

«*Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor*»

Los mecanismos de gobierno de la empresa facilitan la creación de valor en presencia de asimetrías de información y conflictos de agencia. Sin embargo diferentes factores afectan al diseño y a la eficiencia de estos mecanismos. En particular su utilización está condicionada por el marco legal e institucional de protección de los derechos de los accionistas, por las diferencias entre los niveles de concentración de la propiedad y por la eficiencia y desarrollo de los mercados. Estas diferencias institucionales en el sistema de gobierno afectan a las relaciones entre los accionistas, a la eficiencia del Consejo de Administración y a la utilización del mercado de control para supervisar e incentivar las actuaciones de los directivos.

Enpresa gobernatzeko mekanismoek balioa sortzea errazten dute informazio asimetrikoa eta agenzia gatazkak daudenean. Hala ere, zenbait alderdik eragina dute mekanismo horien diseinuan eta eraginkortasunean. Bereziki, mekanismoen erabilera akziodunen eskubideak babesten dituen lege eta erakunde markoak, jabetzaren kontzentrazio mailen arteko desberdintasunek eta merkatuen eraginkortasuna eta garapenak baldintzatzen dute. Gobernu sistemako desberdintasun instituzional horiek eragina dute akziodunen arteko harremanetan, administrazio kontseiluaren eraginkortasunean eta zuzendarien jarduerak ikuskatzeko eta sustatzeko dagoen kontrol merkatuaren erabileran bertan.

In the presence of asymmetric information and agency costs, corporate governance influences the firm's market value. In this sense, it is necessary to consider that different factors affect the design and efficiency of corporate governance mechanisms. Specifically, firms' ownership concentration, shareholders' institutional and legal protection and the efficiency and development of markets determine the use of these mechanisms. These institutional differences in corporate governance systems influence the relations among shareholders, the efficiency of the Board of Directors and the existence of an active corporate control market that disciplines managerial opportunistic behavior.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Los sistemas de gobierno de la empresa y la protección del inversor
 3. Mecanismos externos de control: el mercado de control y la presencia de bancos
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Gobierno de la empresa, control externo, auditoría externa, mercado de control, información asimétrica, protección del inversor, stakeholders.

Clasificación JEL: G32, G34, G38

1. INTRODUCCIÓN

Los sistemas de gobierno empresarial difieren entre países en una variedad de dimensiones: las normas legales y regulaciones, las características de la estructura de propiedad, los sistemas de incentivos y las retribuciones de los directivos, el papel de los consejos de administración y del mercado de control. En países como Reino Unido o Estados Unidos el mercado de control juega un papel relevante en la alineación de los intereses de los accionistas y la dirección. En contraste en la Europa continental el peso de los sistemas de gobierno des-cansa, preferentemente, sobre la creación de relaciones estables a largo plazo, sean motivados por la presencia de accionistas de referencia, de bancos o de otros *stakeholders*.

El gobierno de la empresa se puede definir como el conjunto de sistemas de control que conducen al uso eficiente de los recursos y permiten la creación de riqueza para la sociedad en su conjunto (Blair, 1995). Distintos mecanismos de carácter alineador y supervisor ayudan a atenuar las consecuencias del comportamiento de los agentes, básicamente de los directivos, no maximizadores del valor de la empresa. Entre estos mecanismos se incluyen: los sistemas de remuneración, la participación accionarial de los gestores en el capital social de la empresa que dirigen, y las actuaciones de los accionistas de referencia y del consejo de administración. En el ámbito externo a la empresa, los mercados competitivos de bienes y servicios, el mercado de capitales y el mercado de control corporativo proporcionan mecanismos disciplinarios de la actuación directiva, ayudan-

do, a alinear los objetivos e intereses del agente y del principal.

Como consecuencia del marco institucional, de la estructura de propiedad y de la acción del regulador se han configurado dos modelos de supervisión y control que son el reflejo de dos caracterizaciones institucionales de los sistemas financieros en que se enmarcan: sistema externo de control (mercado) propio del entorno anglosajón versus sistema interno de control (grandes accionistas), modelo de la Europa Continental y Japón. Las implicaciones, en uno y otro caso, son más amplias de las que se derivarían de las fórmulas de canalización del ahorro hacia la inversión, y tienen que ver con la estructura de propiedad de las empresas, el grado de competencia existente en las diferentes economías, el marco institucional y legal e igualmente se podrían considerar los valores sociales reflejados en las ideologías políticas dominantes.

El objetivo de este trabajo es analizar el papel de los mecanismos externos de control, particularmente el carácter disciplinario asociado a las adquisiciones de empresas y el papel supervisor de los bancos. El punto de partida es el análisis de las diferencias entre los dos sistemas básicos de gobierno, diferencias que en sus elementos básicos vienen asociados a los niveles de protección del inversor en cada entorno económico y al grado de concentración de la propiedad. Ambos rasgos conducen a diferentes pesos de los mecanismos alternativos de gobierno: Consejos de administración y accionistas de referencia de una parte, frente a mercado de control y elevada protección de los derechos de los minoritarios, de otra. La

Sección 2 discute los sistemas de gobierno de la empresa, estructuras orientadas al mercado versus sistemas basados en el control interno y las repercusiones sobre los mecanismos disciplinarios. En la Sección 3 se analiza la supervisión ejercida por el mercado de control corporativo y las adquisiciones de participaciones significativas (bloques), así como el papel de los bancos, tanto en su función como accionistas o como acreedores, con especial referencia a la evidencia empírica acumulada. Las principales conclusiones del estudio se establecen en la Sección 4.

2. LOS SISTEMAS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA Y LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR

El sistema de gobierno de una empresa hace referencia al sistema complejo del marco institucional y de relaciones a través del cual las empresas son dirigidas y controladas. El problema es cómo se ejerce el control cuando existen diferentes grupos con una participación en la empresa, o un interés en la misma, como accionistas, directivos, empleados, acreedores, que pueden perseguir diferentes objetivos.

El objetivo principal del gobierno de la empresa es precisamente contribuir al diseño de los incentivos y mecanismos de control que minimicen los costes de agencia para evitar que la separación entre la propiedad y el control, asociada a las sociedades anónimas, de lugar a formas de organización ineficientes que impliquen pérdidas residuales de valor. La forma en que se ha articulado la propiedad y el control registra diferencias entre países, dife-

rencias que son incluso mayores que las que existen en los respectivos sistemas financieros para canalizar el ahorro hacia la inversión. Es posible distinguir entre países en los que el gobierno de las empresas descansa en mecanismos internos, como puede ser la presencia de accionistas de referencia, y aquellos otros en que prevalecen los de carácter externo, es decir la disciplina del mercado. En ambos casos, el problema central es desarrollar un sistema óptimo de relaciones que refuerce la continuidad de las relaciones de negocio eficientes, en presencia de com-

portamientos oportunistas de los agentes, por medio de un esquema apropiado de incentivos, garantías y procedimientos de resolución de conflictos.

Las características observables en ambos sistemas se recogen de forma sintética en la Cuadro n.º 1, aunque es preciso aclarar que, en la mayoría de las situaciones, estos rasgos no son tan claros ni nítidos como se presentan en el cuadro. Los sistemas de gobierno con predominio de mecanismos externos se basan en un mercado de capitales muy líquido en el que

Cuadro n.º 1: Diferencias más relevantes entre los modelos de referencia de gobierno de la empresa

	Modelo continental	Modelo anglosajón
Tipo de Control	Accionistas de referencia. Participaciones cruzadas y estructuras piramidales.	Mercado de capitales.
Estructura de propiedad y tipo de accionistas	Concentrada. Otras empresas, familias, bancos.	Dispersa. Inversores individuales e institucionales.
Utilización del Mercado de capitales	Menor desarrollo: menores niveles de información y transparencia.	Elevada liquidez y transparencia informativa.
Incentivos y remuneraciones directivas	Básicamente remuneración fija y menor peso de parte variable, basada en rentabilidades contables o indicadores internos. Incipiente utilización de indicadores de mercado y escaso peso de remuneración diferida.	Remuneración fija y peso significativo de variable, ligada a mercado. Utilización generalizada de programas de remuneración diferida.
Entorno legal	Civil Law.	Common Law.
Niveles de protección inversor	Mayor probabilidad de expropiación del inversor minoritario.	Mayor protección: mayor valoración de mercado, mayor número de empresas utilizando el mercado para financiarse.
Nivel de protección intereses de trabajadores	En el caso alemán se integran en el comité de vigilancia.	No se consideran en la relación.

los precios de las acciones reflejan su valor tal como es percibido por los inversores. Comprando acciones y estableciendo una mayoría de control los inversores son capaces de ejercer presión sobre los gestores de la empresa para conseguir el desarrollo de una política de empresa eficiente. El temor a una OPA potencial tiene un efecto disciplinario sobre los gestores de forma que si un inversor o un equipo gestor alternativo considera que dispone de una mayor capacidad para gestionar la empresa tendrá lugar una adquisición y un nuevo equipo directivo sustituirá al anterior.

Para asegurar que el mercado funciona adecuadamente son necesarias otras condiciones. El mercado de capitales debe estar organizado de forma eficiente para que garantice la liquidez de los títulos negociados. Además, deben existir reglas no ambiguas sobre las operaciones de adquisición, la regulación sobre el fracaso empresarial, la normativa contable, reglas estrictas de *insider trading*, entre otros aspectos normativos. Esta regulación se diseña para prevenir la posibilidad de que se obtengan ventajas, beneficios privados, que eviten que el mercado cumpla su función de eficiencia informativa. Tampoco deben existir restricciones sobre los derechos de voto que limiten la actuación de los inversores en el mercado.

En la mayoría de los países europeos continentales y en Japón existe un sistema de control que podríamos denominar de control interno, basado en el control que ejercen los grandes accionistas. Este sistema se basa en la hipótesis de que las posibilidades de los accionistas de supervisar las actuaciones directivas son

mayores si se crean oportunidades para los diferentes grupos con intereses en la empresa. Esos grupos son capaces de establecer y concluir los contratos implícitos y desarrollar inversiones específicas. El hecho que subyace en este comportamiento se refleja en la forma en que se ejerce el control a través de la dirección de la empresa.

El análisis de las diferentes características de ambos sistemas de gobierno sugiere que las diferencias en el marco legal e institucional y entre los grados de competencia económica pueden estar en el origen de los rasgos que hemos diferenciado en cada sistema, de forma que tales rasgos no sean sino la respuesta a diferencias en el marco legal y competitivo. Las instituciones de los países se pueden convertir en variables que expliquen el grado de desarrollo empresarial. Las instituciones que otorgan una protección efectiva a los derechos de propiedad, junto con menores interferencias administrativas hacen posible una mayor inversión en capital físico y humano y un uso más eficiente de estos factores (Mazing, 1999). La conjetura que es posible contrastar es que las diferencias en las instituciones y las políticas de intervención implican diferencias en el desarrollo empresarial de los países (Acemoglu *et al.*, 2000) y que las instituciones contribuyen positivamente al comportamiento emprendedor.

La Porta *et al.* (1997) presentan resultados sobre como las diferencias en la protección del inversor y en el riesgo de expropiación por los «*insiders*», dirección y accionistas de referencia, explican los niveles de desarrollo de los mercados de

capitales, de manera que la mejor protección legal permite ofrecer financiación en mejores condiciones a las empresas; un marco legal menos favorable al inversor provoca un predominio de empresas familiares, de participaciones cruzadas y de empresas estatales. La protección del inversor implica no solo la protección de los derechos de propiedad, sino también de los niveles de información y de la dificultad de obtener beneficios privados por la dirección y accionistas principales, evitando la transferencia de riqueza entre grupos vinculados.¹ La evidencia empírica sugiere también que países con pobre protección de los inversores se caracterizan por la existencia de mercados financieros menos desarrollados y elevados grados de concentración de la propiedad de las empresas, mientras que países con mejor protección presentan estructuras de propiedad más dispersas y mercados de capitales desarrollados (La Porta *et al*, 1999).

Las diferencias nacionales en la actividad empresarial vienen condicionadas por el conjunto de instituciones que guían o restringen el comportamiento de las empresas en cada economía. Kostova (1997) introduce tres dimensiones para evaluar el perfil institucional de los países: a) la regulatoria, esto es, las leyes y las regulaciones que facilitan el apoyo a nuevos negocios, para reducir riesgos o para iniciar un proyecto y/o que facilitan a los empresarios la adquisición de recursos;

b) los conocimientos, las habilidades de las personas para iniciar o establecer un nuevo negocio; c) los valores, las creencias y normas que afectan a la orientación empresarial, o cómo los residentes consideran la actividad empresarial, la creatividad y la innovación.

En los países que predominan los sistemas de control externos la legislación se construye a partir de las actuaciones de los Tribunales, basadas en precedentes e inspiradas en principios de buena práctica (*Common-law*), en los países con un sistema de control interno las leyes las promueven las cámaras legislativas (*Civil-law*) y están basados en códigos. Este diferente marco legal, como muestran los trabajos de La Porta *et al*. (1997,1999), determina el grado de protección del inversor y puede ser el origen de las diferencias entre los sistemas de gobierno, en la medida en que la evidencia empírica sugiere que los países con mejores niveles de protección presentan al tiempo mercados de capitales más desarrollados y una más eficiente canalización del ahorro hacia la inversión. Además se observa que en los países de tradición legal civil las empresas presentan una mayor concentración de propiedad, confirmando que la presencia de grandes accionistas que actúan como sustituto de una más débil protección legal a los inversores.

Un hecho relevante en el desarrollo empresarial es la política de competencia, que exige un funcionamiento correcto de las instituciones, empezando por la defensa de los derechos de propiedad y de la competencia en los mercados. Exige un funcionamiento de las instituciones que

¹ Además los blindajes, esto es, las limitaciones de voto, las acciones de voto plural y las exigencias de quórum reforzados, hacen también posible la apropiación de rentas de los pequeños accionistas

haga posible la reducción de los costes de transacción de las empresas y, por ello, se facilite la creación de riqueza. Es necesario considerar también que la probabilidad y severidad del conflicto entre gestores y accionistas aumenta en aquellas actividades en las que la ausencia de competencia permite la obtención de beneficios extraordinarios, apropiarse de rentas de otros agentes, porque de esta manera si la disciplina ejercida por la competencia es débil, es posible, en función del poder de mercado que les otorga su posición privilegiada, desplazar a los consumidores, vía precios, las ineficiencias acumuladas en su función productiva.

Es necesario considerar que el aumento de la competencia puede minar el desarrollo de relaciones a largo plazo y por lo tanto condicionar el éxito de sistemas de gobierno orientados hacia mecanismos internos ligados a la generación de relaciones estables. Se podría pensar que los mecanismos internos son superiores para implementar políticas que requieran el desarrollo de relaciones con otros grupos, sean accionistas, proveedores, clientes, en definitiva grupos con intereses en la empresa y sin embargo los mecanismos externos se revelarían superiores para responder al cambio, esto es, en sectores donde es difícil explicar los resultados esperados de acciones futuras, con mayores dosis de incertidumbre (Allen, 1994).

Por lo tanto podemos concluir que las diferencias entre los distintos sistemas de gobierno no están originadas por el diferente planteamiento, interno versus externo, de los mecanismos que permitan con-

trolar y supervisar las actuaciones de los agentes en presencia de información asimétrica sino que, antes bien, las diferencias institucionales basadas en sistemas legales con distinta tradición así como las diferencias en el marco competitivo, explican el grado de desarrollo y utilización de los mercados de capitales y determinan las estructuras de propiedad y por ello las diferentes vías para la resolución de los problemas de gobierno empresarial

3. MECANISMOS EXTERNOS DE CONTROL: EL MERCADO DE CONTROL Y LA PRESENCIA DE BANCOS

De acuerdo con los argumentos presentados en la sección anterior, la evidencia muestra que en la Europa continental el problema de agencia en el gobierno empresarial se presenta entre accionistas de referencia, mayoritarios, y accionistas minoritarios, mientras que en el marco anglosajón los conflictos se presentan entre accionistas y directivos². En la Europa continental, se observa, una elevada concentración de la propiedad y de poder de voto, a través de estructuras piramidales y participaciones cruzadas, mientras que se evidencia una estructura más dispersa en el caso anglosajón³.

² Es preciso señalar que no son éstos los únicos conflictos o coaliciones que se pueden formar sino que es preciso añadir las relaciones con los trabajadores, no obstante en este trabajo nos centraremos en las relaciones accionistas-directivos.

³ En el Reino Unido el tamaño del bloque de poder de voto mayoritario es del 9,9% mientras que en el otro extremo Alemania, Austria e Italia superan el 50%, España el 34,2%, Francia 20%, Holanda 43,5% y los Estados Unidos 5% (Becht y Roel 1999).

Este hecho, unido a las diferencias en los mercados competitivos y en el entorno legal, provoca que la resolución de los conflictos se base en mecanismos distintos. Ambas situaciones, entorno legal, y estructura de propiedad, provocan que el número de operaciones de adquisición, hostiles, es decir sin el acuerdo del equipo directivo actual, haya sido tradicionalmente mucho más frecuentes en el contexto anglosajón.

Entre 1988 y 1998 (Schneper y Guillén, 2002) fueron anunciadas en el mercado norteamericano más de 430 Opas hostiles y alrededor de 220 en el Reino Unido, en contraste sólo se presentaron 20 en Francia, 12 en Suecia, 5 en Alemania, 3 en Malasia, 2 en Tailandia y 1 en Chile y Japón. Los datos reflejan que para la Europa continental y Japón el mercado de control y las adquisiciones para disciplinar a los directivos no funcionan eficientemente y ello, como se señala en Cuervo (2002), por tres razones básicamente.

En primer lugar, razones socio-culturales y el grado de desarrollo político y económico en los mercados, de manera que una adquisición es vista por el entorno como un ataque a la libre competencia en el mercado, al «poder» establecido. En segundo lugar, es preciso considerar el peso y el comportamiento de los accionistas activos, es decir, las relaciones entre empresas y bancos, no sólo como acreedores sino también como accionistas, las participaciones cruzadas y estructuras piramidales de propiedad existentes. Y en tercer lugar, porque las empresas se han provisto de una serie de medidas de defensa ante situaciones de adquisición hostil, como las cláusulas de limitación del poder de voto,

mayorías cualificadas para adoptar decisiones o la exigencia de un número mínimo de años para entrar en el consejo, entre otras, que dificultan la realización de una operación de adquisición disciplinaria.

Los problemas detectados en el sistema de gobierno continental han tratado de ser limitados a través del desarrollo de Códigos de buen gobierno, o conjunto de recomendaciones en relación con el comportamiento y estructura del consejo de administración. Sin embargo el tipo de sistema legal limita la eficiencia y aplicación de los Códigos de buen gobierno. En los países anglosajones los jueces pueden reforzar el uso de los Códigos a través de sus actuaciones. Este no es el caso de los países de la Europa continental porque son las leyes quienes, sancionadas por los Parlamentos, guían la aplicación de los Códigos de buen gobierno y al mismo tiempo señalar que la introducción de nuevas leyes que protejan al inversor minoritario requiere un largo proceso de tiempo.

Por lo tanto en el caso del marco continental los mecanismos de control están basados en el funcionamiento de accionistas mayoritarios que tienen los incentivos para supervisar y en la existencia de Códigos de buen gobierno que limitan y enmarcan las actuaciones de estos accionistas para proteger a todos los participantes en la empresa, mientras que en el modelo anglosajón la supervisión descansa en el funcionamiento del mercado de control. En el primer caso es preciso considerar también el papel que juegan los bancos en tanto que mantienen una presencia destacada, participando como accionistas y acreedores.

3.1. Los bancos como grandes accionistas y acreedores

Existe abundante evidencia teórica que analiza el papel de los bancos como acreedores de las empresas así como los costes y beneficios asociados al desarrollo de relaciones estables entre las empresas y los acreedores bancarios. Los beneficios se derivan fundamentalmente de que su labor de supervisión y recolección de información en el transcurso de su relación con la empresa facilita la financiación en mayor medida que si ésta dependiera de inversores que, por ser más dispersos o estar menos informados, no pueden determinar apropiadamente la rentabilidad esperada de esas inversiones empresariales (Diamond, 1991). Al mismo tiempo es preciso tener en cuenta que la financiación bancaria hace más fácil la negociación y reestructuración de la empresa ante situaciones de dificultad o fracaso financiero⁴.

La literatura empírica apoya el mayor papel supervisor asociado a la deuda bancaria frente al endeudamiento en los mercados organizados, pues el mercado valora de forma más positiva el endeudamiento

⁴ Sin embargo es necesario considerar que la utilización de deuda bancaria por parte de las empresas también puede conllevar costes, por lo que los modelos acerca de la elección del tipo de deuda (bancaria versus empréstitos) establecen un *trade-off* entre los costes y beneficios asociados al endeudamiento bancario. Entre los costes de la deuda bancaria figuran la tendencia a liquidar la deuda en caso de impago o la tendencia a invertir como accionistas y no como acreedores en empresas con proyectos de inversión rentables. Estos argumentos se ven corroborados por la evidencia empírica que demuestra como aquéllas empresas donde es más costosa la liquidación o el control utilizarán menos deuda bancaria.

vía préstamos que vía empréstitos (James y Wier, 1987, para el mercado estadounidense). Resultados similares son obtenidos para el mercado español por González (1997) y Arrondo (2002). Además, se observa que las empresas con mayores problemas de riesgo moral presentan una mayor proporción de deuda bancaria (Krishnaswami *et al.*, 1999), sugiriendo un papel supervisor a la deuda. La relación entre la deuda bancaria y los costes de agencia ha sido también analizada por Hoshi *et al.* (1993); de acuerdo con sus resultados las mejores y peores empresas utilizarán deuda de mercado (financiación con menor supervisión), mientras que las empresas de calidad intermedia utilizarán como fuente de financiación ajena la financiación bancaria.

Además del papel supervisor que ejercen los bancos como acreedores es necesario referirse a su papel supervisor como grandes accionistas, especialmente en los sistemas de tipo continental⁵. El control que ejercen los bancos se puede reflejar en los mayores incentivos a la vigilancia por parte de los suministradores de capital cuando tienen derechos de control (Asquith *et al.*, 1994) y en los beneficios que la participación accionarial bancaria pueden reportar a la empresa cuando atraviesa problemas de viabilidad financiera al mitigar conflictos entre gestores y acreedores (Berlin *et al.* 1996). Pueden presentarse dos situaciones. En primer lugar, los intereses de los bancos

⁵ En general, la literatura no ha prestado atención al papel de los bancos como accionistas, probablemente debido a las limitaciones impuestas por la regulación norteamericana a esta posibilidad.

pueden coincidir con los de los demás financiadores y en este supuesto el aumento de la participación bancaria en la propiedad de la empresa hace aumentar el valor de la empresa, en la medida que el control que ejercen gracias a su mejor información beneficia a todos los tenedores de derechos sobre los flujos de caja de la empresa. La segunda situación posible es que el banco a través de su papel como acreedor, y en la medida que existen problemas de información asimétrica, utilice su poder para expropiar riqueza a otros inversores y acreedores.

Los estudios empíricos han analizado las relaciones banca-industria desde dos perspectivas: la comparación de empresas de países con distintos pesos de los sistemas de financiación empresarial (Japón y Estados Unidos) o la comparación dentro de países en los que la banca tiene un papel preponderante, como Japón y Alemania, de empresas con lazos y sin lazos estables con entidades bancarias. Los resultados son contradictorios. La comparación de empresas de países continentales y anglosajones en el trabajo de Hall y Weinstein (1996) no hallan evidencia que apoye la hipótesis de que el sistema financiero japonés fomenta una perspectiva de largo plazo frente a los resultados para el mercado norteamericano, éstas últimas ante situaciones de falta de viabilidad no invierten menos que las japonesas ni reducen más sus gastos de I+D.

La comparación de empresas con y sin lazos estables con entidades bancarias, Hoshi *et al.* (1990, 1991) en el mercado japonés muestra que las empresas pertenecientes a grupos industriales tienen

más facilidad para financiarse, reducen en menor medida su nivel de inversión cuando los fondos internos caen y superan más fácilmente los problemas de viabilidad financiera. Sin embargo no se observan beneficios mayores en las empresas con vínculos con los bancos a pesar de su acceso preferencial a los mercados de capitales.

La evidencia no es concluyente porque los resultados ofrecen evidencia contradictoria si se utilizan muestras y periodos distintos. Algunos trabajos realizados para el mercado alemán, como Cable (1985), observan la existencia de una relación positiva entre el grado de participación accionarial de los bancos y la rentabilidad de las grandes empresas industriales, mientras que Gorton y Schmidt (1996) obtienen resultados similares para una muestra de empresas en 1974, pero estos resultados no se mantienen cuando se usa una muestra de 1985. Para el mercado español Zoido (1998) observa un incremento del valor de la empresa asociado a la participación accionarial de los bancos y que éstos son inversores activos.

La participación accionarial de los bancos en las empresas españolas, de acuerdo con el trabajo de Zoido (1998) genera valor e incrementa las oportunidades de crecimiento, en la medida en que éstas se reflejan en el valor de mercado de los distintos títulos, aunque no afecta a la rentabilidad a corto plazo de las empresas y no encuentra evidencia que respalde la existencia de conflictos de interés de los bancos como accionistas con otros inversores. Todo indica que el control ejercido por los bancos en circuns-

tancias normales atenúa los sesgos al corto plazo en la política de inversiones ya que el valor descontado de los flujos de caja crece con el porcentaje de acciones en manos de bancos. Se observa en este trabajo que cuando la participación del banco como acreedor supera un determinado valor el control del banco deja de ser beneficioso para el resto de inversores. En el mismo sentido apuntan los resultados de la investigación realizada por Cuervo-Cazurra (1999) para una muestra de empresas españolas. Encuentra que la presencia de un banco entre los tres accionistas más importantes está positivamente relacionada con el endeudamiento de la empresa, aunque negativamente con los resultados. Este comportamiento no contradice la idea de que los bancos sean buenos monitores de los directivos sino que prefieren las inversiones o estrategias menos arriesgadas.

A pesar de la falta de uniformidad en la literatura, la evidencia empírica sugiere la importancia de las relaciones banca-empresa. Los resultados muestran que los bancos no son inversores pasivos, sino que usan los derechos de control que les proporcionan las acciones y en ocasiones estos derechos son mayores que los que se derivan de su participación directa en la empresa por cuanto que actúan como depositarios de tales derechos por parte de accionistas minoritarios que tiene depositadas sus acciones en el banco. En este sentido otro aspecto a destacar, es el papel del ahorro institucional en cuanto que puede llevar a cabo una acción de control sobre la dirección. En primer lugar, el volumen de la inversión pue-

de compensar los costes de control y en segundo lugar la propia importancia de la inversión demanda una actitud de control, de participación en la situación de la empresa. Ahora bien desde la participación y el control también es posible obtener información y con ella alcanzar beneficios privados. En España el papel de los inversores institucionales como inversores activos viene condicionado por su dependencia del sistema bancario (Cuervo, 1999). Este control y la información que el banco acumula como consecuencia de su relación con la empresa son valiosos en un mundo con información y contratos incompletos.

Existen tres razones principalmente para avalar este argumento. En primer lugar, en muchos países los bancos son propietarios de empresas para participar en importantes operaciones comerciales, al prestarles servicios financieros, operaciones que les reporta información. En segundo lugar la posición visible que para otros accionistas y *stakeholders* ejercen los bancos, puede hacer que éstos consideren que la influencia sobre la reputación asociada con una opinión pública negativa anula cualquier posible ganancia derivada de una OPA hostil. En tercer lugar los bancos como grandes accionistas y con privilegios de voto actúan como internos en la empresa y operan desde una posición que les permite controlar a los directivos y apoyar las decisiones sobre cambios o nombramientos del primer ejecutivo. Por todo ello cabría conjeturar que cuanto mayores sean las restricciones de los bancos para actuar como accionistas de empresas no financieras, caso del modelo anglosajón,

mayor será la utilización de las OPAs hostiles.

3.2. El mercado de control corporativo

La teoría financiera ha prestado tradicionalmente atención a las operaciones de fusión y adquisición de empresas en tanto que operaciones que implican cambios en el control de la empresa. No obstante también podríamos considerar como argumento alternativo a la realización de las adquisiciones la posibilidad de que los directivos busquen maximizar su función de utilidad y/o la maximización de beneficios privados de los accionistas de control. El interés creciente por estas operaciones queda patente al constatar que en todos los mercados desarrollados se incluyen y se debaten en la actualidad normas para ampliar la transparencia y entre ellas destaca la obligación de declarar incrementos o disminuciones de propiedad consideradas relevantes y que permiten obtener un control parcial.

El mercado de control corporativo provee de una vía alternativa para disciplinar a los gestores que no maximicen el valor de la empresa, actuando así ante la falta de éxito de los distintos mecanismos de gobierno empresarial internos, pero sobre todo ante el fallo de la función supervisora ejercida por el Consejo de Administración. Este carácter disciplinario de las adquisiciones implica, por tanto, que las empresas con una gestión ineficiente, aquéllas donde sus directivos presentan comportamientos de tipo oportunista, serán objeto preferente de una adquisición, lo que originará el despido

de sus directivos y, por tanto, un incremento en la eficiencia con que estará gestionada. Distintos estudios empíricos corroboran esta hipótesis, al demostrar que las adquisiciones se centran, por lo general, en empresas mal gestionadas (Palepu, 1986)⁶, dando lugar dichas adquisiciones a mayores ganancias (Hassbrouck, 1985; Morck *et al.*, 1989; Lang *et al.*, 1989; Servaes, 1991). Además, se observa un aumento de los despidos en los equipos gestores tras las adquisiciones (Martin y McConnell, 1991), así como una disminución en su remuneración (Agrawal y Walkling, 1994).

Esta capacidad disciplinadora del mercado de control corporativo ha dado lugar a que éste se defina como el mercado dónde distintos equipos gerenciales compiten por el control de los activos empresariales de la empresa objetivo. Su capacidad para disciplinar a los gestores ineficientes no sólo está unida a la adquisición efectiva de la empresa, sino que, también el mercado de control corporativo, por el mero hecho de existir, constituye una amenaza para los gestores ineficientes. En este contexto, los gestores, al temer una posible adquisición y su posterior despido, tenderán a alinear sus intereses, en mayor medida, con los de los accionistas. Además, las adquisiciones, aunque no sean exitosas, envían una señal al mercado, dando lugar a sustituciones posteriores de los directivos, pues proporcionan al Consejo de Administración una

⁶ Por el contrario, Franks y Mayer (1996) en el caso del Reino Unido no encuentran evidencia de que las empresas peor gestionadas sufran, preferiblemente una adquisición hostil.

fuente adicional de información sobre la actuación de sus gestores (Denis y Serrano, 1996).

Dentro de estas adquisiciones cuyo objeto es disciplinar a los gestores ineficientes, las ofertas de tipo hostil, aquellas ofertas dónde el equipo gestor se opone a la adquisición, han sido consideradas por distintos autores como típicamente disciplinarias. Su origen se encontraría en la negativa de los gestores a romper los contratos implícitos de la empresa, o en los costes de agencia y en el miedo de los gestores a ser sustituidos. Esta oposición del equipo gestor ha dado lugar al diseño de diferentes medidas defensivas tendentes a impedir las adquisiciones, como son los cambios en la estructura del activo y propiedad de la empresa y en el apalancamiento financiero, las recompras de acciones de la empresa objetivo y la distribución de dividendos especiales a los accionistas, los litigios, «las píldoras venenosas» y las reformas estatutarias defensivas⁷.

En este sentido, diferentes estudios apoyan la idea de que las adquisiciones hostiles pueden tener su origen en una ineficiente gestión empresarial, pues la no maximización del valor de la empresa, motivará que el mercado de control corporativo actúe y, dado el miedo de los gestores ineficientes a perder su puesto de trabajo, éstos se opondrán a la oferta

de adquisición (Bhide, 1989; Bhagat *et al.*, 1990). El objetivo por tanto de las operaciones disciplinarias es aumentar la eficiencia como consecuencia de los cambios de directivos. La hipótesis es que el nuevo equipo directivo puede facilitar a la empresa recursos y capacidades de las que antes no disponía. Se confirma que cuando la dirección de la empresa objetivo de una adquisición se reemplaza, los resultados tras la misma son mejores, mientras que cuando los directivos permanecen los resultados no superan los estándares de la industria.

Otro tipo de adquisiciones consideradas típicamente disciplinarias son aquellas que se centran en empresas pertenecientes a sectores maduros, con alta liquidez y sin proyectos de inversión rentables, es decir, con elevados flujos de caja libres. Estas empresas tienden a invertir su tesorería, en vez de repartirla a sus accionistas, en nuevos proyectos con valor actual neto negativo y, por tanto, no maximizadores de riqueza, por lo que, posteriormente, serían objeto preferente de una adquisición disciplinaria. El hecho de que las empresas con elevados flujos de caja y malas oportunidades de inversión obtengan mayores pérdidas cuando realizan adquisiciones apoya este argumento (Lang *et al.*, 1991).

Sin embargo, estos hechos no implican que las adquisiciones hostiles constituyan el único ejemplo de adquisiciones de tipo disciplinario, pues aunque éste tipo de adquisiciones se centran generalmente en empresas con una gestión ineficiente y con una menor participación de los internos en el capital empresarial, no se puede descartar el carácter igualmente

⁷ Dos hipótesis de sentido contrario pueden formularse en relación al efecto de las medidas defensivas sobre la riqueza de los accionistas: la hipótesis de los intereses de los accionistas que predice su efecto positivo y la hipótesis del atrincheramiento gerencial que predice un efecto neto negativo. Ver Jarrell y Poulsen (1987).

disciplinario de las amistosas (Shivdasani, 1993).

La incidencia del mercado de control corporativo sobre el gobierno de las empresas ha sido abordada también analizando las fusiones y adquisiciones transnacionales. Así, Rossi y Volpin (2001) demuestran que se crea riqueza cuando el control de la empresa adquirida cambia de un país con pobres sistemas de gobierno empresarial porque la transferencia de control reduce el coste de capital externo. Empresas con buenos sistemas de gobierno deben actuar como adquirentes mientras que empresas en países con pobres estructuras de gobierno deben ser objeto de las adquisiciones. Además, la actividad en adquisiciones debería concentrarse en sectores que se enfrentan con problemas de agencia importantes y necesitan más financiación externa.

En el mercado español no son muchos los estudios empíricos que han tratado de analizar la razón de ser de las adquisiciones y sus pautas de comportamiento. Las especificidades del mercado español, similares a las de otros países de Europa continental, con mecanismos de gobierno corporativo apoyados en la existencia de grandes accionistas de control, aportan características diferenciadoras a estos estudios en relación a otros trabajos previos centrados en mercados anglosajones. Los estudios de Fernández y García (1995) y Fernández y Gómez (1999) sugieren que el mercado valora positivamente (para el caso de las empresas objetivo o adquiridas) las adquisiciones de empresas. Fernández y Gómez (1999) observan además que el mercado valora en mayor medida la adquisición de em-

presas con peores niveles de rendimiento. Sin embargo, es necesario señalar que la mayor valoración de adquisiciones de empresas con peores niveles de rendimiento podría explicarse también por la posible infravaloración previa de estas empresas, por lo que la adquisición se haría a un precio inferior, por asimetría informativa o imperfecciones de mercado. En el mismo sentido, apuntan los resultados de Fortuna (2001) que encuentra una relación directa entre la ocurrencia de una OPA y ceses posteriores en el Consejo de Administración de las empresas adquiridas.

La utilización del mercado de control como elemento disciplinador viene condicionado por la adopción de acuerdos antiadquisición o conjunto de reformas estatutarias que limitan la transferencia del control en la empresa, limitaciones que cuentan con el consentimiento de los accionistas actuales. De hecho estas medidas incrementan el poder de negociación de los gestores ante una posible adquisición. Ahora bien ese poder puede ser utilizado en interés de los accionistas de la empresa o bien en el suyo propio.

El predominio de una hipótesis u otra viene también condicionada por el tipo de estructura accionarial. Si la propiedad está diluida, ante una oferta pública de adquisición se produce el denominado problema del polizón. Los acuerdos antiadquisición pueden ser aprobados por un accionariado diluido y permiten ofrecer una respuesta unificada ante la oferta de adquisición. Pero podría ocurrir que dichos acuerdos faciliten situaciones de atrincheramiento del actual equipo de control, accionista mayoritario y/o gestores, como consecuencia de proteger sus ac-

tuales posiciones. Los resultados para el mercado español (Fernández y Gómez, 1997 y Crespi y Alemany, 2002) apoyan la hipótesis de atrincheramiento de los gestores y se traducen en una reacción negativa en el precio de las acciones.

Pese a que las adquisiciones son un mecanismo de gobierno externo de las empresas quedan cuestiones sin resolver que hacen dudar de su efectividad. Son un mecanismo caro, por lo que puede ocurrir que solo se lleven a cabo las verdaderamente rentables. Pueden tener origen en comportamientos oportunistas de los gestores de la empresa adquirente, lo que conllevará que dichas adquisiciones no sean maximizadoras de riqueza. Además, las ganancias asociadas a las adquisiciones pueden provenir no sólo de mejoras operativas en la empresa adquirida, sino también de expropiación de rentas a otros agentes económicos como son los clientes, trabajadores u obligacionistas. Asimismo, en entornos en los que existen accionistas de control la existencia de medidas antiadquisición, blindajes, puede condicionar la efectividad de las operaciones de cambio de control a través de una OPA.

3.2.1. *El mercado de control de bloques*

Las transferencias de control son también frecuentes a través de la compra de bloques o paquetes de acciones. Así, para el mercado estadounidense durante 1978-82 el número registrado de compras de bloques fue el doble del número de adquisiciones y autores como Bethel *et al.* (1998) documentan que para las empresas del *Fortune 500* es tres veces

más probable experimentar la compra de un bloque por un inversor activo que ser objeto de una compra hostil. En España, Alemania y otros países de la Europa continental las compras hostiles son raras, no existe un mercado de control corporativo activo, pero frecuentemente la compra de bloques sí que es comparable con la que se registra en países anglosajones (Franks y Mayer 2001)⁸.

Junto con la frecuencia de los cambios en el control existe también evidencia sobre las causas. Pobres resultados, alta presión financiera y *shocks* económicos son identificados como los factores que hacen más probable la transmisión de control. La mayoría de los estudios limitan su atención a los cambios en la estructura gerencial y las consecuencias asociadas para la empresa. Pero existen otros trabajos que analizan simultáneamente el tipo de accionista con mayor probabilidad de que compre o venda. Podemos citar el trabajo de Heiss y Köke (2001) basado en una muestra de más de 1500 empresas alemanas entre 1986 y 95 y en el que encuentran que independientemente del tipo de accionista de control las empresas con pobres resultados presentan mayor probabilidad de cambio en la gestión. En contraste estructuras de propiedad complejas reducen la probabilidad de una transferencia de control. Además para empresas que no tienen un accionista dominante la probabilidad de cambio de control incrementa con la concentración accionarial.

⁸ En España como ejemplo tendríamos las operaciones recientes de compra de Dragados por parte de ACS, de Bami por Metrovacesa u de Sacyr por parte de Vallehermoso.

El anuncio de la compra de bloques de acciones en el mercado español es analizado por Fernández y García (2000). Estos autores encuentran, al igual que en el caso de las OPAs, ganancias extraordinarias para los accionistas de las empresas objetivo asociados al anuncio de operaciones de adquisición de participaciones significativas, no observándose que este mercado de bloques anticipe la ocurrencia de OPAs. El factor que mejor parece explicar la reacción del mercado es la valoración bursátil previa de la empresa comprada. Los accionistas de empresas que compran bloques de empresas con buenos niveles de rendimiento previo obtienen ganancias extraordinarias inmediatamente antes y después del suceso. Similares resultados para el caso de las Opas son observados también para el mercado español por Fernández y Gómez (1999).

Los resultados de distintos estudios demuestran que la adquisición de participaciones significativas da lugar a ganancias en la empresa dónde estas son adquiridas, aunque a veces estas ganancias se pierden si posteriormente no se produce una transferencia de control de la empresa. Desde esta perspectiva la adquisición de bloques podría considerarse el primer paso de un proceso que culminaría con la toma de control de la empresa.

4. CONCLUSIONES

Los mecanismos de gobierno de la empresa facilitan la creación de valor en presencia de asimetrías de información y conflictos de agencia. Sin embargo diferentes factores afectan al diseño y a la

eficiencia de estos mecanismos. En particular su utilización está condicionada por las diferencias entre los niveles de concentración de la propiedad y de protección de los accionistas minoritarios. Estas diferencias institucionales en el sistema de gobierno afectan a las relaciones entre los accionistas, a la eficiencia del Consejo de Administración y a la utilización del mercado de control para supervisar e incentivar las actuaciones de los directivos.

Los mecanismos de gobierno empresarial comparten una característica básica en los diferentes sistemas de gobierno: requieren la concentración de los derechos de control en manos de un pequeño número de inversores, ya sean grandes accionistas o grandes acreedores que ejercen su influencia sobre la gestión de la empresa, o bien se favorecen las operaciones de adquisición, el funcionamiento del mercado de control, que supone un cambio más brusco en la gestión.

La evidencia muestra que las diferencias entre sistemas financieros son menores que las diferencias existentes entre los niveles de protección de los inversores y la dispersión o concentración de la propiedad, aunque es posible detectar una cierta tendencia a la convergencia entre ambos sistemas auspiciado por las actuaciones de los directivos, la integración de los mercados, el aumento de la transparencia informativa y los cambios en la legislación, que introduce, aunque lentamente, mayores niveles de protección del inversor.

El gobierno de la empresa en la Europa continental está caracterizada por la existencia de accionistas mayoritarios con

participaciones cruzadas entre empresas y la adopción de mecanismos de defensa que introducen barreras a la adopción de medidas de control como las propiciadas por una adquisición, de manera que en este entorno el gobierno empresarial descansa sobre la actuación supervisora de los accionistas de control a través del Consejo de Administración y la adopción de las recomendaciones sugeridos por los Códigos y prácticas de buen gobierno. Al mismo tiempo la eficiente utilización de estos Códigos viene limitada por el entorno legal, basado en la *Civil Law*, que dificulta su concreción práctica en tanto no venga explícitamente recogido en una norma que debe ser aprobada por el Parlamento, dejando una menor libertad de actuación a los Tribunales.

El desarrollo de los mercados de capitales que permita una eficiente asigna-

ción del ahorro pasa por establecer mecanismos de protección de los inversores minoritarios. En este sentido la reforma de la legislación sobre ofertas públicas de adquisición debiera salvaguardar los derechos de los pequeños accionistas mediante la consideración de medidas de ampliación de los casos en los que es necesario lanzar una OPA, y no vinculando esta obligación exclusivamente a un determinado nivel de capital (25%), sino antes bien considerando la existencia de una toma de posición mayoritaria en los órganos de gobierno, o los cambios de un porcentaje relevante de miembros del Consejo de Administración, entre otros aspectos. Al mismo tiempo la reforma debiera eliminar los blindajes de directivos y accionistas de control y en todo caso evitar la generación de incertidumbre, de discrecionalidad que, de hecho, anulan la existencia de OPAs.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S. y ROBINSON, J.A. (2001): «An African success history: Botswana», Mimeo Massachusetts Institute of Technology.
- AGRAWAL, A. y WALKLING, R.A. (1994): «Executive careers and compensation surrounding takeover bids», *Journal of Finance*, 49, 985-1014.
- AGUILERA, R y CUERVO-CAZURRA, A. (2000): «Codes of Good Governance worldwide» Working paper No 00-105 Illinois CIBER
- ALLEN, F. (1994): «Mercado de valores y asignación de recursos», en Mayer, C. y Vives, X. (eds.): *La intermediación financiera en la construcción de Europa*, Fundación BBV y CEPR.
- ALLEN, F. y GALE, D. (1999): *Comparing Financial Systems*, Cambridge, University Press.
- ARRONDO, R. (2002): «Efectos riqueza asociados al empleo de activos financieros: asimetría informativa y costes de agencia», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, en prensa.
- ASQUITH, P., GERTNER, R. y SCHARFSTEIN, D. (1994): «Anatomy of financial Distress: an examination of Junk-Bond issuers», *Quarterly Journal of Economics*, 109, 625-658.
- BAUMS, T. (1993): «Takeover versus institutions in corporate governance in Germany», in D.D. Prentice and P.R.J. Holland (eds.) *Contemporary Issues in corporate Governance*, Oxford University Press.
- BECHT, M. y ROELL, A. (1999): «Blockholdings in Europe: An International Comparison», *European Economic Review*, 43, pp.1049-1056.
- BERLIN, M. JOHN, K. y SAUNDERS, A. (1996): «Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress», *The Review of Financial Studies*, 9, 889-919.
- BESLEY, T. (1995): «Property rights and investment incentives: Theory and evidence from Ghana», *Journal of Political Economy*, vol. 103, pp. 903-937.
- BETHEL, J.; PORTER, J y OPLER, T. (1998): «Block share purchases and corporate performance», Mimeo, Babson College, ssrn Working paper series.
- BHAGAT, S.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1990): «Hostile takeovers in the 80's: The return to corporate specialization», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-72.
- BHIDE, A. (1989): «The Causes and Consequence of Hostile Takeovers», *Journal of Applied Corporate Finance*, 36-59.
- BÜHNER, R.; RASHEED, A.; ROSENTEIN, J.; YOSHIKAWA, T. (1998): «Research on corporate governance: a comparison of Germany, Japan and the United States», in J.L.C Cheng y R.B. Peterson (eds): *Advances in international comparative Management*, vol. 12, pp. 121-155, JAI Press.
- BLAIR, M. (1995): «Ownership and control. Rethinking Corporate governance for a twenty-first century», Washington, D.C., *Booking Institutions*.
- CABLE, J. (1985): «Capital market information and industrial performance: The role of West German Banks», *Economic Journal*, 95, 118-130.
- CRESPÍ, R. y ALEMANY, M. (2001): «Why takeover defenses in Spain?», *Quarterly Journal of Economic Research*, Vol. 1.
- CUERVO, A. (1999): «El mercado de control de empresas. El blindaje de los directivos y del núcleo duro en CNMV», pp.172-185, *Una Década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, volumen conmemorativo del X aniversario de la CNMV.
- CUERVO, A. (2002): «Corporate governance mechanisms: A plea for less code of governance and more market control», *Corporate Governance: An International Review*, 10, 2,84-93
- CUERVO-CAZURRA, A. (1999): «Grandes Accionistas y beneficios privados: el caso de bancos como accionistas de empresas no financieras», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 5, 21-44.
- DENIS, D. J. y SERRANO, J.P. (1996): «Active investors and management turnover following unsuccessful control contests», *Journal of Financial Economics*, 40, 239-266.
- DIAMOND, D. W. (1991): «Debt maturity and liquidity risk», *Quarterly Journal of Economics*, 106, 709-737.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M. y GARCÍA MARTÍN, C.J. (1995): «El efecto de la publicación de una opa sobre la rentabilidad de las acciones», *Revista Española de Economía*, 15, 219-240.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M. y GARCÍA MARTÍN, C.J. (2000): «La compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español», *Investigaciones económicas*, 24, 237-267.
- FERNÁNDEZ, A. I. y GÓMEZ-ANSÓN, S (1999): «Un estudio de las ofertas públicas de adquisición en el mercado de valores español», *Investigaciones Económicas*, 23, 471-495.
- FERNÁNDEZ, A. I. y GÓMEZ-ANSÓN, S. (1997): «La adopción de acuerdos estatutarios antiad-

- quisición. Evidencia en el mercado de capitales español», *Investigaciones Económicas*, 21, 129-138.
- FORTUNA, J. M. (2001): «Discrecionalidad directiva, costes de agencia y mecanismos de control en las ofertas públicas de adquisición de acciones», Tesis doctoral no publicada, Universidad de Valladolid.
- FRANKS, J y MAYER, C. (2001): «Ownership and control of German Corporations», *Review of Financial Studies*, 14, 943-977.
- FRANKS, J y MAYER, C. (1997): «Corporate ownership and control in the UK, Germany and France», in D.H. Chew (eds) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, New York, Oxford University Press.
- FRANKS, J. y MAYER, C. (1996): «Hostile takeovers and the correction of managerial failure», *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181.
- GONZÁLEZ, V. M. (1997): «La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones», *Investigaciones Económicas*, 21, 111-128.
- GORTON, G. y SCHMIDT, F. A. (1996): Universal banking and the performance of German firms, NBER, Working Paper 5453.
- HALL, B. J. y WEINSTEIN, D. E. (1996): The myth of the patient Japanese: corporate myopia and financial distress in Japan and the US, NBER, Working paper 5818.
- HASBROUCK, J. (1985): «The characteristics of takeover targets: q and other measures», *Journal of Banking and Finance*, 9, 351-362.
- HEISS, R. y KÖKE, J. F. (2001): Dynamics in ownership and firm survival: Evidence from Corporate Germany, Mimeo, Centre for European Economic Research, Universidad de Mannheim.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. y SCHARFESTEIN, D. (1990): «Bank monitoring and investment: evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships», en Hubbard, G. (eds.): *Asymmetric information, corporate finance and investment*, University of Chicago, Chicago.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. y SCHARFESTEIN, D. (1991): «Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups», *Quarterly Journal of Economics*, February, 33-59.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. y SCHARFESTEIN, D. (1993): The choice between public and private debt: an analysis of post-deregulation corporate financing in Japan, Unpublished working paper, NBER 4421, Cambridge, MA.
- JAMES, C. M. y P. WIER (1987): «Returns to acquirers and competition in the acquisition market: The case of banking», *Journal of Political Economy*, 95, 2, 355-370.
- JARRELL, G. y POULSEN A. B. (1987): «Shark repellents and Stock Prices. The effects of anti-takeover Amendments since 1980», *Journal of Financial Economics*, 19, 127-168.
- KOSTOVA, T. (1997): «Country Institutional Profiles: concept and measurement», *Academy of Management, Best papers proceedings*, pp. 180-189.
- KRISHNASWAMI, S.; SPINDT, P. A. y SUBRAMANIAM, V. (1999): «Information asymmetry, monitoring and the placement structure of debt», *Journal of Financial Economics*, 51, 407-434.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1997): «Legal determinants of external finance», *Journal of Finance* 52, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance* 54, pp. 471-517.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (2000): «Investor Protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics* 58, pp. 3-27.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (2001): «Investor protection and corporate valuation», *Journal of Finance*.
- LANG, L.; STULZ, H. P. y WALKLING, R. A. (1989): «Managerial performance, Tobin's q and the gains from successful tender offers», *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154.
- LANG, L. H. P.; STULZ, R. M. y WALKLING, R. A. (1991): «A test of the free cash flow hypothesis. The case of bidder returns», *Journal of Financial Economics*, 29, 315-335.
- MARTIN, K. J. y McCONNELL, J. J. (1991): «Corporate performance, corporate takeovers and management turnover», *Journal of Finance*, 26, 2, 671-687.
- MAZINGO, C 1999: Effects of property rights on economic activity: Lessons from the Stolypin land reform, *Unpublished paper, department of Economics*, MIT.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1989): «Alternative mechanism for corporate control», *The American Economic Review*, 79, 4, 842-852.
- PALEPU, K. G. (1986): «Predicting takeover targets», *Journal of Accounting and Economics*, 8, 3-35.
- ROE, M. J. (1993): «Some differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States», *Yale Law Journal*, 102, 1927-2003.
- ROSSI y VOLPIN (2001): The Governance motive in Cross-Border mergers and acquisitions. Mimeo, presentado en European M&As corporate

- restructuring & consolidation issues, IESE, Barcelona, marzo 2002.
- SCHNEPER, W. y GUILLEN, M. F. (2002): Institutions, Power and Corporate Governance: A cross-National study of hostile takeovers, mimeo, the Wharton School.
- SERVAES, H. (1991): «Tobin's q and the gains from takeovers», *Journal of Finance*, 66, 1, 409-419.
- SHIVDASANI, A. (1993): «Board composition, ownership structure and hostile takeovers», *Journal of Accounting and Economics*, 16, 167-198.
- WEINSTEIN, D. E. y YAFEH, Y. (1994): On the costs of universal banking: evidence from changing main relations in Japan, Mimeo, department of economics, Harvard University.
- ZOIDO, E. (1998): «Un estudio de participaciones accionariales de los bancos en empresas españolas», *Investigaciones Económicas*, 22, 427-467.