

LA ADOPCION DE ACUERDOS ESTATUTARIOS ANTIADQUISICION. EVIDENCIA EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL*

Ana Isabel Fernández

Silvia Gómez Ansón

Universidad de Oviedo

Esta nota analiza la reacción del mercado ante la adopción de acuerdos estatutarios que dificultan la transferencia del control empresarial. Los resultados sugieren que la aprobación de los acuerdos antiadquisición conlleva una reacción negativa del mercado y apoyan la hipótesis del atrincheramiento del gestor frente a la de los intereses de los accionistas.

1. Introducción

Los acuerdos antiadquisición constituyen un conjunto de reformas estatutarias¹ que limitan la transferencia del control gerencial en la empresa, limitaciones que cuentan con el consentimiento de los accionistas actuales. Los repelentes antitiburones, como coloquialmente son conocidas estas reformas, incrementan el poder de negociación de los gestores ante una posible adquisición hostil. Ahora bien, éstos pueden utilizar dicho poder, bien en el interés de los accionistas de la empresa, bien en el suyo propio. Estos dos posibles usos alternativos constituyen las bases de dos hipótesis de trabajo, correspondientes a casos extremos en que dominan una u otra motivación. Tales hipótesis se denominan, respectivamente, la hipótesis de los intereses de los accionistas y la hipótesis del atrincheramiento del gestor.

La hipótesis de los intereses de los accionistas establece que los acuerdos antiadquisición producirían un efecto neto beneficioso para los accionistas de la empresa como consecuencia de una mayor asignación, a su favor, de las futuras ganancias originadas en las operaciones adquisitivas (Grossman y Hart, 1980; Jarrell y Bradley, 1980; DeAngelo y Rice, 1983). La hipótesis del atrincheramiento del gestor (Williamson, 1975) se basa en que tales

* Agradecemos los comentarios realizados por los participantes en las II Jornadas de Economía Financiera, Bilbao 1995, así como los de dos evaluadores anónimos y el editor de la revista.

¹ Estas modificaciones pueden adoptar la forma de acuerdos de precio justo, supermayoría, limitaciones en los derechos de los accionistas y en sus derechos de voto y autorizaciones al Consejo de Administración para ampliar capital, para emitir títulos de renta fija ya sean convertibles o no, así como para emitir acciones preferentes.

acuerdos conducirían a una pérdida neta para los accionistas, contribuyendo sólo a incrementar la protección laboral y prerrogativas de los gestores.

Ante una oferta pública de adquisición de acciones, si la propiedad empresarial está diluida, se produce el denominado problema del polizón (Grossman y Hart, 1980). Todos los pequeños propietarios de la empresa objetivo de adquisición pensarán que su decisión de acudir, o no, a la oferta no tendrá consecuencias sobre el resultado de la misma, por lo que si tienen expectativas de futuras ganancias derivadas de la nueva gestión que se implantará en la empresa tras la opa, sólo estarán dispuestos a vender sus acciones a un precio superior al valor esperado futuro. Dado que los futuros compradores no cubren los costes de la operación, no se realizarían opas salvo que el posible adquirente pudiese apropiarse de parte de los beneficios de la adquisición o la respuesta de los accionistas de la empresa objetivo se realice de forma colectiva.

Los acuerdos antiadquisición facilitan la cooperación del accionariado diluido y permiten ofrecer una respuesta unificada ante la oferta de adquisición, obviando el problema del polizón. Se posibilita, así, a los accionistas la obtención de la mejor oferta posible y una mayor parte de las ganancias derivadas de la adquisición (Jensen y Ruback, 1983).

La hipótesis del atrincheramiento del gestor sugiere la existencia de problemas de agencia existentes entre accionistas y gestores en la empresa (Jensen y Meckling, 1976), como consecuencia del miedo de los gestores a un posible despido realizado a través del voto accionarial (Manne, 1965) y, más específicamente, a través de una operación adquisitiva². La presentación de estas reformas estatutarias a la aprobación de los accionistas en su Junta General supondría un intento gerencial de proteger sus puestos de trabajo.

Las diferencias existentes entre las dos hipótesis expuestas implican efectos netos contrarios sobre la riqueza de los accionistas derivados de la adopción de los acuerdos antiadquisición. De ser cierta la hipótesis de los intereses de los accionistas, el mercado reaccionaría positivamente a la adopción de los acuerdos, mientras que bajo la hipótesis del atrincheramiento del gestor debería reaccionar negativamente. Ahora bien, la evidencia empírica relativa a los efectos riqueza asociados a la adopción de estas reformas estatutarias defensivas, parece que no proporciona, a primera vista, unos resultados concluyentes³, pues se observan reacciones estadísticamente significativas en el precio de las acciones de las empresas tanto negativas (Dann y DeAngelo, 1983) como positivas (Linn y McConnell, 1983), así como reacciones no significativas (DeAngelo y Rice, 1983; Jarrell y Poulsen, 1987). Sin embargo, los estudios que controlan la incidencia de otros acontecimientos y analizan separadamente el efecto de los acuerdos antiadquisición atendiendo a su

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

³ Ver Jensen y Ruback (1983) y Jarrell, Brickley y Netter (1988) para una revisión de la literatura al respecto.

tipología, parecen conducir a resultados más claros. La adopción de acuerdos de precio-justo conlleva una reacción positiva y significativa del precio de las acciones (Jarrell y Poulsen, 1987), mientras que las medidas defensivas no pertenecientes a este grupo originan reacciones negativas y significativas (Jarrell y Poulsen, 1987; Malatesta y Walkling, 1988; Ryngaert, 1988)⁴. Asimismo, Pound (1988) aporta evidencia empírica del efecto disuasorio de las llamadas píldoras venenosas sobre las adquisiciones, sin detectar unas mayores rentabilidades para los accionistas de las empresas que son efectivamente adquiridas, lo que refuerza, por tanto, la hipótesis del atrincheramiento para este tipo de medidas defensivas.

En este contexto, el objetivo de este estudio es contrastar en el mercado español las dos hipótesis propuestas. Para ello hemos analizado la reacción del precio de las acciones para una muestra de empresas, admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid, que adoptaron reformas estatutarias antiadquisición entre el 1 de enero de 1988 y el 1 de mayo de 1994. La muestra incluye acuerdos supermayoría, de precio justo, autorizaciones al Consejo de Administración para ampliar capital, así como para emitir títulos de renta fija, convertibles o no, y acciones preferentes, y reformas que limitan, tanto el acceso al Consejo de la empresa como los derechos de los accionistas en general y, más específicamente, los de voto.

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

El resto del trabajo se estructura del siguiente modo: la Sección 2 describe la base de datos y la metodología utilizada y la Sección 3 recoge los resultados empíricos.

2. Base de datos y metodología

La base de datos está formada por una muestra de empresas españolas admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid que adoptaron reformas estatutarias defensivas entre el 1 de Enero de 1988 y el 1 de Mayo de 1994. Para identificar las empresas que forman la población muestral se utilizaron los anuncios y posteriores referencias de acuerdos estatutarios defensivos publicados en el diario económico *Expansión*. Sobre esta muestra se solicitó a los diferentes Registros Mercantiles información sobre las reformas estatuta-

⁴ El estudio de Jarrell y Poulsen (1987) incluye reformas estatutarias de tipo supermayoría, de consejo escalonado y autorizaciones al Consejo para emitir acciones preferentes. Los trabajos de Malatesta y Walkling (1988) y Ryngaert (1988) se refieren al efecto de las píldoras venenosas.

rias aprobadas y la fecha de dicha aprobación. De esta forma se identificaron un total de 26 anuncios de aprobación de acuerdos antiadquisición y 3 casos de anulación de tales acuerdos. Es de destacar en este sentido que no se encontró ningún caso en el que no se aprobase por la Junta General de Accionistas la propuesta de modificación estatutaria.

Los diferentes acuerdos adoptados por las empresas que se incluyen inicialmente en la muestra se han dividido en los siguientes tipos:

- Autorizaciones al Consejo: Estas autorizaciones incluyen posibles ampliaciones de capital, emisión de títulos de renta fija, convertibles o no, así como la posible emisión de acciones preferentes, concediendo así al Consejo de Administración de la empresa un mayor poder para realizar acciones que diluyan el capital de la empresa o incrementen su apalancamiento financiero, haciéndola menos atractiva.
- La limitación en los derechos de voto de los accionistas: Consiste en el establecimiento de un porcentaje máximo de votos por accionista o grupo accionarial. El límite más usual es del 10%.
- Los acuerdos supermayoría: Acuerdos que exigen la ratificación de una operación de fusión por un porcentaje mínimo de los votos representados en la Junta General superior al establecido por la Ley de Sociedades Anónimas (L.S.A.) (50%).
- Limitaciones al acceso al Consejo de Administración: Incluyen una serie de cláusulas que limitan el acceso al puesto de consejero o presidente del Consejo de Administración de la empresa, siendo la más usual el establecimiento de una antigüedad mínima como accionista o consejero, así como la reducción del número de consejeros, que obliga a poseer una mayor participación accionarial para acceder a este puesto.
- Limitaciones en los derechos de los accionistas: Incluye cláusulas estatutarias que limitan los derechos de los accionistas, ya sea para convocar una Junta General Extraordinaria, o imponiendo un quórum mayor al exigido por la L.S.A. para la celebración de Juntas Generales de Accionistas que tengan por objeto aprobar una operación adquisitiva.
- Acuerdo de precio justo: Consiste en la obligatoriedad de lanzar una opa por la totalidad de las acciones de la empresa si se desea adquirir ésta, así como el establecimiento de un precio mínimo.

El Apéndice contiene la descripción de las medidas defensivas asociadas a los acuerdos de la muestra. Los acuerdos adoptados incluyen, como se puede observar, autorizaciones al Consejo para emitir títulos (14 casos), medidas que limitan los derechos de voto de los accionistas (13 casos), limitaciones al acceso al Consejo de Administración o Presidencia de la empresa (13 casos), acuerdos supermayoría (10 casos) limitaciones en los derechos de los accionistas (7 casos), así como un acuerdo de precio justo.

La población inicial de anuncios anteriormente descrita fue depurada eliminando los anuncios de adopción de acuerdos antiadquisición para los que, bien durante el período de estimación, bien durante el período de cálculo de la reacción del precio de las acciones, se detectaron otros anuncios que podían conllevar información simultánea de otros efectos (4 casos). Al adoptar este criterio, la población muestral inicial de anuncios de reformas estatutarias defensivas se redujo a 22.

Las rentabilidades anormales observadas para las acciones de las empresas que componen la muestra en torno a los días de aprobación de los acuerdos antiadquisición⁵ se midieron según el modelo de mercado⁶, mediante la diferencia entre la rentabilidad observada y la rentabilidad esperada de los títulos de la empresa j en un día t :

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - (\tilde{\alpha}_j - \tilde{\beta}_j RM_t)$$

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

Para estimar estos parámetros se utilizó un intervalo de 120 días, comenzando 140 días antes de la aprobación del acuerdo (día cero)⁷. Una vez estimadas las rentabilidades anormales diarias para cada empresa j , se calculó la rentabilidad anormal media para el conjunto de la muestra en el día t :

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{j,t}$$

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

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

$$\overline{CAR}_{(a, b)} = \sum_{t=a}^b \overline{AR}_t$$

⁵ El estudio se replicó utilizando, cuando fue posible, como día cero del día del anuncio en *Expansión*. Los resultados obtenidos corroboraban asimismo la hipótesis del atrincheramiento del gestor.

⁶ No se ha tenido en cuenta el efecto de la contratación infrecuente para el cálculo de las rentabilidades anormales, ya que Brown y Warner (1985) demuestran que ésta no provoca problemas de especificación en el estudio de acontecimientos.

⁷ Para recoger el posible efecto de la información enviada a los accionistas antes de la celebración de la Junta (como mínimo 15 días según la L.S.A.) se eligió, en principio un período amplio de cálculo de las rentabilidades anormales observadas.

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

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

Para transformar la distribución de los excesos de rentabilidades observadas en una distribución uniforme se asigna a cada AR_{jt} un rango K_{jt} , es decir un número entero que indica la posición que ocupa la rentabilidad anormal del anuncio j en el día t en la ordenación, de menor a mayor, de las rentabilidades en exceso observadas, para cada anuncio j , a lo largo de los 146 días correspondientes al período de estimación de los parámetros del modelo de mercado y a la ventana del suceso ($t = -140, \dots, +5$), tal que:

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

siendo $1 \leq K_{jt} \leq 146$.

Una vez que se ha asignado un rango K_{jt} a cada una de las rentabilidades anormales, se sustituye por la diferencia K'_{jt} entre K_{jt} y el rango medio \bar{K} , es decir:

$$K'_{jt} = (K_{jt} - \bar{K})$$

siendo $\bar{K} = (T + 1)/2$, donde $T = 146$.

La variable sobre la que efectuar el contraste es el rango transformado promedio correspondiente al día t :

$$K'_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N K'_{jt}$$

Y el estadístico Z , que sigue una distribución t -Student, para comprobar la hipótesis nula en un día determinado, se define como:

$$Z = \left\{ \frac{K'_t}{S(K')} \right\}$$

siendo $S(K')$ la desviación estándar de K'_t , definida como:

$$S(K') = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=-140}^5 (K'_t)^2}$$

3. Resultados empíricos

El Gráfico 1 muestra las rentabilidades anormales medias diarias en la ventana considerada, de $(-20, +5)$ alrededor del día de la aprobación del acuerdo. Las rentabilidades anormales acumuladas que se observan en el intervalo temporal $(-20, +5)$ ascienden a $-0,979\%$ y son estadísticamente significativas al nivel del 95% ($Z = -2,38$). Dentro del intervalo considerado, las rentabilidades en exceso acumuladas son únicamente significativas en el intervalo temporal del día de aprobación y posterior a la misma, pero no en el que precede. Así, en el intervalo $(0, +5)$ la reacción negativa del mercado, significativa al 95% ($Z = -2,43$), es de $-2,31\%$, lo que indica que la aprobación efectiva de estas medidas es, en media, valorada negativamente por el mercado⁸, mientras que en el intervalo $(-20, -1)$ los rendimientos anormales acumulados son positivos ($1,31\%$) pero no significativos. Así, pues, las rentabilidades anormales acumuladas negativas observadas cuando se aprueban los acuerdos superan a

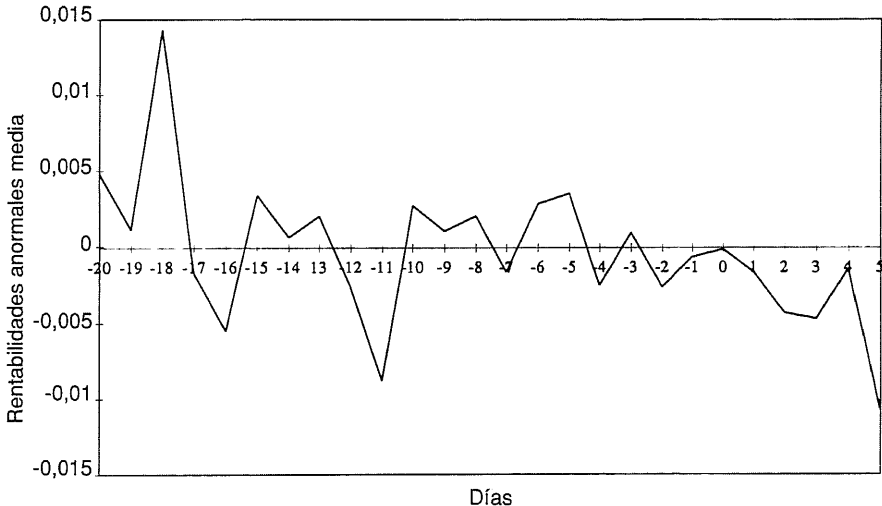


GRÁFICO 1
Rentabilidades anormales medias diarias

⁸ Dado que en el día +5 se observan rentabilidades anormales negativas se amplió la ventana del suceso hasta el día +10, pero a partir del día +6 dichas rentabilidades no son significativas, por lo que la ampliación de la ventana no añadía significación al estudio.

las positivas del período pre-adopción. El que el mercado reaccione negativamente justo después de que se aprueben las medidas y no previamente, cuando ya se había anunciado a los accionistas la intención de adoptarlas, podría explicarse bien por la incertidumbre que existiría sobre su final aprobación (que desaparecería tras la aprobación efectiva del acuerdo), bien por el desconocimiento efectivo de las medidas hasta después de aprobadas.

La evidencia empírica observada apoya, pues, la hipótesis del atrincheramiento del gestor y se traduce en una reacción negativa en el precio de las acciones cuando los acuerdos estatutarios defensivos son ratificados en la Junta General de Accionistas. Los resultados obtenidos pueden interpretarse como el reflejo de la existencia de costes de agencia asociados a la adopción de acuerdos estatutarios defensivos para la muestra considerada. Sin embargo, entendemos que para profundizar en el conocimiento del comportamiento gerencial y accionarial predominante en nuestro país en relación a los acuerdos antiadquisición sería necesario analizar la relación entre la existencia de estas medidas defensivas en una empresa y su probabilidad de convertirse en empresa objetivo (Pound, 1988), la relación entre la participación accionarial de los insiders y los inversores institucionales, o entre las características de las empresas y la adopción de este tipo de acuerdos (Brickley, Lease y Smith, 1988; Ambrose y Megginson, 1992; Downen *et. al.*, 1994).

Apéndice

Relación de modificaciones estatutarias aprobadas por las distintas empresas

Empresas	Fecha aprobación	Tipos acuerdos	CAR (0, +5)
Banco Central	22/01/88	Autorizaciones al Consejo	-0,10489
Banesto	8/01/88	Autorizaciones al Consejo Limitación derechos accionistas Acuerdos supermayoría	-0,06598
Banco Hispano Americano	12/03/88	Acuerdos supermayoría	-0,04442
Iberduero	21/05/88	Autorizaciones al Consejo	-0,01717
Bankinter	23/06/88	Autorizaciones al Consejo	-0,01075
Banco Popular	30/01/89	Acuerdos supermayoría Autorizaciones al Consejo	-0,02542
Sevillana	11/03/89	Limitación derechos de voto Limitación derechos accionistas Limitación acceso al Consejo	0,00710
Hidrocantábrico	27/05/89	Autorizaciones al Consejo Limitación acceso al Consejo	-0,06754
Iberduero	10/06/89	Autorizaciones al Consejo	-0,00531
Banesto	17/06/89	Limitación derechos de voto Limitación derechos accionistas Limitación acceso al Consejo	n.i.m.f.
Banco Zaragozano	17/03/90	Autorizaciones al Consejo	0,00814
BHA	9/03/90	Limitación derechos de voto Acuerdos supermayoría	-0,02980

Apéndice (continuación)

Relación de modificaciones estatutarias aprobadas por las distintas empresas

Empresas	Fecha aprobación	Tipos acuerdos	CAR (0, +5)
BBV	17/03/90	Limitación derechos de voto Acuerdos supermayoría Limitación acceso al Consejo	-0,24098
Banco Santander	5/01/90	Autorizaciones al Consejo	-0,05606
BCH	23/06/90	Autorizaciones al Consejo	n.i.m.f.
Banco Herrero	23/06/90	Limitación acceso al Consejo Limitación derechos de voto Autorizaciones al Consejo	0,05334
Valenciana	29/06/90	Limitación derechos de voto	0,08967
Hidroeléctrica	16/06/90	Acuerdos supermayoría Limitación derechos accionistas Autorizaciones al Consejo Limitación acceso al Consejo	0,04502
Hidroeléctrica	24/06/91	Autorizaciones al Consejo Limitación derechos de voto Limitación acceso al Consejo	-0,01184
Guipuzcoano	29/02/92	Limitación derechos de voto Acuerdo precio justo Limitación derechos accionistas Acuerdos supermayoría Limitación acceso al Consejo	n.i.m.f.
Hidroeléctrica	30/05/92	Autorizaciones al Consejo	0,04862
Finanzauto	25/04/92	Limitación acceso al Consejo Limitación derechos de voto	n.i.m.f.
Bankinter	24/06/92	Limitación derechos de voto Limitación derechos accionistas Limitación acceso al Consejo Acuerdos supermayoría	-0,03910
BBV	27/02/93	Limitación acceso al Consejo	-0,01749
BCH	25/04/93	Acuerdos supermayoría Limitación derechos de voto	-0,02681
Unipapel	22/05/93	Limitación derechos de voto Limitación acceso al Consejo Acuerdos supermayoría	0,00367

n.i.m.f.: no incluido en muestra final.

Referencias

- Ambrose, B. W. y Megginson, W. L. (1992): «The role of asset structure, ownership structure and takeover defenses in determining acquisition likelihood», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, pp. 575-589.
- Brickley, J. A.; Lease, R. C. y Smith Jr, C. W. (1988): «Ownership structure and voting of antitakeover amendments», *Journal of Financial Economics* 20, pp. 267-291.
- Brown, S. J. y Warner, J. B. (1985): «Using daily stock returns: The case of event studies», *Journal of Financial Economics* 14, pp. 3-31.

- Corrado, C. J. (1989): «A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies», *Journal of Financial Economics* 23, pp. 385-395.
- Dann, L. y DeAngelo, H. (1983): «Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics* 11, pp. 157-186.
- DeAngelo, H. y Rice, E. M. (1983): «Antitakeover charter amendments and stockholder wealth», *Journal of Financial Economics* 11, pp. 329-359.
- Downen, R. J.; Johnson, J. M. y Jensen, G. R. (1994): «Poison pills and corporate governance», *Applied Financial Economics* 4, pp. 305-313.
- Grossman, S. J. y Hart, O. D. (1980): «Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation», *Bell Journal of Economics* 11, pp. 42-64.
- Jarrell, G. y Bradley, M. (1980): «The economic effects of Federal and State regulations of cash tender offers», *Journal of Law and Economics*, pp. 371-407.
- Jarrell, G.; Brickley, J. A. y Netter, J. M. (1988): «The market for corporate control: The empirical evidence since 1980», *Journal of Economic Perspectives* 2, pp. 49-68.
- Jarrell, G. A. y Poulsen, A. B. (1987): «Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980», *Journal of Financial Economics* 19, pp. 127-168.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976): «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.
- Jensen, M. C. y Ruback, R. S. (1983): «The market for corporate control: The scientific evidence», *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.
- Linn, S. C. y McConnell, J. J. (1983): «An empirical investigation of the impact of antitakeover amendments on common stock prices», *Journal of Financial Economics* 11, pp. 361-399.
- Malatesta, P. H. y Walking, R. A. (1988): «Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 20, pp. 347-376.
- Manne, H. G. (1965): «Mergers and the market for corporate control», *Journal of Political Economy*, pp. 110-120.
- Martin, K. J. y McConnell, J. J. (1991): «Corporate performance, corporate takeovers and management turnover», *Journal of Finance* 26, pp. 671-687.
- Pound, J. (1987): «The effects of antitakeover amendments on takeover activity: Some direct evidence», *Journal of Law and Economics* 30, pp. 353-367.
- Pound, J. (1988): «The information effects of takeover bids and resistance», *Journal of Financial Economics* 22, pp. 207-227.
- Ryngaert, M. (1988): «The effect of poison pill securities on shareholder wealth», *Journal of Financial Economics* 20, pp. 377-401.
- Williamson, O. (1975): *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*, The Free Press, New York.

Abstract

Antitakeover amendments difficult the transfer of corporate control. This note tests two competing hypotheses on the reasons that justify their use: the stockholder interests hypothesis and the managerial entrenchment hypothesis. Our evidence suggests that antitakeover amendments approval is associated with an average negative abnormal stock return, providing support for the second hypothesis.

XXII SIMPOSIO DE ANALISIS ECONOMICO

Solicitud de trabajos

El Departamento de Economía e Historia Económica de la Universidad Autónoma de Barcelona y el Instituto de Análisis Económico del CSIC organizan cada año el Simposio de Análisis Económico. El congreso está abierto a investigadores de habla hispana en todas las áreas de la economía. Su objetivo principal es el de proporcionar un foro para la presentación de trabajos de calidad, y un lugar de encuentro y discusión que permita el intercambio de ideas entre investigadores con intereses afines o complementarios. Otro objetivo de estas jornadas es el de promover el contacto entre investigadores jóvenes, incluyendo aquellos que se encuentran completando su formación en el extranjero, y centros académicos y de investigación españoles.

El Simposio está organizado en sesiones temáticas de ponencias. El programa también incluye conferencias invitadas a cargo de especialistas de reconocido prestigio internacional junto con sesiones invitadas de carácter monográfico y mesas redondas donde se discutirán temas de actualidad.

Fecha y lugar de celebración:

La edición de este año se celebrará del miércoles 10 al viernes 12 de diciembre de 1997 en el campus de la Universidad Autónoma de Barcelona.

Mercado de trabajo:

Coincidiendo con el Simposio se facilitará el contacto entre doctores recientes y los responsables de contratación de centros académicos y de investigación españoles mediante la organización de un mercado de trabajo para doctores en economía.

Responsables del programa:

Joan María Esteban (Instituto de Análisis Económico, CSIC)
Montse Farell (Departamento de Economía e Historia Económica, UAB).

Comité Organizador:

Angel de la Fuente (Instituto de Análisis Económico, CSIC)
Judith Panadés (Departamento de Economía e Historia Económica, UAB).

Presentación de originales:

Los autores deberán enviar dos copias del trabajo y un resumen de menos de 150 palabras, adjuntando su afiliación, así como su dirección, teléfono y fax de contacto a:

Secretaría del XXII Simposio de Análisis Económico
Instituto de Análisis Económico
Campus de la Universidad Autónoma de Barcelona
08193 Bellaterra (Barcelona)
Tel.: (93) 580 66 12. Fax: (93) 580 14 52

Los originales deberán *recibirse* en la Secretaría del Simposio no más tarde del 28 de junio de 1997. La organización del simposio lamenta no poder procesar ningún trabajo recibido en fechas posteriores.