

**FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO
EN LAS EMPRESAS ADQUIRIDAS POR OPA**

**Nuria Alcalde Fradejas
Inés Pérez-Soba Aguilar**

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS
DOCUMENTO DE TRABAJO
Nº 203/2005

De conformidad con la base quinta de la convocatoria del Programa de Estímulo a la Investigación, este trabajo ha sido sometido a evaluación externa anónima de especialistas cualificados a fin de contrastar su nivel técnico.

ISBN: 84-89116-07-5

La serie **DOCUMENTOS DE TRABAJO** incluye avances y resultados de investigaciones dentro de los programas de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

Las opiniones son responsabilidad de los autores.

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LAS EMPRESAS ADQUIRIDAS POR OPA

NURIA ALCALDE FRADEJAS
Universidad de Zaragoza

INÉS PÉREZ-SOBA AGUILAR
Universidad Complutense de Madrid

Resumen: Este trabajo tiene por objeto analizar empíricamente si tras una OPA se producen reducciones significativas en el número de empleados de las empresas adquiridas y cuáles son sus factores determinantes. Se utiliza para ello una muestra formada por 61 empresas españolas no financieras que durante el período 1990-00 fueron objeto de OPA. A nivel agregado, se constata una variación negativa y estadísticamente significativa en el número de empleados de las empresas adquiridas, tanto utilizando datos individuales como ajustados por el sector. Con respecto a los factores determinantes, las reducciones significativas de plantilla resultan más probables en aquellas empresas adquiridas de mayor tamaño, con una menor rentabilidad financiera y productividad del factor trabajo en el año previo a la OPA y en las que tras la toma de control se ha producido algún cambio en la cúpula directiva.

Palabras clave: Adquisiciones de empresas, tomas de control, despidos

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LAS EMPRESAS ADQUIRIDAS POR OPA

I. INTRODUCCIÓN

El crecimiento de las empresas a través de fusiones y adquisiciones de otras empresas, los motivos que desencadenan estas operaciones o las consecuencias que tienen para los accionistas de las empresas implicadas y la economía en general son temas sometidos a un frecuente debate dentro de la literatura económica y empresarial. La evidencia existente sobre la influencia que las fusiones y adquisiciones tienen en el empleo es, sin embargo, escasa, poco concluyente y muy restringida al ámbito anglosajón, especialmente a Estados Unidos. Por ello se ha considerado relevante analizar esta cuestión en el presente trabajo, revisando las aportaciones principales que se han realizado e investigando para el caso español el efecto que las ofertas públicas de adquisición (OPAs) tienen en el empleo de las empresas adquiridas.

El principal motivo que justifica que la OPA sea el procedimiento de adquisición seleccionado para determinar la muestra de empresas a estudiar es la mayor disponibilidad de información que se tiene sobre aquellas sociedades que son objeto de una operación de este tipo. Ello se debe, en gran parte, a que la OPA está especialmente planteada para las empresas cotizadas, que son sobre las que se puede obtener una mejor y mayor información, pero también al propio procedimiento de OPA que conlleva la exigencia legal de aportar datos adicionales de las empresas implicadas. Por otro lado, la oferta pública de adquisición presenta una serie de rasgos que la hacen particularmente interesante respecto de las fusiones en el caso que nos ocupa. A diferencia de éstas, las OPAs se caracterizan porque no entrañan necesariamente una negociación amistosa previa entre los consejos de administración de las sociedades involucradas en la adquisición, con lo que el grado de disciplina que podrían introducir en las empresas sería, en principio, mayor que en el caso de las fusiones. Así, la posibilidad de contar con ofertas de adquisición en las que la falta de cooperación con el grupo de

control previo pueda facilitar la ruptura de los acuerdos laborales existentes en las empresas adquiridas será un factor relevante a la hora de analizar la evolución posterior de las plantillas de estas empresas. En suma, la mayor información disponible y el mayor componente disciplinario que puede comportar una OPA hacen que este procedimiento de adquisición sea particularmente idóneo para estudiar las causas y los efectos que tiene la variación en el control de una determinada empresa sobre el empleo de ésta.

Asimismo, consideramos que la evolución que haya podido tener el empleo en las sociedades españolas que han sido objeto de una oferta pública de adquisición es una faceta aún no suficientemente tratada en el estudio que se ha hecho de las OPAs en nuestra economía, generalmente abordado desde la perspectiva de los accionistas, los consejeros o los directivos, pero no de los trabajadores. La percepción generalizada que se tiene sobre la relación entre OPA y empleo es que tras una oferta pública de adquisición, ya sea amistosa u hostil, aumenta la probabilidad de que se tomen medidas para reducir la plantilla en la empresa adquirida. Quizás una de las manifestaciones más claras de esta impresión se encuentra en las precauciones que en ciertas ocasiones piden los sindicatos que se tomen o deciden tomar directamente los gestores de las empresas “amenazadas” de OPA.

“La plataforma sindical, que se muestra preocupada ante la posibilidad de que la eléctrica pase a otra empresa, ha pedido también medidas que garanticen la seguridad de los trabajadores si la empresa se llega a vender.” (Expansión, 24/3/01)

“La dirección de la eléctrica Iberdrola quiere blindar a toda su plantilla ante una posible absorción por parte de otro grupo.” (Expansión, 20/2/01)

Si bien esta percepción está basada en el hecho de que tras determinadas tomas de control se producen importantes reajustes de plantilla en las empresas implicadas, no se puede afirmar que exista una relación positiva concluyente entre cambios en la propiedad y despidos en las empresas adquiridas, a la vista de lo que se desprende de los resultados de diferentes trabajos empíricos realizados en distintos países, como se expone en el apartado II. De hecho, tampoco existe una relación teórica clara que vincule las fusiones, adquisiciones (y OPAs) con una variación negativa en el empleo. Sin embargo, diversas teorías formuladas sobre las causas y las consecuencias de estas tomas de control permiten plantear ciertas hipótesis de trabajo sobre esta relación.

El objetivo de esta investigación consiste en analizar, para el caso español, si las OPAs dan lugar a reducciones significativas en el empleo en las empresas adquiridas, examinando para ello la evolución en el número de empleados desde el año previo a la OPA (año -1) hasta el segundo año

posterior a la misma (año +2). Además, se investiga la influencia de determinados factores que estando relacionados con la probabilidad de que se produzcan reducciones significativas en la plantilla, también lo estarían con las causas y consecuencias de las OPAs. Aunque existen múltiples motivos que contribuyen de forma general a generar desempleo en las empresas de un determinado sector (reducciones duraderas en la demanda del bien o servicio que producen, exceso de capacidad productiva, etc.), cuando la caída en el empleo de las empresas que han sido objeto de una OPA es superior a la de sus sectores correspondientes parece razonable suponer que existen causas diferenciales en las empresas adquiridas que pueden explicar esa desviación respecto al sector, y esas causas se pueden atribuir al hecho mismo de la adquisición o a algunos de los motivos que la desencadenan, tales como la gestión inadecuada de la empresa adquirida, la búsqueda de sinergias entre empresa adquirente y adquirida o incluso a una estrategia en la que se busca mejorar la competitividad de la empresa a partir del revulsivo que supone la adquisición. Con este análisis se intentaría determinar, por tanto, en qué tipo de OPAs las reducciones en el empleo son más probables e indirectamente obtener algún tipo de indicio sobre los motivos que las originan, tal como sugieren O'Shaughnessy y Flanagan (1998).

El trabajo se estructura en seis apartados. Tras esta introducción, se repasa brevemente en el apartado II la evidencia empírica existente sobre la incidencia en el empleo de los cambios de propiedad. En el tercer epígrafe se presentan los argumentos teóricos y las hipótesis a contrastar. La construcción de la muestra y las variables se comenta en el apartado IV. En el V se presentan los principales resultados obtenidos al analizar las reducciones de plantilla en las empresas adquiridas y sus factores determinantes. Finalmente, en el sexto apartado, se exponen las conclusiones.

II. CAMBIOS DE PROPIEDAD E INCIDENCIA EN EL EMPLEO

La literatura económica que trata este tema de forma específica es relativamente poco extensa y desde la perspectiva empírica está muy circunscrita al caso de las fusiones y adquisiciones entre empresas del sector privado de la economía estadounidense. En otros países esta cuestión se ha planteado de forma general en los estudios que caracterizan los procesos de privatización de empresas públicas, donde agregadamente, se mide si estos cambios de control han tenido como consecuencia reducciones de plantilla. Otros trabajos donde se examina el efecto en el empleo de forma secundaria son, para Alemania, el estudio de Köke (2000), que analiza las consecuencias que han tenido sobre el empleo las transferencias de control en las empresas alemanas (cotizadas y no

cotizadas); en el caso español, el trabajo de Alcalde y Espitia (2002) donde se relacionan los cambios en el *performance* de las empresas adquiridas mediante OPA con variaciones en la plantilla de dichas empresas¹.

Así, la mayor parte de los trabajos que analizan la relación entre variaciones en el empleo y cambios de propiedad en las empresas del sector privado están basados en lo acaecido en la economía de EE.UU., donde no existe una legislación específica que regule las ofertas de adquisición. Por consiguiente, en ninguno de ellos se examina directamente el efecto que la OPA tiene sobre el empleo. No obstante, exponemos como orientativos los resultados obtenidos con diversos mecanismos alternativos del mercado de control, menos particulares que la OPA, como son las fusiones y diversos tipos de adquisiciones, teniendo en cuenta, además, que la literatura existente difiere sustancialmente en las muestras y metodologías utilizadas, lo que dificulta la comparación de sus respectivos resultados que, por otro lado, en algunos casos resultan contradictorios. Asimismo, cabe señalar que parte de la evidencia que se comenta a continuación procede de trabajos en los que el análisis de la influencia del cambio de propiedad en el empleo tiene un carácter marginal, siendo otro el objetivo central de la investigación.

Comenzando por aquellos trabajos que no observan cambios significativos en los niveles de empleo tras el cambio de propiedad, cabe destacar el artículo pionero de Brown y Medoff (1988), quienes analizan 400 casos de cambios de control ocurridos en Michigan en el período 1979-1984. En su muestra diferencian entre aquellas adquisiciones que se producen mediante una fusión, una compra de activos sin absorción de la mano de obra y un cambio en la propiedad de la empresa adquirida sin una integración posterior de las empresas. Tanto en los dos primeros tipos de adquisición, en los que o no hay variación en el empleo o hay una pequeña caída, como en el tercero, en el que hay un ligero ascenso, no encuentran evidencia, en términos generales, de que se produzcan variaciones negativas en el empleo importantes. En esta misma línea se sitúan los resultados alcanzados por Kaplan (1989). Este autor comprueba que con posterioridad a una operación de MBO, el empleo no sólo no se reduce significativamente sino que, muy por el contrario, el número de empleados aumenta y aunque la variación en las empresas de la muestra resulta inferior a las variaciones sectoriales correspondientes, la diferencia no es estadísticamente significativa. Denis (1994) al analizar el impacto sobre el empleo conjunto de empresa adquirente y

¹ En el trabajo de Sánchez y Suárez (2003), que se centra en analizar el fenómeno del *downsizing* en la economía española, las fusiones y adquisiciones aparecen con uno de los motivos que desencadenan los reajustes de plantilla.

adquirida en 117 ofertas de adquisición realizadas entre 1975 y 1984, no observa, en media, variaciones estadísticamente significativas en el número de empleados entre el año previo a la adquisición y tres años después de ésta (-1 al +3). Más recientemente, McGuckin y Nguyen (2001), utilizando una muestra que comprende todo el sector manufacturero estadounidense durante el periodo 1977-87, concluyen que el impacto total en el empleo de aquellas plantas que han estado envueltas en procesos de fusión o adquisición es positivo, si bien el impacto en el empleo de las plantas mayores es negativo.

Frente a este conjunto de trabajos, existe otra serie de estudios en la que sí se detectan reducciones significativas en el empleo tras el cambio de propiedad. Así, Lichtenberg y Siegel (1992) analizando una amplia muestra de empresas del sector manufacturero estadounidense durante el periodo 1977-82, en la que se distingue entre el grupo de empleados que trabaja en las tareas de gestión y administración y el que trabaja directamente en el proceso productivo, obtienen como resultado que los cambios de propiedad (no distinguen por tipos) afectan negativamente al empleo y los salarios del primer grupo y, aunque en mucha menor medida (tres veces menos), a los del segundo. También Bhagat, Shleifer y Vishny (1990), al analizar 62 adquisiciones hostiles en el período 1984-1986 en EE.UU., concluyen que los despidos son frecuentes tras estas operaciones y afectan sobre todo al personal ejecutivo. Por su parte, Healy *et al* (1992) examinan las 50 fusiones de mayor tamaño realizadas en la economía estadounidense entre 1979 y 1984 y observan que durante los 5 años posteriores a la operación, la variación en el número de empleados en las empresas resultantes es significativamente inferior en un 2,5%(mediana) a la experimentada en el mismo período en sus sectores respectivos. Con relación al Reino Unido, el trabajo de Conyon *et al* (2001) constata un impacto negativo sobre la función de demanda de empleo de la empresa resultante de en torno al 7,5% con respecto al nivel anterior a la fusión.

Por último, cabe mencionar los trabajos empíricos que se han realizado para medir diversos efectos que los planes de privatización de las empresas públicas, llevados a cabo en muy diferentes países, tienen sobre distintas variables económicas, entre ellas el empleo. En estos casos el cambio de propiedad se realiza entre el sector público y el sector privado y, quizá por esto, la literatura empírica internacional es más abundante. Los resultados son poco unánimes respecto al impacto de la privatización en los niveles de empleo de las empresas privatizadas. Aunque tres estudios evidencian aumentos significativos en el empleo [Galal, et al. (1992), Megginson, Nash y van Randenborgh (1994), y Boubakri y Cosset (1998)], la mayor parte de los estudios muestran caídas

significativas en el empleo, a veces enormes [D'Souza y Megginson (1999), Boardman, Laurin y Vining (2003), Omran (2001)]. Las diferencias metodológicas de los estudios, los diversos tamaños de las muestras, las diferencias entre industrias y los desiguales procesos de privatización de cada país son factores que pueden explicar estos resultados contradictorios. “Quizás la conclusión más segura que podemos afirmar es que la privatización no significa automáticamente reducciones de empleo en las empresas en las que se ha desinvertido” (Megginson et al., 2004).

En suma, no hay unos resultados empíricos concluyentes que relacionen de forma unívoca las variaciones en la propiedad de la empresa (ya sea por fusión o por algún tipo de adquisición) y las variaciones en el empleo, y, menos aún, que expliquen las causas de dicha variación. Con relación a esta última cuestión, sólo en algunos de los trabajos realizados se ha analizado la influencia que ciertos factores tienen en la variación experimentada por el empleo tras el cambio de propiedad. Así, por ejemplo, y con relación al sector privado, se ha estudiado la influencia que tiene el carácter hostil o amistoso de la operación o el grado de relación entre los negocios de las empresas adquirentes y adquiridas (Denis, 1994 y Conyon *et al*, 2002), si bien los resultados no son coincidentes. Una investigación específicamente centrada en los determinantes de la realización de despidos tras una fusión o adquisición es la realizada por O'Shaughnessy y Flanagan (1998). Estos autores observan que la probabilidad de que existan despidos tras una fusión o adquisición está inversamente relacionada con el nivel de productividad previo de los trabajadores de la empresa adquirida. A su vez obtienen una relación directa con el grado de relación entre los negocios de las empresas fusionadas, que justifican porque la posibilidad de que se generen actividades redundantes también es mayor en este tipo de fusiones.

III. PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS

Existen diversos factores externos que favorecen que en determinados sectores se genere desempleo, como pueden ser las contracciones duraderas en la demanda del bien o servicio que producen, el exceso de capacidad productiva, los cambios en la regulación o la introducción de una tecnología que ahorre trabajo. Si se elimina este efecto sectorial en la evolución que haya podido tener la plantilla de las empresas que han sido objeto de una OPA y se aprecia que hay una desviación negativa respecto al sector, parece razonable suponer que el factor OPA, directamente, o las causas que han originado la oferta, indirectamente, podrían ser explicativas de ese diferencial de empleo.

Asimismo existen diversos motivos por los que una empresa puede ser objeto de una OPA, como la mejora de su eficiencia, la búsqueda de poder de mercado o de sinergias por parte del adquirente, la obtención de determinados activos de la empresa o simplemente blindar el control que posee el accionista mayoritario. Como se ha mencionado, no cabe concluir ni teórica ni empíricamente que como consecuencia de una OPA se produzca necesariamente una variación en el empleo de la empresa adquirida. Sin embargo, cuando el desencadenante de la oferta es la gestión ineficaz de la empresa objetivo o el logro de sinergias entre las empresas implicadas sí es posible plantear ciertas hipótesis y proponer determinadas variables que permitan contrastar la relación que hay entre estos motivos y el reajuste de plantilla.

1. Obtención de sinergias e incidencia en el empleo de la empresa adquirida

La razón clásica aportada en muchos casos para justificar una fusión o adquisición es la existencia de sinergias entre empresa adquirente y adquirida que permita situar el valor conjunto de ambas empresas por encima de la suma de sus valores por separado. Los principales tipos de sinergias que pueden generarse en una fusión o adquisición son sinergias operativas, financieras o de poder de mercado.

Tanto las sinergias operativas, vinculadas fundamentalmente al aprovechamiento de economías de escala o alcance, como las sinergias de poder de mercado, asociadas a una reducción de la competencia o a un aumento de la concentración industrial, requieren un mayor solapamiento entre las actividades, productos o mercados de las empresas fusionadas. Por este motivo, diversos autores argumentan que este tipo de sinergias puede alcanzarse más fácilmente en fusiones y adquisiciones entre empresas con negocios relacionados (Salter y Weinhold, 1979; Porter, 1980; Lubatkin, 1983 y Singh y Montgomery, 1987, entre otros). Aunque también pueden estar presentes en las fusiones y adquisiciones diversificadas, la realización de éstas se asocia en mayor medida al logro de sinergias financieras.

Por tanto, si la reducción en el número de empleados de la empresa adquirida tiene como origen la intención de eliminar costes redundantes, es más probable que la misma se produzca en adquisiciones relacionadas que en adquisiciones de tipo conglomerado, ya que en el primer caso la mayor similitud entre los negocios de ambas empresas generará probablemente un mayor solapamiento de actividades.

Hipótesis 1: La probabilidad de que haya recortes significativos de plantilla en empresas que han sido objeto de una OPA está positivamente relacionada con la realización de actividades afines por parte de la empresa adquirente.

2. Motivos disciplinarios y su incidencia sobre el empleo de la empresa adquirida

Uno de los motivos que con más profusión se ha utilizado a lo largo de la literatura para justificar las adquisiciones de empresas es la ineficiencia de la empresa objetivo, tal como señala la teoría de la agencia. Aunque esta teoría no establece una relación directa entre las OPAS y los ajustes que se puedan llevar a cabo en la plantilla de la empresa una vez realizada la adquisición, podemos establecer algunas hipótesis basándonos en la evidencia empírica previa y en los argumentos que sustentan esta teoría. En concreto, se consideran aquellas características de la empresa objetivo previas a la OPA (bajo nivel de rentabilidad y productividad) que pudiendo ser consideradas como proxies de la existencia de problemas de gestión en la empresa adquirida, la pueden señalar como candidata a reajustes posteriores en su plantilla con la pretensión de elevar ulteriormente sus resultados y, también, aquellos factores que tienen relación con el proceso de la OPA en la empresa objetivo (la participación accionarial previa que tenga el adquirente en la empresa objetivo y los cambios tras la OPA en la cúpula directiva) que actuarían como variables intermedias a la hora de desencadenar los reajustes de plantilla con el fin supuesto de mejorar los resultados de la empresa

La ineficiencia de una empresa se atribuye principalmente a la gestión que llevan a cabo sus directivos. Los modelos de agencia señalan que la conducta profesional de algunos directivos no siempre se orienta a defender los intereses de los accionistas por razones que tienen que ver, fundamentalmente, con las dificultades para diseñar sistemas de control eficientes (Jensen y Meckling, 1976). Según esta corriente, el conflicto de intereses entre los accionistas y los directivos, que lleva a estos últimos a dirigir la compañía atendiendo a sus objetivos particulares, posiblemente produzca una desviación negativa con respecto a los resultados corporativos esperados. La teoría del mercado de control de empresas, sugerida originariamente por Manne (1965), indica que cuando una empresa está siendo gestionada de forma ineficiente sufrirá un descenso de su cotización con relación a otras sociedades del sector, lo que la hace más atractiva para ser adquirida por aquellos que creen que gestionándola más eficientemente pueden obtener la rentabilidad potencial de esa sociedad.

Si existe ese margen, se estará dispuesto a adquirir el derecho a controlar esa empresa.

Entre las acciones necesarias para recuperar la rentabilidad de la empresa puede encontrarse la reducción o el control más exhaustivo de los costes, dentro de los cuáles los laborales suponen una de las partidas más importantes. En este sentido, el estudio realizado por Chen *et al* (2001) sobre las causas y consecuencias de los anuncios de despidos (no necesariamente asociados con adquisiciones de empresas) constata que entre los motivos principales esgrimidos por las empresas para justificar los recortes de plantilla están el deterioro en los resultados de la empresa y la reducción de costes. Un estudio similar para el caso español (Sánchez y Suárez, 2003) identifica también como causas principales argumentadas por las empresas para hacer *downsizing* la situación de crisis interna de la empresa y el ahorro de costes. Por tanto, cabría esperar que aquellas empresas objetivo en las que se ha detectado una baja rentabilidad relativa sean más propensas a sufrir recortes de plantilla con el objetivo de minimizar costes.

Hipótesis 2: La probabilidad de que haya recortes significativos de plantilla en empresas que han sido objeto de una OPA es mayor conforme menor sea la rentabilidad de la empresa con relación a la del sector antes de la OPA.

Sin embargo, para que una reducción en el número de empleados permitiera incrementar la rentabilidad de la empresa sería preciso, supuesto que el denominador del ratio de rentabilidad permanece aproximadamente constante, que el recorte de plantilla conllevara un aumento en el beneficio de la empresa. Por tanto, la empresa debería ser capaz de aumentar el valor añadido bruto generado por unidad monetaria (u.m.) invertida en gastos de personal en cuantía suficiente para que el beneficio fuese superior al de la situación de partida. Si no se diesen estas condiciones, el recorte de plantilla no resultaría una medida adecuada para recuperar la rentabilidad de la empresa, a menos que fuera acompañado de otras medidas de reestructuración (como la venta de activos menos productivos, escisiones o amortizaciones de capital, entre otras).

En definitiva, cabría esperar que la reducción en el empleo resulte más probable en aquellas empresas en las que el margen existente para conseguir aumentos en la productividad por u.m. invertida en gastos de personal sea relativamente mayor.

Hipótesis 3: La probabilidad de que haya recortes significativos de plantilla en empresas que

han sido objeto de una OPA es mayor conforme menor es la productividad de los gastos de personal de la empresa con relación a la del sector.

La disciplina externa que ejerce el mercado de control para mejorar la *performance* de la empresa no tiene que administrarse necesariamente a través de una toma de control por parte de un tercero ajeno a la empresa. Shleifer y Vishny (1986) proponen que sea un accionista de la empresa (que posee menos del 50% del capital social pero que, dado el resto de la composición accionarial, es el mayoritario) el que tome las riendas para obtener esta mejora. La participación que este accionista mayoritario tiene en el capital social le compensa de los costes de informarse sobre la situación de la empresa y los proyectos que pueden mejorar la rentabilidad de ésta, y también de los costes de supervisar y, si es preciso, cambiar a la directiva. Cuando esta participación es insuficiente puede ser él mismo el que directamente realice una oferta de adquisición con el fin de hacer cambios significativos, entre los que se encuentran los reajustes de plantilla (Shleifer y Vishny, 1988). Esta misma idea sostienen Filbeck y Webb (2001) para quienes un elevado nivel de propiedad accionarial por parte de los directivos (que son quienes asumen la función de toma de decisiones en las empresas en las que el accionariado está disperso y es pasivo) aumenta la probabilidad de enfrentarse con éxito a los despidos y las relaciones laborales dificultosas. Es más, consideran que conforme mayor es la participación accionarial previa es más probable que se hagan despidos sin necesidad de que la situación de la empresa esté necesariamente muy deteriorada.

Hipótesis 4: Conforme mayor sea el tamaño de la participación accionarial que tenga el adquirente, mayor será la probabilidad de que haya recortes significativos de plantilla en empresas que han sido objeto de una OPA.

Una de las consecuencias más inmediatas que tiene el funcionamiento del mercado de control, con respecto a la cual la evidencia empírica existente se muestra más coincidente, es que tras las OPAs aumenta de forma significativa la tasa de reemplazo de la cúpula directiva en la empresas adquiridas. Walsh y Ellwood (1991), Martin y McConnell (1991), Kennedy y Limmack (1996) y Franks y Mayer (1996), entre otros, constatan una mayor rotación en los puestos de máxima responsabilidad en las

empresas objetivo tras la toma de control. Sin embargo, resulta mucho menos clara la evidencia con respecto a si existe una relación inversa entre el *performance* de las empresas objetivo antes de la toma de control y los cambios posteriores en la alta dirección, lo que pone en duda el papel disciplinario de estos reemplazos. Mientras que los resultados obtenidos por Martin y McConnell (1991), Hambrick y Cannella (1993) y Kennedy y Limmack (1996) confirman dicha relación inversa, Franks y Mayer (1996) observan que las empresas objeto de tomas de control hostiles no presentan un *performance* previo significativamente inferior al de otras empresas, por lo que cuestionan el carácter correctivo atribuido generalmente a las ofertas de adquisición hostiles.

En cualquier caso, y como señalan Conyon *et al* (2001), el reemplazo de la cúpula directiva puede suponer una oportunidad para tomar decisiones que, por distintas razones (preferencia directiva por el tamaño, identificación con los intereses de los trabajadores, temor a la conflictividad, etc) resultaban difíciles para los anteriores directivos². De acuerdo con Jensen (1988), en sectores en declive o de lento crecimiento en los que existe un exceso de capacidad y es necesario que las empresas menos eficientes abandonen el mercado o se reestructuren, los directivos existentes suelen ser reacios a modificar estrategias en cuya implementación han invertido varios años, aun cuando dichas estrategias ya no contribuyan a la supervivencia de la organización. Sin embargo, este autor indica que para nuevos directivos, con una visión más fresca del negocio y menos ataduras con los diversos grupos con intereses en la empresa, es más fácil realizar los cambios necesarios³. Entre las decisiones que pueden resultar más fáciles de tomar para los nuevos directivos que para los antiguos se encuentran las reducciones de plantilla. Así, y aunque su estudio no se refiere a empresas que han sido objeto de oferta de adquisición, Denis y Denis (1995) al analizar las reestructuraciones que se realizan tras un cambio en el equipo gestor (presidente o CEO) observan una reducción estadísticamente significativa en el número de empleados de estas empresas, que cuantifican en un 8,6% (mediana) en el período (-1,+3) siendo 0 el año en el que cambia el equipo directivo. Esta variación resulta inferior en un 14,6% a la experimentada en el mismo período en el sector correspondiente.

² Lichtenberg y Siegel (1992) obtienen que tras un cambio de propiedad el empleo crece mucho menos (un 17% a lo largo de cinco años) en las categorías laborales más relacionadas con los equipos directivos previos, como las vinculadas a los departamentos de administración, que en los empleos menos próximos al grupo de control.

³ Este fenómeno se produjo durante la oleada de fusiones y adquisiciones de los años 80 en EEUU, afectando fundamentalmente al sector energético (gas y petróleo), a la banca y a los seguros.

Hipótesis 5: La probabilidad de que haya recortes significativos de plantilla en empresas que han sido objeto de una OPA aumenta cuando existe un reemplazo de la cúpula directiva (presidente del Consejo, CEO o ambos).

En suma, con estas hipótesis se intenta contrastar si las reducciones de plantilla en las empresas objetivo son una consecuencia (directa o indirecta) de los efectos que el mercado de control tiene sobre una empresa en la que se pretende impulsar la recuperación de su rentabilidad potencial. Así, las tomas de control causadas por la baja performance previa de la empresa es probable que provoquen despidos en la empresa objetivo con el fin de que, a corto plazo, se reduzcan los costes laborales y se eleve la productividad media de los empleados y la riqueza de los accionistas.

Sin embargo, es conveniente señalar cómo, desde una perspectiva dinámica, las tomas de control pueden tener efectos adversos sobre la eficiencia (Shleifer y Summers, 1988), principalmente por la ruptura de los acuerdos a largo plazo que implícitamente se mantienen con los trabajadores, entre otros acreedores de la empresa. La existencia de estos acuerdos se basa fundamentalmente en la presencia de activos humanos específicos (Williamson, 1975) que generan *cuasi* rentas cuyo importe es igual a la diferencia entre el valor del activo si continúa la relación contractual y el máximo valor que puede obtenerse si tal relación se interrumpe. Cuando una empresa es objeto de una OPA y se despide a trabajadores cuyo trabajo implica un alto grado de especialización, el valor de esa *cuasi* renta que se ha generado tácitamente a lo largo de su actividad laboral en la empresa se transferiría a los nuevos accionistas, lo que crearía la ilusión de que se ha ganado en eficiencia cuando lo que ha sucedido es que se ha producido una redistribución de riqueza desde los trabajadores hacia los accionistas⁴. Esta circunstancia puede generar desincentivos en los trabajadores que permanecen en la empresa a la hora de acumular capital humano específico, lo que provocaría pérdidas de eficiencia a medio y largo plazo.

Por tanto, de estas hipótesis de partida no se puede deducir que los recortes de plantilla impliquen necesariamente incrementos posteriores en la rentabilidad de la empresa. Estas son cuestiones que sólo pueden dilucidarse a través de un análisis a largo plazo de la evolución de las empresas involucradas⁵ y que no constituyen el objetivo del presente trabajo.

⁴ Se cita como típico ejemplo de esta redistribución lo acontecido tras la OPA hostil que en 1985 Carl Icahn lanzó sobre la compañía aérea estadounidense TWA.

⁵ Healy et al. (1992), al analizar la evolución en el performance en 50 fusiones, a lo largo de un período de 11 años centrado en la fecha de la operación, concluyen que la reducción de costes laborales observada no da lugar a cambios significativos en los márgenes operativos durante el período post-fusión. Por el contrario, Switzer (1996), utilizando una muestra más amplia, y aunque no analiza cambios en el empleo, obtiene resultados que sugieren una mejora en la eficiencia del factor trabajo con posterioridad a la fusión. Con

IV. CONSTRUCCIÓN DE LA MUESTRA Y LAS VARIABLES

1. Muestra

La muestra sobre la que se realiza el análisis está compuesta de 61 sociedades no financieras que durante el intervalo temporal 1990-2000 han sido objeto de OPA. Para seleccionar las empresas de la muestra de entre las ciento cincuenta y ocho OPAs llevadas a cabo en este periodo sobre sociedades no financieras en España, se ha utilizado como criterio fundamental la disponibilidad de datos. Así, se han seleccionado aquellas empresas objeto de OPA en el período considerado para las cuales disponíamos de la siguiente información: a) el balance y la cuenta de resultados correspondientes al ejercicio anterior al de la OPA y, b) el número medio de empleados al final de cada ejercicio, entre el año previo a la OPA y el segundo posterior a la misma. o, en su defecto, la constancia, a través de la prensa, de la existencia de despidos como consecuencia de la OPA dentro de los dos años siguientes a la misma. Las fuentes utilizadas para obtener dicha información han sido la base de Auditorías de la CNMV, la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) y la base de artículos de prensa económica BARATZ. Además, se han suprimido tres OPAs para las cuales disponíamos de la información mencionada, pero para las que se producía un solapamiento de fechas en la serie de datos que se analiza, al tratarse de OPAs reiteradas o por etapas (como es el caso de Sociedad Española de Carburos Metálicos, que sufre cuatro OPAs entre 1994 y 1998). En la tabla 1 se presenta la distribución por sector de las empresas que componen la muestra utilizada. En las columnas tercera y quinta de la tabla se muestra dicha distribución sectorial para la población total (las empresas objeto de las 158 OPAs realizadas en el período 90-00).

respecto a la redistribución de rentas, diversos estudios (Rosett, 1990, Pontiff, Shleifer y Weisbach 1990, Bhagat, Shleifer y Vishny, 1990) analizan si tras un cambio de control en una empresa se producen ahorros importantes en los costes laborales que puedan justificar las primas pagadas. En general, concluyen que la contribución de los ahorros logrados a la explicación de las primas pagadas resulta escasamente relevante.

Tabla 1

COMPOSICIÓN SECTORIAL DE LA MUESTRA

Sectores	Empresas		Empresas (%sobre total)	
	Muestra	Población	Muestra	Población
Agricultura y Pesca	1	1	1,64	0,63
Inmobiliarias	7	23	11,48	14,56
Energía y Agua / Mineras y Combustibles Sólidos	0	1	0,00	0,63
Energía y Agua / Petróleo	2	5	3,28	3,16
Energía y Agua / Energía Eléctrica	7	9	11,48	5,70
Energía y Agua / Agua y Gas	0	2	0,00	1,27
Metálicas Básicas	1	6	1,64	3,80
Cemento Vidrio y Material de Construcción / Cemento	9	21	14,75	13,29
Cemento Vidrio y Material de Construcción / Vidrio y Material de Construcción	1	5	1,64	3,16
Industria Química	8	15	13,11	9,49
Transformación de Metales / Automóvil y Otro Material de Transporte	5	7	8,20	4,43
Transformación de Metales / Otras Industrias de Transformación de Metales	2	7	3,28	4,43
Otras Industrias de Transformación / Alimentación Bebidas y Tabaco	8	24	13,11	15,19
Otras Industrias de Transformación / Papel y Artes Gráficas	1	4	1,64	2,53
Otras Industrias de Transformación / Otras Industrias Manufactureras	2	6	3,28	3,80
Construcción	3	4	4,92	2,53
Transportes y Comunicaciones / Transportes	0	2	0,00	1,27
Transportes y Comunicaciones / Aparcamiento y Autopistas	1	4	1,64	2,53
Comercio y Otros Servicios	3	12	4,92	7,59
TOTAL	61	158	100	100

2. Variable dependiente

Nuestra variable dependiente mide si tras una OPA se producen reducciones significativas de plantilla en las empresas objetivo. A la hora de elaborar esta variable tuvimos en consideración, fundamentalmente, tres posibles formas de obtener esta información: la apertura de expedientes de regulación de empleo (ERE) en la empresa tras la OPA, la aparición en la prensa de noticias en las que se anunciaran despidos como consecuencia de la adquisición y las variaciones de plantilla en la

empresa a lo largo de un periodo significativo. La primera fuente hubo que descartarla por los dos siguientes motivos: existen vías alternativas a los EREs para efectuar despidos, como por ejemplo no renovando los contratos a aquellos empleados que no son fijos, con lo cual esta *proxy* sólo recogería la información sobre la variación en un tipo de empleo; además, no existe (ni en la administración pública ni en los sindicatos) un registro nacional en los que se recoja de forma no agregada los despidos que se producen en las empresas.

El anuncio de despidos en la prensa es el procedimiento que emplean para construir esta variable dependiente autores como O'Shaughnessy y Flanagan (1998) o Filbeck y Webb (2001) en el caso estadounidense. En el caso español, la base de datos Baratz (de información económica en la prensa) permite realizar este tipo de búsqueda, aunque con ciertas limitaciones. Ello es debido, principalmente, a que una buena parte de las empresas que han sido objeto de OPA no tienen o un tamaño de plantilla suficientemente relevante o una repercusión en el sector o en la economía suficientemente amplio como para que los despidos que pudieran haberse realizado hayan tenido difusión en la prensa. Adicionalmente se consultó el registro de hechos relevantes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por si las empresas, al ser cotizadas, hubieran comunicado este tipo hecho con posterioridad a la OPA, pero esta fuente secundaria ha sido provechosa en muy escasas ocasiones. En consecuencia tuvimos que elaborar en la mayor parte de los casos la serie de datos sobre el empleo de cada empresa durante un periodo significativo tal que recogiese lo más aproximadamente posible el efecto que la OPA había tenido en el tamaño de la plantilla. Para ello, el intervalo temporal de recogida de datos no podía ser ni muy corto ni largo para que los cambios en esta variable se pudieran suponer como un resultado de la adquisición. En concreto, se ha analizado la evolución en el empleo de las empresas adquiridas desde el periodo previo a la OPA ($t-1$) hasta el segundo año posterior a la oferta ($t+2$), con el fin de maximizar el tamaño de la muestra, dada la dificultad de obtener datos sobre el empleo de las empresas en periodos largos, especialmente cuando se trata de OPAs realizadas a comienzos de la década de los noventa. Además, si se tiene en cuenta que las sociedades que analizamos son empresas no financieras privadas, la pérdida de información que pueda suponer no incorporar un año más consideramos que no sería necesariamente decisiva en la variación de los resultados, pues es muy probable que el proceso de reajuste sea más rápido en este tipo de empresas que en empresas financieras o empresas privatizadas, en las que los procesos de reestructuración son más largos,

Así, se obtuvieron los datos relativos al número medio de empleados al final de cada ejercicio entre el último año previo al de la OPA y el segundo año posterior, lo que supuso hacer un seguimiento de las cifras de empleo durante cuatro años consecutivos en cada una de las empresas que componen la muestra. Las fuentes utilizadas para ello, fueron la base de Auditorías de la CNMV, la base de datos SABI y las memorias anuales de algunas empresas. Por otro lado, y con el fin de identificar qué reducciones de plantilla habían podido venir motivadas específicamente por la OPA, las variaciones observadas en cada empresa se compararon con las observadas en el mismo período en su sector correspondiente. Los datos relativos al empleo en el sector provienen de la publicación que sobre los resultados anuales de empresas no financieras elabora la Central de Balances del Banco de España. Dado que en el cuestionario utilizado por la Central de Balances para elaborar el informe se solicita a las empresas datos de dos ejercicios consecutivos, esto permite calcular tasas de variación interanuales en el empleo. Además, la información proporcionada por las empresas se agrega según su actividad principal (CNAE93 a 3 dígitos), lo que permite calcular tasas de variación interanual en el empleo para dicho nivel de desagregación sectorial.

A partir de esta información, la construcción de la variable dependiente, se ha realizado como sigue:

- Para empresas grandes⁶, la variable dependiente adopta valor 1 cuando la tasa de variación interanual acumulada en el número de empleados entre el año previo a la OPA y el segundo posterior a la misma resulta negativa e inferior a la del sector correspondiente en el mismo período.
- No obstante, y dado que en la muestra utilizada por la Central de Balances del Banco de España, las empresas grandes están sobrerrepresentadas (véase Suplemento Metodológico del Informe), para las empresas pequeñas y medianas que forman parte de nuestra muestra se ha asignado un 1 a la variable dependiente cuando la variación interanual acumulada en el número de empleados entre el año previo a la OPA y el segundo posterior a la misma resulta negativa e inferior en al menos un 10% a la del sector correspondiente en el mismo período.
- Por último, a cuatro de las empresas de la muestra, para las que no disponíamos de información sobre el número de empleados, se les ha asignado el valor 1 en la variable dependiente porque se ha producido algún anuncio en prensa (localizado a través de la base

⁶ Se considera empresa grande aquella que tiene una plantilla superior a los 250 empleados.

de datos BARATZ) que confirma la existencia de despidos dentro de los dos años siguientes a la OPA y motivados por la misma.

- Para el resto de las empresas de la muestra, la variable dependiente adopta el valor 0 (27 empresas).

3. Variables independientes

1. Para contrastar la hipótesis de la sinergia, utilizamos como independiente una variable ficticia (HOR) con valor 1 si la OPA se ha hecho entre sociedades cuyas actividades económicas se encuentran en la misma etapa del proceso productivo o en etapas próximas en la cadena de producción (OPAs horizontales y verticales), y valor 0 en el caso de que la OPA la haya lanzado un empresa cuya actividad económica no está relacionada fundamentalmente con la de la empresa objetivo⁷.

2. Basándonos en los trabajos empíricos de McGuckin y Nguyen (2001) y Filbeck y Webb (2001) se introduce como variable de control el tamaño de las empresas, ya que en los tres estudios esta variable ha demostrado ser significativa a la hora de explicar variables dependientes relacionadas directa o indirectamente con despidos laborales tras una fusión o adquisición. La variable empleada para medir el tamaño es el activo total neto de la empresa expresada en logaritmo (LATN) que se ha obtenido de los informes contables de las empresas (CNMV o base de datos SABI).

3. Para contrastar la segunda de las hipótesis formuladas se utiliza como medida de rentabilidad aquella que teóricamente resulta de mayor interés para los accionistas, la rentabilidad financiera o ROE, calculada como beneficio neto entre fondos propios para cada una de las empresas que componen la muestra al final del último año previo a la OPA (ROEE). Dado que estas empresas operan en sectores muy diversos y sus respectivos datos corresponden a períodos también diferentes, para facilitar su comparación, también se ha utilizado la rentabilidad financiera ajustada por la media del sector al que pertenece la empresa (ROEaj).

4. Como medida de productividad del factor trabajo se utiliza el valor añadido bruto sobre gastos de personal (P), calculado al final del último año previo a la OPA. Al controlar por la productividad sectorial media, la variable correspondiente se denomina Paj.

⁷ Se clasifica las OPAs en función de la actividad económica predominante de la empresa que realmente realiza la oferta y no de la intermediaria. Esta información se puede obtener analizando los folletos informativos donde por exigencia legal se obliga a hacer pública la estructura del grupo oferente así como su objeto social.

El valor añadido bruto sobre gastos de personal puede descomponerse de la siguiente forma como cociente entre la productividad media por empleado (VABPE) y el salario medio (GPPE).

$$P = \frac{\text{Valorañadidobruto}}{\text{Gastosdepersonal}} = \frac{\frac{\text{Valorañadidobruto}}{\text{númerodeempleados}}}{\frac{\text{Gastosdepersonal}}{\text{númerodeempleados}}} = \frac{VABPE}{GPPE}$$

Así, un bajo valor del ratio P de una empresa respecto de su sector puede ser debido bien a una baja productividad media de los trabajadores, a un elevado salario medio o a ambos elementos conjuntamente. Una baja productividad por empleado indicaría la existencia de problemas relacionados con la utilización del factor trabajo, en tanto que un elevado salario medio se asociaría en mayor medida con un problema de redistribución de rentas, de tal forma que los accionistas estarían viendo disminuir su participación en las rentas generadas como consecuencia de un sobrepago a los trabajadores. Para poder discriminar entre ambas situaciones, y localizar la causa del problema de la baja productividad que podría estar provocando la reducción de la plantilla, se han construido las dos variables mencionadas, tanto individuales, como ajustadas por la media sectorial correspondiente (VABPEaj y GPPEaj). Además, estas medidas han sido deflactadas para asegurar una mayor comparabilidad entre los datos.

Los datos individuales de rentabilidad, productividad y salario medio se han obtenido de la base de datos SABI, de la base de Auditorías de la CNMV y de las memorias individuales de las empresas. Los datos correspondientes al sector proceden del Informe sobre Resultados de Empresas no Financieras elaborado por la Central de Balances del Banco de España.

5. Para medir los cambios en la cúpula directiva de la empresa objetivo utilizamos una variable ficticia (CCD) que toma valor 1 cuando el presidente y/o consejero delegado (o director general, en caso de que no figure consejero delegado) cambian en algún momento del periodo seleccionado para medir la variación en el empleo, esto es, desde el año anterior a la OPA hasta dos años después de la OPA, y valor 0 cuando no se aprecian cambios en los puestos de decisión clave. Esta información se ha obtenido a través del DUNS, DICODI, Infotel y CNMV.

6. La participación previa en el capital social de la empresa (PPREV) es una variable de tipo cuantitativo que recoge, en tanto por uno, el capital social que posee el adquirente que realmente lanza la OPA antes de la fecha de anuncio de la oferta a la CNMV. Por tanto, no se tiene en cuenta la participación de las sociedades intermediarias sino del adquirente final y en el caso de que haya habido una acción concertada de diversas sociedades de un mismo grupo, hemos consolidado las

participaciones. Para obtener esta cifra se ha consultado los folletos informativos de las OPAs, el directorio de accionistas SPA y el diario Expansión.

Las correlaciones entre las variables independientes aparecen recogidas en la siguiente tabla:

Tabla 2
Matriz de correlaciones

	ROEaj	Paj	VABPEaj	GPPEaj	ROE	P	VABPE	GPPE	CCD	PPREV	HOR
Paj	0,34***										
VABPE aj	0,21	0,72***									
GPPEaj	-0,01	0,22	0,76***								
ROE	0,62***	0,29	0,12	-0,07							
P	0,24	0,22	0,12	-0,11	0,25						
VABPE	0,21	0,24	0,42***	0,34	0,21	0,83***					
GPPE	0,03	0,15	0,61***	0,75**	-0,001	0,22	0,71***				
CCD	0,05	-0,06	-0,02	-0,05	0,13	0,02	0,04	0,06			
PPREV	0,15	0,06	0,15	0,20	0,04	0,01	0,08	0,14	-0,23		
HOR	-0,13	0,14	0,15	0,03	-0,02	-0,17	-0,02	0,16	0,06	0,15	
LATN	-0,16	-0,04	0,22	0,21	-0,06	0,04	0,23	0,39***	-0,03	0,11	0,35***

*** La correlación de Spearman es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

** La correlación de Spearman es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

V. RESULTADOS

En este apartado se analiza, en primer lugar, si el fenómeno de las OPAs está relacionado o no de forma general con una reducción significativa en el empleo de las empresas objetivo. Para ello se considera la evolución del número de empleados de las empresas adquiridas desde el final del año previo a la OPA hasta el segundo año posterior a ésta y se compara, a continuación, con la evolución que ha mostrado el empleo en sus respectivos sectores. En segundo lugar, se contrasta la existencia de diferencias significativas entre aquellas empresas de la muestra que han experimentado reducciones significativas de plantilla y el resto. Este contraste se realiza en primer lugar a través de un análisis univariable y, posteriormente, a través de una regresión logística que permite controlar la influencia conjunta de las diferentes variables.

1. Evolución de la plantilla de las empresas adquiridas

Utilizando los datos sobre empleo disponibles para 57 de las empresas de la muestra, se ha analizado la variación en el número de empleados de cada una de estas empresas desde el último año previo a la OPA (año -1) hasta cada uno de los dos años posteriores a la misma (año +1 y año +2). Para ello, se han calculado las tasas de variación interanuales acumuladas en el número de empleados de cada empresa en cada período. Las medias de dichas tasas, así como la mediana y el porcentaje de empresas en las que se ha observado una disminución en el número de empleados se presentan en el panel A de la tabla 3.

Para corregir la influencia que pudieran tener factores relacionados con el ciclo económico o con el sector al que pertenece la empresa, al dato individual de cada una de ellas se le ha restado la tasa de variación interanual acumulada, durante el mismo período, del número de empleados de las empresas pertenecientes a su mismo sector. Así, en el panel B de la tabla 3 se presentan las tasas medias de variación del número de empleados ajustadas por el sector, junto con la mediana y el porcentaje de empresas para las que se ha observado una variación en el número de empleados inferior a la del sector.

Dado que en el total de la muestra utilizada hay una presencia importante de pequeñas y medianas empresas (26,3% del total) las tasas de variación medias pueden resultar poco informativas. Además, las tasas de variación sectoriales están construidas a partir de los datos proporcionados por la Central de Balances del Banco de España y, como ya se ha comentado anteriormente, estos datos representan en mayor medida lo que ocurre en las empresas grandes del sector. Por tanto, para evitar que las tasas medias, tanto individuales como ajustadas por el sector, puedan venir sesgadas tanto en un sentido como en otro por los datos observados para las pequeñas y medianas empresas, en los paneles A y B de la tabla 3, se presentan por separado los resultados para la muestra total, para las empresas grandes y para las pequeñas y medianas empresas.

Como se puede observar, la separación de las empresas por tamaño es relevante puesto que las tasas de variación medias, tanto individuales como ajustadas por el sector, resultan en su mayoría negativas cuando se considera la muestra total y la submuestra de empresas grandes, mientras que resultan positivas para las pequeñas y medianas empresas. Aunque ninguna de las tasas de variación medias resulta estadísticamente significativa, con excepción de las correspondientes a las empresas grandes de la muestra en el período (-1,+2), los datos sugieren que las reducciones de plantilla son

más importantes en las empresas “opadas” grandes⁸, mientras que en las pequeñas y medianas empresas, en media, el número de empleados crece. No obstante, como los resultados medios pueden estar influidos por observaciones extremas, especialmente los referidos a las empresas pequeñas y medianas dado el reducido tamaño de su muestra (15 empresas), analizamos adicionalmente la evolución del empleo con la mediana de las tasas de variación para los periodos establecidos anteriormente.

Tabla 3

VARIACIÓN EN EL NÚMERO DE EMPLEADOS

Panel A: Tasas de variación en el número de empleados

Período	Total de la muestra		Empresas grandes		Empresas pequeñas y medianas	
	Media	Mediana (%<0)	Media	Mediana (%<0)	Media	Mediana (%<0)
(-1,0)	-0,35%	-2,32% (72% ^{***})	-5,80%	-3,18% (76% ^{***})	14,91%	0,00% (60%)
(-1,+1)	0,13%	-4,48% (68% ^{***})	-5,83%	-5,21% (74% ^{***})	16,81%	0,00% (53%)
(-1,+2)	-6,07%	-11,17% (77% ^{***})	-12,70% [*]	-10,99% (76% ^{***})	12,52%	-11,17% (80% ^{***})
N	57		42		15	

Panel B: Tasas de variación en el número de empleados ajustadas por el sector

Período	Total de la muestra		Empresas grandes		Empresas pequeñas y medianas	
	Media	Mediana (%<0)	Media	Mediana (%<0)	Media	Mediana (%<0)
(-1,0)	0,03%	-2,23% (63% [*])	-5,49%	-2,93% (69% ^{**})	15,50%	0,32% (47%)

⁸ Este resultado coincide con el obtenido por Sánchez y Suárez (2003) al caracterizar las empresas que llevan a cabo reajustes de plantilla en España durante el período 1995-2000.

(-1,+1)	0,52%	-4,27% (68% ^{***})	-5,74%	-5,40% (74% ^{***})	18,06%	-3,27% (53%)
(-1,+2)	-6,25%	-6,89% (70% ^{***})	-13,15% [*]	-7,29% (74% ^{***})	13,07%	-4,91% (60%)
N	57		42		15	

* Significación < 0,1; **Significación < 0,05; ***Significación < 0,01

Utilizando las medianas de las tasas de variación, la significatividad estadística de los resultados obtenidos es mayor. Así, para el total de la muestra y para las empresas grandes, la variación en el número de empleados resulta significativamente menor que cero e inferior a la del sector en todos los períodos analizados. En el caso de las pequeñas y medianas empresas ya no se detectan incrementos en el número de empleados, sino variaciones aproximadamente nulas en los períodos (-1,0) y (-1,+1) y negativas en el período (-1,+2). En este último intervalo temporal, el 80% de las pequeñas y medianas empresas de la muestra han reducido el número de empleados, si bien, la variación con respecto al sector no resulta estadísticamente significativa.

En suma, y considerando los datos relativos a las medianas calculadas, en la muestra utilizada se constata una reducción estadísticamente significativa en el número de empleados de las empresas adquiridas en todos los intervalos temporales analizados, tanto utilizando datos individuales como ajustados por el sector, si bien estos resultados vienen determinados, fundamentalmente, por lo que ocurre en las empresas grandes, siendo sustancialmente diferente el comportamiento del empleo en las pequeñas y medianas empresas de la muestra.

También cabe destacar que tanto en el caso de variaciones individuales como ajustadas por el sector, las reducciones más importantes de plantilla, se producen, con independencia del tamaño de las empresas, en el último año analizado, es decir, entre los años +1 y +2. No es infrecuente que los reajustes de plantilla se efectúen transcurridos dos años desde que la empresa fue objeto de OPA, pues se requiere tiempo para acceder a los cargos de decisión, tener la información sobre la situación real de la empresa y adoptar las medidas respecto al empleo que consideren acordes a sus objetivos. El estudio de Köke (2000) sobre las empresas alemanas muestra también esta característica: dos años después del cambio de control el empleo decrece en las empresas que han sido objeto de un cambio de control, siendo significativo este efecto en las cotizadas, pero no en las que no cotizan.

2. Análisis univariable

En este apartado se presentan los resultados del análisis univariable realizado para contrastar la existencia de diferencias estadísticamente significativas entre las características de las empresas adquiridas en las que se han producido reajustes significativos de plantilla y el resto de las empresas adquiridas, con el fin de obtener alguna evidencia sobre los motivos que se encuentran detrás de dichos reajustes. Las variables sobre las que se han realizado los contrastes son las propuestas como variables independientes de las hipótesis presentadas en el apartado III: la rentabilidad financiera, la productividad, el valor añadido bruto por empleado, el gasto de personal por empleado, el tamaño, el cambio en la cúpula directiva, la horizontalidad de la adquisición y la participación previa del adquirente. Además se ha incluido la rentabilidad sobre activos y el endeudamiento para disponer de un perfil financiero más completo de las empresas de la muestra. En el panel A de la tabla 4 se presentan los resultados obtenidos para las variables de rentabilidad, endeudamiento, productividad y salario medio ajustadas por la media sectorial, lo que permite realizar una comparación más afinada entre las dos submuestras. En el panel B, se presentan los resultados para dichas variables sin ajustar y para el resto de variables independientes. Dado el reducido tamaño muestral y la no normalidad de los datos, se han utilizado contrastes no paramétricos. En concreto, el test de rangos con signos de Wilcoxon para contrastar la existencia de diferencias significativas con respecto al sector y el test de Mann-Whitney para contrastar la existencia de diferencias significativas entre grupos.

En cuanto a la caracterización con respecto al sector de las empresas en las que tras la OPA se han producido recortes significativos de plantilla, los resultados obtenidos indican que su rentabilidad financiera se sitúa por debajo de la del sector. En términos de productividad, aunque el valor añadido bruto generado por u.m. invertida en gastos de personal resulta inferior al del sector, las diferencias no son estadísticamente significativas, de tal forma que no puede decirse que se trate de empresas con una baja productividad dentro de su sector. El valor añadido bruto por empleado tampoco difiere significativamente con respecto al sector, si bien el salario medio resulta significativamente superior, por lo que podría pensarse que los recortes de plantilla vienen a solucionar un problema de distribución de rentas en estas empresas desde los empleados hacia los accionistas que buscan recuperar el nivel de rentabilidad promedio del sector.

Aunque en las empresas adquiridas en las que no se producen reducciones significativas de plantilla, los gastos de personal también son significativamente superiores a los del sector, buena

parte de esta diferencia podría estar cubriéndose con un mayor valor añadido por empleado, lo que explicaría que la rentabilidad financiera de estas empresas no difiera significativamente de la del sector y que, por ello, no se presione sobre su nivel de empleo.

No obstante, debemos considerar esta posible explicación a las reducciones de plantilla observadas con algunas reservas, ya que la situación en términos de productividad y salario medio con respecto al sector no difiere significativamente entre unas empresas y otras.

Tabla 4
RESULTADOS DEL ANÁLISIS UNIVARIABLE

PANEL A: Variables ajustadas por el sector			
	Empresas adquiridas con reajuste posterior de plantilla	Empresas adquiridas sin reajuste posterior de plantilla	
	Mediana (%>0)	Mediana (%>0)	Diferencias
ROAaj	-0,92% (35%)	1,08% (60%)	-1,72 ^a
ROEaj	-1,30% ^{**} (32%)	2,22% (56%)	-2,14 ^b
ENDaj	-6,13 (44%)	-14,14% ^{***} (24%)	-1,66 ^a
Paj	-0,13 (41%)	-0,03 (48%)	-0,97
VABPEaj (miles de euros)	3,84 (65%)	9,62 [*] (64%)	-0,82
GPPEaj (miles de euros)	2,58 ^{**} (68%)	4,99 ^{**} (64%)	-0,87

PANEL B: Variables individuales			
	Mediana	Mediana	Diferencias
ROA	2,21%	3,06%	-1,61 ^a
ROE	5,38%	5,40%	-1,32
END	50,72%	35,6%	-2,01 ^b
P	1,73	2,36	-2,34 ^b

VABPE (miles de euros)	34,17	56,11	-2,33 ^b
GPPE (miles de euros)	23,24	26,88	-1,11
LATN	12,25	11,93	-1,46
CCD	66% (media)	44% (media)	-1,62 ^a
HOR	88% (media)	76% (media)	-1,12
PPREV	30,03%	25,90%	-0,20

*** Indica nivel de significación al 10%, 5% y 1%, respectivamente, en la prueba de rangos con signos de Wilcoxon

a, b, c Indica nivel de significación al 10%, 5% y 1%, respectivamente, en la prueba de Mann-Whitney

Cuando se analizan las variables sin corregir por el sector, surgen nuevas diferencias estadísticamente significativas entre las empresas adquiridas que indican que aquéllas en las que se ha producido una reducción posterior en el empleo presentan una menor productividad y un menor valor añadido bruto por empleado que el resto de las empresas adquiridas. El hecho de que las diferencias en estas variables se pongan de manifiesto únicamente cuando se consideran sin ajustar por el sector, podría deberse a la existencia de ciertos efectos sectoriales en las reducciones significativas de plantilla tras una adquisición, de tal forma que éstas podrían resultar más probables en sectores caracterizados por una baja productividad, siendo, por tanto, ésta una característica imputable al sector, pero no a la empresa⁹.

Sobre las demás variables analizadas cabe destacar que, aunque las empresas adquiridas en las que ha disminuido de forma importante el empleo, se caracterizan, con relación al resto de empresas adquiridas, por tener una mayor tamaño, una mayor incidencia de cambios en la cúpula directiva, ser objeto, en mayor proporción, de adquisiciones horizontales y contar con una mayor participación previa de la empresa adquirente, la única diferencia estadísticamente significativa se encuentra en la variable que mide los cambios detectados en el presidente del Consejo, Consejero Delegado o Director General que han sido significativamente más frecuentes en estas empresas que en aquellas en las que no se han realizado ajustes importantes de plantilla.

⁹ De hecho y aunque estos resultados no aparecen en la tabla, el test de Mann-Whitney pone de manifiesto la existencia de diferencias estadísticamente significativas entre ambos grupos de empresas en términos de productividad sectorial y valor añadido bruto por empleado sectorial.

3. Análisis multivariable sobre los determinantes de las reducciones significativas de plantilla

A través del análisis presentado en este apartado, pretendemos obtener predicciones sobre la probabilidad de que haya reducciones significativas en la plantilla de una empresa que ha sido objeto de OPA dados los valores observados en las variables que miden la rentabilidad y productividad de la empresa, la sinergia potencial entre adquirente y adquirida, el tamaño de la adquirida, el cambio en sus puestos clave de decisión y la participación previa en el capital social que tenía el adquirente. Para ello se emplea el análisis de regresión logística debido a que la variable dependiente, cuya construcción ha sido comentada en el apartado IV, es categórica dicotómica y las independientes son de tipo continuo y categórico dicotómico¹⁰.

En la tabla 5 se muestran los resultados de la estimación de los seis modelos que finalmente se han obtenido al combinar las variables que representan las diferentes hipótesis y que han sido probados sobre una muestra de 57 observaciones, debido a la exclusión de cuatro atípicos. En los modelos 1 a 3 se incluyen las variables utilizadas para contrastar las hipótesis 2 y 3 sobre rentabilidad y productividad, respectivamente, ajustadas por el sector. En los modelos 4 a 6 dichas variables se incluyen sin ajustar por el sector. Dada la alta correlación existente entre las medidas de productividad (valor añadido bruto por u.m. invertida en gastos de personal, valor añadido bruto por empleado y salario medio), éstas se incluyen de forma separada.

Para cada modelo se presentan las estimaciones de los coeficientes de las variables incluidas en el mismo, así como el estadístico de Wald, calculado para cada coeficiente y presentado debajo del mismo.

Tabla 5
RESULTADOS DE LAS ESTIMACIONES DE LOS MODELOS LOGIT

	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4	Modelo5	Modelo6
Constante	-4,43 (2,26)	-5,58 (2,92)*	-5,34 (2,90)*	-4,32 (2,07)	-7,59 (4,62)**	-5,24 (2,71)*
ROEaj	-4,89 (2,69)*	-5,15 (4,59)*	-5,50 (3,58)*			
Paj	-0,179 (0,16)					
VABPEaj		-0,01				

¹⁰ El modelo logit tiene la ventaja de que no requiere los supuestos de normalidad e igualdad de las matrices de varianzas-covarianzas, y de que comete menos errores tipo I que el análisis discriminante. La estimación de los parámetros se realiza por máxima verosimilitud utilizando el paquete estadístico SPSS. Los estimadores máximo verosímiles cumplen asintóticamente las hipótesis de insesgadez, eficiencia y normalidad.

		(1,92)				
GPPEaj			-0,04 (1,78)			
ROE				-7,49 (3,76)**	-8,70 (4,60)**	-8,88 (4,88)**
PE				-0,79 (4,46)**		
VABPE					-0,03 (6,36)**	
GPPE						-0,08 (4,02)**
CCD	1,32 (4,04)**	1,52 (4,59)**	1,42 (4,37)**	1,38 (4,03)**	1,76 (5,38)**	1,50 (4,38)**
PPREV	1,18 (1,37)	1,47 (1,92)	1,42 (1,84)	0,98 (0,92)	1,33 (1,57)	1,39 (1,69)
HOR	0,44 (0,27)	0,41 (0,26)	0,31 (0,15)	-0,17 (0,04)	-0,19 (0,04)	0,39 (0,23)
LATN	0,25 (1,12)	0,34 (1,74)	0,34 (1,80)	0,48 (3,09)*	0,72 (4,91)**	0,522 (3,28)*
N	57	57	57	57	57	57
LR ^(a)	10,01	11,90*	11,80*	16,96***	20,13***	16,99***
McFadden R ² ^(b)	12,81%	15,23%	15,10%	21,70%	25,76%	21,74%

* Significación < 0,1; **Significación < 0,05; ***Significación < 0,01

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

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

La significatividad global de cada modelo viene dada por el test del ratio de verosimilitud (LR), a través del cual se contrasta la hipótesis nula de que todos los coeficientes del modelo excepto la constante son iguales a 0. Este estadístico indica que resultan más significativos aquellos modelos en los que se incluyen las variables no ajustadas por el sector. El mayor poder explicativo corresponde al modelo 5 ya que el valor de la R^2 de McFadden es de un 25,76%, superior al del resto.

Los resultados obtenidos con la regresión logística indican que la probabilidad de que se produzcan recortes de plantilla en la empresa adquirida es mayor cuanto menor es, antes de la OPA, su rentabilidad con respecto al sector. Sin embargo, no se observa que dichas reducciones vengan determinadas porque estas empresas se encuentren en una situación más desfavorable con respecto al sector en términos de productividad o salario medio que otras empresas adquiridas.

Atendiendo a los resultados obtenidos al estimar los modelos 4 a 6, la probabilidad de que se produzcan reducciones significativas de plantilla es mayor en aquellas empresas adquiridas en las que menor es su rentabilidad, productividad, valor añadido bruto por empleado y salario medio en el año previo a la OPA.

Los resultados ponen de manifiesto, por tanto, que si bien en términos de rentabilidad, lo relevante es la situación de la empresa adquirida con respecto al sector, en términos de productividad y salario medio, resulta más determinante la situación de la empresa adquirida no con respecto a su sector, sino con respecto al resto de empresas. Dado que esta posición vendrá determinada en cierta medida por las características del sector al que pertenezca la empresa, cabe pensar que los resultados obtenidos cuando se utilizan las variables no ajustadas por el sector pueden venir motivados, al menos en parte, por diferencias entre los sectores a los que pertenecen las empresas adquiridas con reducciones significativas de plantilla y el resto de empresas adquiridas, tal y como ya ponía de manifiesto el análisis univariable.

Los resultados obtenidos en el modelo 6, en el cual se observa que aquellas empresas adquiridas con un bajo salario medio tienen más probabilidad de experimentar reducciones en el empleo vienen, probablemente, motivados por la alta correlación existente entre el valor añadido bruto por empleado y el salario medio.

Con respecto al resto de las variables significativas, los reemplazos en alguno de los puestos claves de la cúpula directiva tras la OPA también aumentan la probabilidad de reajustes laborales en la empresa objetivo. En cuanto al tamaño de la empresa, el coeficiente de la variable que lo mide presenta un signo positivo, si bien sólo estadísticamente significativo en los modelos 4 a 6, lo que indica que las empresas de mayor tamaño son más propensas a sufrir recortes de plantilla después de una OPA, cuestión que ya habíamos señalado en el apartado anterior y que coincide con lo hallado por McGuckin y Nguyen (1995, 2001).

Los resultados no respaldan en ninguno de los modelos la hipótesis de que la probabilidad de que haya recortes significativos de plantilla en empresas que han sido objeto de una OPA sea mayor cuando la empresa adquirente opera en un sector relacionado con el de la adquirida, al contrario de lo que obtienen O'Shaughnessy y Flanagan (1998). Por lo tanto, en la muestra de empresas en la que se contrasta esta hipótesis, la búsqueda de sinergias productivas no afecta a la probabilidad de que disminuya el empleo en las empresas adquiridas.

La posesión por parte del adquirente de una mayor participación previa en el capital de la sociedad adquirida tampoco permite predecir la probabilidad de reajuste de plantilla en ésta tras la OPA, pues el coeficiente no es significativo.

VI. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha analizado el efecto que las ofertas públicas de adquisición realizadas durante el periodo 1990-2000 tienen sobre el empleo de las empresas adquiridas. Los resultados obtenidos proporcionan un fundamento empírico a la percepción generalizada de que el riesgo de que haya reajustes de plantilla aumenta en las empresas que son objeto de una OPA, ya que tras una adquisición de este tipo se producen notables disminuciones en el empleo de estas empresas con relación a su sector que son significativas en el corto y medio plazo. Esta circunstancia está vinculada esencialmente con el tamaño de la empresa adquirida ya que son las sociedades grandes las que experimentan con más probabilidad estos recortes en tanto que en las sociedades medianas y pequeñas la adquisición no parece haber tenido efectos significativos sobre el empleo.

A la hora de establecer qué factores han podido influir en mayor medida en las disminuciones en el tamaño de la plantilla, de los resultados se desprende que los reajustes son más probables en aquellas empresas adquiridas que tenían una menor productividad por empleado y una menor rentabilidad financiera relativa antes de la OPA. No obstante, la comparación entre los resultados obtenidos cuando se utilizan variables ajustadas por el sector y variables no ajustadas plantea la posibilidad de que las diferencias que en términos de productividad se observan entre las empresas adquiridas con reducciones significativas de plantilla y el resto estén motivadas, en parte, por las propias características de los sectores a los que pertenecen estas empresas.

Asimismo la probabilidad de reducciones en el empleo aumenta cuando cambia alguno de los cargos de la cúpula directiva. Todo ello apunta a que el efecto disciplinario del mercado de control de empresas podría haber repercutido de forma directa en el empleo de la empresa objetivo. De todas formas, esta apreciación no nos permite extraer como conclusión que los despidos vayan a propiciar necesariamente una mejora en la rentabilidad de la empresa adquirida a medio plazo, ya que, entre otros motivos, esa mejora dependerá fundamentalmente de que la gestión posterior a la adquisición consiga alcanzar con éxito ese objetivo. Así, Alcalde y Espitia (2002), al analizar la evolución de la rentabilidad relativa de las empresas adquiridas mediante OPA en el intervalo (-3,

+3), no encuentran como variable explicativa de su variabilidad el que haya habido reducciones de plantilla en dichas empresas.

En ocasiones es la proximidad de las actividades productivas que realizan las empresas lo que desencadena la OPA buscando alcanzar sinergias (economías de escala, alcance...), y ello puede conllevar que se produzca posteriormente un exceso en la dotación de personal respecto a las actividades que hay que realizar. Hemos contrastado si efectivamente la horizontalidad de la OPA es un factor que incrementa la probabilidad de que en la empresa adquirida luego disminuya el empleo, pero los resultados no respaldan esta hipótesis, al contrario de lo obtenido en la economía estadounidense por O' Shaughnessy y Flanagan (1998).

Por último, es conveniente señalar que aunque en la mayor parte de los casos los reajustes de plantilla en la empresa adquirida impliquen despidos, no siempre va a ser éste su significado ya que en ocasiones las disminuciones en el empleo pueden estar ligadas a otras reestructuraciones en la empresa (como, por ejemplo, escisiones tras la OPA), cuestión que sería conveniente analizar en futuros trabajos.

BIBLIOGRAFÍA

- ALCALDE, N y ESPITIA, M. (2002): “Análisis ex post de la influencia de las OPAs en el performance de las empresas adquiridas”, *Moneda y Crédito*, 215, pág.11-43
- BHAGAT, SHLEIFER y VISHNY (1990): “Hostile Takeovers in the 80s: The Return to Corporate Specialization”. *Brookings Papers: Microeconomics*, pág. 1-85.
- BOARDMAN, A.E., LAURIN, C y VINING, A.R. (2003): “Privatization in North America”, en D. Parker y D. Saal (Eds.) *International Handbook on Privatization*, Cheltenham: Edward Elgar.
- BOUBAKRI, N. y COSSET, J.C. (1998): “The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms: Evidence from Developing Countries”, *Journal of Finance*, vol. 53, págs. 1081-1110.
- BROWN, C. y MEDOFF, L. (1988): “The Impact of Firm Acquisitions on Labor”, en A. J. Auerbach (Ed.) *Corporate takeovers: Causes and consequences*. Chicago: University of Chicago Press, págs. 9-33.
- CHEN, P., MEHROTRA, V. SIVAKUMAR, R. y YU, W. (2001): “Layoffs, Shareholders’ wealth, and Corporate Performance”, *Journal of Empirical Finance*, 8, págs. 171-199.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (de 1990 a 1997): Informe Anual. Madrid: CNMV.
- CONYON, M.J., SOURAFEL, G., THOMPSON, S. y WRIGHT, P.W. (2001): “Do Hostile Mergers Destroy Jobs?”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 45, pág. 427-440.
- D’SOUZA, J. y MEGGINSON, W.L. (1999): “The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in the 1990’s”, *Journal of Finance*, vol. 54, págs. 1397-1438.
- DENIS, D.K. (1994): “Evidence of the Effects of Hostile and Friendly Tender Offers on Employment”. *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, págs. 341-357.
- FILBECK, G y WEBB, S.E. (2001): “Information Asymmetries, Managerial Ownership, and the Impact of Layoff Announcements on Shareholder Wealth”. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Spring, nº40, vol.2, págs. 31-47.
- FRANKS, J. y MAYER, C. (1996): “Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure”. *Journal of Financial Economics*, nº 40, págs. 163-181.
- GALAL, A., JONES, L., TANDON, P. y VOGELSANG, I. (1992): *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises*, Washington: World Bank.

- HAMBRICK, D.C. y CANNELLA, J. (1993): "Relative Standing: A Framework for Understanding Departures of Acquired Executives". *Academy of Management Journal*, 36, pág.733-762.
- HEALY, P., PALEPU, K. y RUBACK, R. (1992): "Does Corporate Performance Improve after Merger?" *Journal of Financial Economics*, 31, pág. 135-175.
- JENSEN, M.C. (1988): "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, winter, págs. 21-48.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, October, págs. 305-360.
- KAPLAN, S. (1989): "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value". *Journal of Financial Economics*, 24, pág. 217-254.
- KENNEDY, V.A. y LIMMACK, R. J. (1996): "Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control". *Journal of Business, Finance and Accounting*, 23 (2), pág. 267-285.
- KÖKE, J. (2000): *Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, causes and Consequences*, Mannheim: ZEW Discussion Paper n° 00-67.
- LICHTENBERG, F.R. y SIEGEL, D. (1992): "Takeovers and Corporate Overhead", en F.R. Siegel (Ed.) *Corporate Takeovers and Productivity*, Cambridge (Mass.): The MIT Press, págs. 45-67.
- LUBATKIN, M. (1983): "Mergers and the Performance of the Acquiring Firm". *Academy of Management Journal*, 8, pág. 218-225.
- MANNE, H.G. (1965): "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 73, n° 2, April, págs. 110-120.
- MARTIN y MCCONNELL (1991): "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover". *The Journal of Finance*, 46(2), pág. 671-687.
- McGUCKIN, R.H. y NGUYEN, S.V. (2001): "The Impact of Ownership Changes: a View from Labor Markets". *International Journal of Industrial Organization*, n° 19, págs. 739-762.
- MEGGINSON, W.L., NASH, R.C. y van RANDERBORGH, M. (1994): "The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms: An International Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol. 49, págs. 403-452.
- O'SHAUGHNESSY, K.C. y FLANAGAN, D.J. (1998): "Determinants of Layoff Announcements Following M&As: An Empirical Investigation", *Strategic Management Journal*, vol. 19, págs. 989-999.

- OMRAN, M. (2001): "The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Empirical Evidence from Egypt", Working Paper, Alexandria: Arab Academy for Science and Technology.
- PORTER, M. (1980): *Competitive Strategy*. New York: The Free Press.
- SALTER, M. Y WEINHOLD, W. (1979): *Diversification through Acquisitions*. New York: The Free Press.
- SANCHEZ, M.J. y SUAREZ, I. (2003): El fenómeno de downsizing en la economía española: Un análisis de los motivos y modalidades utilizadas. Comunicación presentada en el XIII Congreso Nacional de Acede, celebrado en septiembre del 2003 en Salamanca.
- SHLEIFER A. y SUMMERS, L.H. (1988): "Breach of Trust in Hostile Takeovers". en A. J. Auerbach (Ed.) *Corporate takeovers: Causes and consequences*. Chicago: University of Chicago Press, págs. 33-69.
- SHLEIFER A. y VISHNY, R. (1988): "Value Maximisation and the Acquisition Process". *Journal of Economic Perspectives*, 2, pág. 7-20.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1986): "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 3, págs. 461-488.
- SINGH, H. y MONTGOMERY, C. (1987): "Corporate Acquisitions Strategies and Economic Performance". *Strategic Management Journal*, 8, pág. 377-386.
- WALSH, J.P. y ELLWOOD, J.W. (1991): "Mergers, Acquisitions and the Pruning of Managerial Deadwood". *Strategic Management Journal*, 12, pág. 201-217.
- WILLIAMSON, O. (1975): *Markets and Hierarchies: analysis and antitrust implications*. Nueva York: Free Press.

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Últimos números publicados

- 159/2000 Participación privada en la construcción y explotación de carreteras de peaje
Ginés de Rus, Manuel Romero y Lourdes Trujillo
- 160/2000 Errores y posibles soluciones en la aplicación del *Value at Risk*
Mariano González Sánchez
- 161/2000 Tax neutrality on saving assets. The spanish case before and after the tax reform
Cristina Ruza y de Paz-Curbera
- 162/2000 Private rates of return to human capital in Spain: new evidence
F. Barceinas, J. Oliver-Alonso, J.L. Raymond y J.L. Roig-Sabaté
- 163/2000 El control interno del riesgo. Una propuesta de sistema de límites
riesgo neutral
Mariano González Sánchez
- 164/2001 La evolución de las políticas de gasto de las Administraciones Públicas en los años 90
Alfonso Utrilla de la Hoz y Carmen Pérez Esparrells
- 165/2001 Bank cost efficiency and output specification
Emili Tortosa-Ausina
- 166/2001 Recent trends in Spanish income distribution: A robust picture of falling income inequality
Josep Oliver-Alonso, Xavier Ramos y José Luis Raymond-Bara
- 167/2001 Efectos redistributivos y sobre el bienestar social del tratamiento de las cargas familiares en
el nuevo IRPF
Nuria Badenes Plá, Julio López Laborda, Jorge Onrubia Fernández
- 168/2001 The Effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and Medium Firms in some Euro-
pean Countries
Mónica Melle-Hernández
- 169/2001 La política de cohesión de la UE ampliada: la perspectiva de España
Ismael Sanz Labrador
- 170/2002 Riesgo de liquidez de Mercado
Mariano González Sánchez
- 171/2002 Los costes de administración para el afiliado en los sistemas de pensiones basados en cuentas
de capitalización individual: medida y comparación internacional.
José Enrique Devesa Carpio, Rosa Rodríguez Barrera, Carlos Vidal Meliá
- 172/2002 La encuesta continua de presupuestos familiares (1985-1996): descripción, representatividad
y propuestas de metodología para la explotación de la información de los ingresos y el gasto.
Llorenç Pou, Joaquín Alegre
- 173/2002 Modelos paramétricos y no paramétricos en problemas de concesión de tarjetas de crédito.
Rosa Puertas, María Bonilla, Ignacio Olmeda

- 174/2002 Mercado único, comercio intra-industrial y costes de ajuste en las manufacturas españolas.
José Vicente Blanes Cristóbal
- 175/2003 La Administración tributaria en España. Un análisis de la gestión a través de los ingresos y de los gastos.
Juan de Dios Jiménez Aguilera, Pedro Enrique Barrilao González
- 176/2003 The Falling Share of Cash Payments in Spain.
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
Publicado en "Moneda y Crédito" nº 217, pags. 167-189.
- 177/2003 Effects of ATMs and Electronic Payments on Banking Costs: The Spanish Case.
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
- 178/2003 Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union.
Joaquín Maudos y Juan Fernández Guevara
- 179/2003 Los planes de stock options para directivos y consejeros y su valoración por el mercado de valores en España.
Mónica Melle Hernández
- 180/2003 Ownership and Performance in Europe and US Banking – A comparison of Commercial, Co-operative & Savings Banks.
Yener Altunbas, Santiago Carbó y Phil Molyneux
- 181/2003 The Euro effect on the integration of the European stock markets.
Mónica Melle Hernández
- 182/2004 In search of complementarity in the innovation strategy: international R&D and external knowledge acquisition.
Bruno Cassiman, Reinhilde Veugelers
- 183/2004 Fijación de precios en el sector público: una aplicación para el servicio municipal de suministro de agua.
M^a Ángeles García Valiñas
- 184/2004 Estimación de la economía sumergida en España: un modelo estructural de variables latentes.
Ángel Alañón Pardo, Miguel Gómez de Antonio
- 185/2004 Causas políticas y consecuencias sociales de la corrupción.
Joan Oriol Prats Cabrera
- 186/2004 Loan bankers' decisions and sensitivity to the audit report using the belief revision model.
Andrés Guiral Contreras and José A. Gonzalo Angulo
- 187/2004 El modelo de Black, Derman y Toy en la práctica. Aplicación al mercado español.
Marta Tolentino García-Abadillo y Antonio Díaz Pérez
- 188/2004 Does market competition make banks perform well?.
Mónica Melle
- 189/2004 Efficiency differences among banks: external, technical, internal, and managerial
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso

- 190/2004 Una aproximación al análisis de los costes de la esquizofrenia en España: los modelos jerárquicos bayesianos
F. J. Vázquez-Polo, M. A. Negrín, J. M. Cavasés, E. Sánchez y grupo RIRAG
- 191/2004 Environmental proactivity and business performance: an empirical analysis
Javier González-Benito y Óscar González-Benito
- 192/2004 Economic risk to beneficiaries in notional defined contribution accounts (NDCs)
Carlos Vidal-Meliá, Inmaculada Domínguez-Fabian y José Enrique Devesa-Carpio
- 193/2004 Sources of efficiency gains in port reform: non parametric malmquist decomposition tfp index for Mexico
Antonio Estache, Beatriz Tovar de la Fé y Lourdes Trujillo
- 194/2004 Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles
Alfredo Ciriaco Fernández y Rafael Santamaría Aquilué
- 195/2005 El modelo de revisión de creencias como aproximación psicológica a la formación del juicio del auditor sobre la gestión continuada
Andrés Guiral Contreras y Francisco Esteso Sánchez
- 196/2005 La nueva financiación sanitaria en España: descentralización y prospectiva
David Cantarero Prieto
- 197/2005 A cointegration analysis of the Long-Run supply response of Spanish agriculture to the common agricultural policy
José A. Mendez, Ricardo Mora y Carlos San Juan
- 198/2005 ¿Refleja la estructura temporal de los tipos de interés del mercado español preferencia por la liquidez?
Magdalena Massot Perelló y Juan M. Nave
- 199/2005 Análisis de impacto de los Fondos Estructurales Europeos recibidos por una economía regional: Un enfoque a través de Matrices de Contabilidad Social
M. Carmen Lima y M. Alejandro Cardenete
- 200/2005 Does the development of non-cash payments affect monetary policy transmission?
M. Carmen Lima y M. Alejandro Cardenete
- 201/2005 Firm and time varying technical and allocative efficiency: an application for port cargo handling firms
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar de la Fe y Lourdes Trujillo
- 202/2005 Contractual complexity in strategic alliances
Jeffrey J. Reuer y Africa Ariño
- 203/2005 Factores determinantes de la evolución del empleo en las empresas adquiridas por opa
Nuria Alcalde Fradejas y Inés Pérez-Soba Aguilar