también contribuir a dicho cambio. Sin embargo, sus efectos sobre la propiedad accionarial no son una consecuencia directa de la operación en cuestión, sino que se convierte en una cuestión empírica en cada caso, pudiéndose explicar el resultado final de la operación a través de su influencia sobre el accionariado de la empresa. En particular, hemos distinguido tres maneras indirectas de cambio de control: cambios de propiedad después de un split, recompra de acciones y la desregulación.

Cambios de propiedad después de un split

El desdoblamiento de acciones aumenta la base accionarial de la compañía, al provocar un aumento de los títulos en circulación y, paralelamente, un abaratamiento de su precio. Crece, por tanto, la liquidez bursátil de la empresa, al tiempo que se incrementa el precio de control de la compañía, ya que cuanto más amplia sea la base accionarial, más caro es tomar un porcentaje de control.

El aumento de la base de pequeños accionistas puede ser favorable por tres razones. La primera es el prestigio y la confianza que da una compañía respaldada por miles de inversores.

La segunda razón estriba en la estabilidad que da la gran masa de pequeños inversores que mantienen sus títulos durante años, lo que ofrece a los gestores un respaldo importante de una parte significativa del capital. Finalmente, la contención de precios ante movimientos especulativos del mercado, ya que si la salida de un accionista con una participación significativa puede provocar un retroceso importante en la cotización, ésta será menor cuanto mayor sea la base de accionistas estables de la compañía (García Machado, 1998).

En concreto, al analizar los efectos de los splits de acciones sobre la estructura de propiedad de las empresa, Mukherji, Kim y Walker (1997) muestran que los splits incrementan el número de accionistas individuales e institucionales, pero no afecta a la proporción de fondos propios que poseen los inversores institucionales, ni a la concentración de la propiedad, no existiendo tampoco un efecto claro sobre la propiedad directiva (Szewczyk y Tsetsekos, 1993).

Estos resultados apoyan la *hipótesis de señales*, que sostiene que las empresas que realizan splits disponen de expectativas positivas todavía no reconocidas por los accionistas, que pretenden transmitir con la operación, al atraer el interés sobre la empresa de analistas e inversores. Así, la señal positiva suministrada por el split debería atraer nuevos inversores a la empresa, incrementando el número de accionistas institucionales e individuales, sin que exista una razón a priori para esperar algún cambio en la proporción de acciones que tienen los inversores institucionales. Este porcentaje cambiará sólo significativamente si los accionistas individuales e institucionales no responden de manera similar a las señales positivas derivadas del split, lo que es una cuestión empírica⁸. Asimismo, el rendimiento anormal ante anuncios de desdoblamiento de acciones, asociado con esta hipótesis de señales, está relacionado positivamente con el nivel de propiedad interna, ya que la señal del split debería ser más creíble y debería tener un mayor efecto en el mercado en aquellas empresas con mayor propiedad interna y mayor asimetría de información entre los internos y los externos (Han y Suk, 1998).

Por otro lado, la *hipótesis de atrincheramiento directivo* (o lo que es lo mismo, la hipótesis de supervisión en sentido negativo) considera el split como una estrategia directiva para dificultar las tomas de control mediante la formación de una base accionarial amplia y heterogénea. Así, esta hipótesis predice un aumento en el número de accionistas individuales, un descenso en el número de accionistas institucionales y una disminución en la proporción de fondos propios que tienen los inversores institucionales. Sin embargo, no se ha encontrado evidencia en este sentido.

Recompra de acciones

Del mismo modo, la compra de acciones propias puede dar lugar a un aumento del valor de la empresa o a una disminución en el mismo según que la recompra se utilice como mecanismo para señalar la calidad de la empresa al mercado o como instrumento para favorecer el atrincheramiento directivo. Es decir, la operación de recompra y el consiguiente efecto sobre la propiedad de la empresa, puede dar lugar a diferentes efectos sobre el valor de la misma, al igual que señalamos para el caso de los splits.

Según la *hipótesis de señales*, los directivos recompran las acciones con una prima sobre el valor de la acción con posterioridad a la recompra, transfiriendo riqueza de aquellos accionistas que no venden a aquellos que sí lo hacen, de manera que se señalice que la empresa está infravalorada. Dann (1981) y Vermaelen (1981) establecen que el precio de recompra es el

22-23% superior al precio anterior al anuncio de la recompra, y el 13% superior al precio después de la recompra (60 días).

Por su parte, la *hipótesis de atrincheramiento* directivo considera que un aumento de la autocartera reduce el porcentaje del capital poseído por los externos y aumenta la participación directiva, incrementándose por tanto el atrincheramiento de la dirección, lo que puede dar lugar a un efecto negativo sobre la cotización. Dittmar (1995) no encuentra relación entre las recompras y la propiedad en manos de los internos. Sin embargo, otros autores como Bagnoli y Gordon (1989) y Sinha (1991) señalan que las empresas compran sus acciones para impedir OPAs. En el caso español, Roper (1997) señala que las compras a corto plazo persiguen defender a las empresas frente a las OPAs, mientras que las compras a largo plazo tratarían de resolver problemas de agencia⁹.

Shocks del entorno: la desregulación

La proliferación de la desregulación en la mayoría de los países ofrece la oportunidad de analizar la evolución de la estructura de gobierno y de su adaptación a los shocks del entorno.

Puesto que la desregulación incrementa la discrecionalidad directiva y la sensibilidad del valor de la empresa a la calidad de las decisiones directivas, cabe esperar que varios mecanismos de gobierno cambien bajo este contexto. Según señalan Kole y Lehn (1997), la desregulación puede motivar una mayor concentración de la estructura de propiedad de los fondos propios, un incremento de la remuneración ejecutiva con una mayor proporción de la compensación consistente en una paga vinculada al valor de la empresa, y por último es probable que el tamaño del consejo se contraiga y aumente la representación exterior en los consejos.

En este sentido, el análisis de cómo un mecanismo de gobierno se mueve de un equilibrio a otro resulta más interesante que centrarse en las características de un determinado equilibrio, así como observar cómo las empresas se adaptan a los shocks y si existe una selección natural de la forma organizativa.

CONCLUSIONES

En este trabajo hemos querido demostrar la importancia que sobre el valor de la empresa tienen los cambios en la propiedad accionarial de la misma, basándonos principalmente en la hipótesis de supervisión. La estructura de propiedad que resulta directamente de una operación de venta pública de títulos, de una oferta pública de adquisición, de una venta de un bloque accionarial, de una oferta pública de venta, o de un proceso de privatización, no sólo condiciona el precio de la operación a priori sino que además influye sobre los rendimientos de los títulos obtenidos a posteriori.

Del mismo modo, hemos considerado también otra serie de operaciones (como los splits y la recompra de acciones), que aunque su objetivo inicial no es llevar a cabo un cambio en la propiedad de la empresa, su posible incidencia sobre la estructura accionarial puede condicionar los resultados que estas operaciones ejercen sobre la empresa.

En definitiva, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando la estructura de propiedad resultante permi-

te desarrollar una mayor supervisión sobre las actuaciones de los directivos y un mayor alineamiento de intereses entre éstos y los accionistas (hipótesis de supervisión). Este resultado se pone sobre todo de manifiesto en aquellas operaciones que provocan un incremento en la concentración de la propiedad, es decir, en las ventas privadas de títulos, exclusiones de bolsa y Ofertas Públicas de Adquisición. En particular, el beneficio derivado de la mayor concentración del accionariado (independientemente de la clase de accionista de que se trate) se pone de manifiesto a través de los rendimientos anormales positivos o el descuento aplicado en las ventas privadas; la prima pagada en las salidas de bolsa, que resulta más elevada cuanto menor es la propiedad de los internos o directivos de la empresa (es decir, mayores costes de agencia); y las ganancias observadas en la empresa objetivo de una OPA así como la mayor probabilidad de OPA en empresas con propiedad más dispersa y rendimientos más reducidos.

En el caso de operaciones que provocan una mayor dispersión del accionariado, como son la venta pública, las OPVs y la privatización, la evidencia observada no permite generalizar los resultados.

En particular, de acuerdo con la hipótesis de supervisión, la mayor dispersión del accionariado debería provocar una reducción en el valor de la empresa. Si bien este resultado se pone de manifiesto en el caso de las ventas públicas, en el caso de las OPVs y de la privatización no resulta concluyente. De hecho, a pesar de que en el caso de las OPVs se observan bajos rendimientos a largo plazo, no se evidencia una relación entre la dispersión del accionariado obtenida y los rendimientos, de manera que la caída en los rendimientos se debe a razones distintas a la propiedad. En el caso de la privatización, se apoya parcialmente la hipótesis de supervisión. Por un lado, se observa una mejora en los resultados de la empresa después de la privatización, a pesar de la mayor dispersión del accionariado obtenida, y por tanto se contradice la hipótesis de supervisión. Por otro lado, a pesar de la mayor dispersión de la propiedad en general, el proceso de privatización puede asignar un núcleo duro o grupo de control que se encarga de supervisar las actuaciones de los directivos, o determinar un tramo institucional en la colocación de títulos, de manera que estos inversores institucionales pueden ejercer un papel supervisor y por tanto contribuir a la creación de valor en la empresa.

En resumen, aunque el establecimiento de unas conclusiones para cualquier clase de empresa u operación realizada que modifica su estructura de propiedad resultaría un poco pretencioso, a la vista de la evidencia observada en diferentes países podríamos plantear un comportamiento generalizado. En definitiva, se podría decir que aquellas empresas que realizan una operación que incrementa la concentración de su accionariado o incrementa la propiedad de los inversores institucionales o de los internos o consejeros de la empresa, obtienen rendimientos anormales positivos después de la operación y por lo tanto se estaría dispuesto a pagar una prima en la colocación de los títulos. Sin embargo, tanto los rendimientos anormales como la cantidad de la prima pueden estar afectados por factores distintos a la composición del accionariado y a la hipótesis de supervisión.

De hecho, en algunas ocasiones las consecuencias que los cambios en la propiedad tienen sobre el valor de la empresa se han justificado a partir de la información privilegiada con que cuentan determinados inversores de la misma y que ocasiona no sólo un efecto informativo derivado de la estructura accionarial y del deseo a invertir en la empresa, sino que además la mayor propiedad que poseen aquellos que se considera mejor informados (como los internos de la empresa o los inversores institucionales) se ha mostrado como complemento informativo de otros anuncios que realiza la empresa dando lugar a una mayor credibilidad de éstos.

En definitiva, la propiedad de la empresa debe estructurarse de manera que se garantice la supervisión de las decisiones de los directivos, es decir, una estructura concentrada o en la que a pesar de resultar dispersa (como consecuencia de una OPV o una privatización, por ejemplo) exista un grupo de inversores dispuesto a supervisar, como son los institucionales o los internos. De esta manera, el accionista de una empresa que lleva a cabo una operación que supone un cambio en la propiedad debería tener en cuenta si dicha operación va a dar lugar a una concentración o dispersión del accionariado o si se potencia la participación de determinados grupos de inversores en la empresa. En este sentido, los accionistas actuales de una empresa pueden beneficiarse vendiendo sus acciones en una operación que de lugar a una mayor concentración del accionariado recibiendo la prima pagada, o bien manteniendo su posición como accionista y beneficiándose de los rendimientos obtenidos a largo plazo de dicha operación. Sin embargo, si todos los inversores mantuvieran su posición como accionistas de la empresa, no se podría llevar a cabo ninguna operación que diese lugar a un incremento en la concentración (exclusión de bolsa u OPA, por ejemplo). De manera que la verdadera ganancia para los accionistas actuales de la empresa que lleva a cabo una operación de concentración de su accionariado está en la prima que los accionistas compradores están dispuestos a pagar y que depende entre otros factores de la supervisión que se ejercía en la empresa antes de la operación, tal y como se observa en las salidas de bolsa, en las que la prima depende negativamente de la propiedad en manos de los internos.

NOTAS

- (1) Las principales formas de tomas de control son las fusiones, las ofertas públicas de adquisición y las compras apalancadas. La fusión consiste en una oferta para comprar una empresa que se le hace a la dirección de la empresa objetivo, y tiende a ser "amistosa". Las ofertas públicas permiten adquirir acciones directamente de los accionistas de la empresa objetivo y son frecuentemente "hostiles" a la dirección de la empresa. Por su parte, la compra apalancada supone la adquisición de una empresa por medio de una operación financiada principalmente con deuda, y la privatiza.
- (2) Fernández (1992) y Fernández Blanco y García Martín (1995), entre otros, consideran el mercado de control de empresas como beneficioso para el accionista y la sociedad en general considerando que estas operaciones aportan un valor añadido.
- (3) En ambos estudios se observa que las empresas que son objeto de OPA no presentaban menores rendimientos antes de la adquisición que el resto de empresas que no son objeto de OPA. Además, se observa que la prima pagada en la adquisición no depende de que los directivos ineficientes sean sustituidos después de la adquisición. Por lo tanto, la adquisición se produce por motivos distintos a la supervisión.
- (4) Mitchell y Mulherim (1996) señalan que un anuncio de una toma de control en una empresa incrementa el valor de todos los miembros de dicho sector. El rendimiento anormal ponderado de las otras empresas de la industria resulta ser del 0,5%. Esto sugiere que los miembros del sector anticipan a partir del anuncio de la toma de control que se va a producir una reestructuración en el mismo.
- (5) Véase Alvarez y Calleja (1995)
- (6) Del mismo modo que ocurría con los rendimientos a largo plazo de las Ofertas Públicas de Venta en general.
- (7) Véase Eckel, Eckel y Singal (1997).
- (8) Véase Mukherji, Kim y Walker (1997).
- (9) La compra de acciones propias puede considerarse como un mecanismo de distribución del efectivo de la sociedad alternativo al pago de dividendos que reduce la discrecionalidad directiva y provoca reacciones positivas en el precio de las acciones (Fenn y Liang, 1998).

BIBLIOGRAFÍA

- ALVAREZ, E.; CALLEJA, A. (1995): *"Privatizaciones y el sistema de la acción especial ("golden share")"*, Economistas, número 63, páginas 44-63.
- BAGNOLI, M.; GORDON, R. (1989): *"Stock repurchase as a takeover defense"*, The Review of Financial Studies, número 2, páginas 423-443.
- BARCLAY, M.; HOLDERNESS, C. (1989): *"Private benefits from control of public corporations"*, Journal of Financial Economics, número 25, páginas 371-395.

- BARCLAY, M.; HOLDERNESS, C. (1991): "Negotiated block trades and corporate control", Journal of Finance, número 46, páginas 861-878
- BARCLAY, M.; HOLDERNESS, C. (1992): "The law and large-block trades". Journal of Law and Economics, número 35, páginas 265-294.
- BERLE, A.; MEANS, G (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, Nueva York.
- BETHEL, J.; PORTER, J.; OPLER, T. (1998): "Block share Purchase and Corporate Performance", Journal of Finance, número 53, páginas 605-634.
- BOOTH, J.R.; CHUA, L. (1996): "Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing", Journal of Financial Economics, número 41, páginas 291-310.
- BRENNAN, M.; FRANKS, J. (1997): "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of equity Securities in the U.K.", Journal of Financial Economics, número 45, páginas 391-413.
- CAKICI, N.; HESSEL, C.; TANDON, K. (1996): "Foreign acquisitions in the United States: Effect on Shareholder wealth of foreign acquiring firms", Journal of Banking and Finance, número 20, páginas 307-329.
- CLAESSENS, S. (1997): "Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics", Journal of Finance, número 52, páginas 1641-1679.
- CORNELLI, F.; LI, D. (1997): "Large shareholders, private benefits of control, and optimal schemes of privatization", Rand Journal of Economics, número 28, número 4, páginas 585-604.
- CRESPI, R.; GISPERT, C. (1999): "Block transfers. Implications for the governance of Spanish corporations", Actas del III Foro de Finanzas de Segovia, julio.
- CUERVO, A. (1997): "Las privatizaciones en España", Economistas, número 63, páginas 10-23.
- DANN, L. (1981): "Common Stock Repurchase: An analysis of returns to bondholders and stockholders", Journal of Financial Economics, número 9, páginas 113-138.
- DITTMAR, A. (1995): "Stock repurchase Waves and The large firm effect", University of North Carolina Kenan-Flager School.
- DYCK, I.J.A. (1997): "Privatization in Eastern Germany: Management selection and economic transition", American Economic Review, número 87, páginas 565-597.
- ECKEL, C.; ECKEL, D.; SINGAL, V. (1997): "Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways", Journal of Financial Economics, número 43, páginas 275-298.
- FENN, G.; LIANG, N. (1998): "Good news and bad news about share repurchase", Finance and Economics discussion series, número 1998-04.
- FERNANDEZ, P. (1992): "El mercado para el control de las empresas", Alta Dirección, número 162, páginas 47-56.
- FERNANDEZ BLANCO, M.; BAIXAULI, J.S. (2000): "Un análisis de las motivaciones de la inversión interempresas en el mercado continuo", IV Foro de Finanzas de Segovia, celebrado del 4 al 13 de julio.
- FERNANDEZ BLANCO, M.; GARCIA MARTIN, C.J. (1995): "El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones", Revista Española de Economía, número 12, páginas 219-240.
- FERNANDEZ BLANCO, M.; GARCIA MARTIN, C. (2000): "La compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español". Investigaciones Económicas, número XXIV (1), páginas 237-267.
- FILATOTCHEV, I. (1997): "Review Article: Privatisation and Corporate Governance in Transitional Economies", The World Economy, número 20, número 4, páginas 497.
- FRANKS, J.; MAYER, C. (1996): "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", Journal of Financial Economics, número 40, páginas 163-181.
- FRANKS, J.; MAYER, C. (1990): "Takeovers: Capital markets and corporate control: A study of France, Germany, and the U.K.", Economic Policy: A European Forum, número 10, páginas 189-231.
- GARCIA MACHADO, J.J. (1998): "Splits sobre acciones". Boletín Económico de ICE, número 2575, páginas 2-8.
- GOMEZ ANSON, S. (1997): "El mercado de control corporativo y los efectos riqueza asociados a las adquisiciones de empresas", Tesis doctoral, Universidad de Oviedo.
- GOODMAN, J.; LOVEMAN, G. (1992): "Privatización del sector público: acierto o disparate?", Harvard-Deusto Business -Review, número 50, páginas 14-24.
- HAN, K.C.; SUK, D.Y. (1998): "Insider ownership and signals: evidence from stock split announcement effects", The Financial Review, número 33, páginas 1-24.
- HERTZEL, M.; SMITH, R. (1993): "Market discounts and shareholder gains for placing equity privately", Journal of Finance, número 48, páginas 459-485.
- HINGORANI, A.; LEHN, K.; MAKHIJA, A.K. (1997): "Investor behavior in mass privatization: The case of the Czech voucher scheme", Journal of Financial Economics, número 44, páginas 349-396.
- HOLDERNESS, C.; SHEEHAN, D. (1988): "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis", Journal of Financial Economics, número 20, páginas 317-346.
- JENSEN, M.; RUBACK, R. (1983): "The market for corporate control: The scientific evidence", Journal of Financial Economics, número 11, páginas 5-50.
- KIESCHNICK, R.L. (1998): "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions revisited", Journal of Business, Finance & Accounting, número 25, páginas 187-202.

- KOLE, S.; LEHN, K. (1997): "Deregulation, the Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival", *American Economic Review*, número 87, páginas 421-425.
- LEHN, K.; POULSEN, A. (1989): "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", *Journal of Finance*, número 44, páginas 771-787.
- LOPEZ-DE-SILANES, F. (1994): "Determinants of privatization prices", Harvard University.
- MARTIN, K.; McCONNELL, J. (1991): "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover", *Journal of Finance*, número 46, páginas 671-688.
- MEGGINSON, W.; NASH, R.; VAN RANDENBORGH, M. (1994): "The financial and operating performance of newly privatized firms", *Journal of Finance*, número 49, páginas 403-452.
- MELLO, A.S.; PARSONS, J.E. (1998): "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, número 49, páginas 79-109.
- MIKKELSON, W.; PARTCH, M.; SHAH, K. (1997): "Ownership and operating performance of companies that go public", *Financial Economics*, número 44, páginas 281-307.
- MIKKELSON, W.H.; RUBACK, R.S. (1985): "An empirical analysis of the interfirm equity investment process", *Journal of Financial Economics*, número 14, páginas 523-553.
- MITCHELL, M.; MULHERIM, J. (1996): "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", *Journal of Financial Economics*, número 41, páginas 193-229.
- MORK, R.A.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1988): "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers". En *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ed. A. Auerbach. University of Chicago Press, Chicago.
- MORK, R.A.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1989): "Alternative mechanisms of Corporate Control", *American Economic Review*, número 79, páginas 842-852.
- MUKHERJI, S.; KIM, Y.H.; WALKER M.C. (1997): "The effect of stock splits on ownership structure of firms", *Journal of Corporate Finance*, número 3, páginas 167-188.
- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. (1998): "Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, número 53, páginas 27-63.
- PEROTTI, E.; GUNEY, S.E. (1993): "The structure of privatization plans", *Financial Management*, número 22, páginas 84-98.
- RAJAN, R.; SERVAES, H. (1997): "Analyst Following of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, número 52, páginas 507-529.
- ROPERO, M.A. (1997): "Adquisición de acciones propias: factores explicativos para el caso español", Tesina CEMFI No. 9712.
- RYDQVIST, K.; HÖGHOLM, K. (1994): "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", *European Financial Management*, número 1, páginas 287-316.
- SHOME, D.; SINGH, S. (1995): "Firm value and external blockholdings", *Financial Management Journal*, número 24, páginas 3-14.
- SINHA, S. (1991): "Share repurchase as a takeover defense", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, número 46, páginas 233-244.
- SMITH, C. (1986): "Investment banking and the capital acquisition process", *Journal of Financial Economics*, número 15, páginas 3-29.
- STOUGHTON, N.M.; ZECHNER, J. (1998): "IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, número 49, páginas 45-77.
- SZEWCZYK, S.; TSETSEKOS, G. (1993): "The effect of managerial ownership on stock-split induced abnormal returns", *Financial Review*, número 28, páginas 351-370.
- VERMAELEN, T. (1981): "Common stock repurchase and market signalling", *Journal of Financial Economics*, número 9, páginas 149-183.
- WOLFRAM, C. (1995): "Increase in executive pay following privatization", MIT.
- WRUCK, K. (1989): "Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings", *Journal of Financial Economics*, número 23, páginas 3-28.
- ZINGALES, L. (1995): "Insider Ownership and the decision to Go Public", *Review of Economic Studies*, número 62, páginas 425-448.

La Revista *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* recibió este artículo el 10 de abril de 2002 y fue aceptado para su publicación el 23 de septiembre de 2002.