

ADQUISICIONES INTERNACIONALES Y CONTROL EN LAS EMPRESAS INDUSTRIALES ESPAÑOLAS

*Alfredo Martínez Bobillo**
*Fernando Tejerina Gaité**

La creciente globalización de la economía, y los consiguientes retos de competitividad y eficiencia que representa para las empresas, han puesto de relieve la importancia de las adquisiciones internacionales como estrategia de crecimiento. El objeto de este artículo es delimitar las características que, en cada sector industrial, han sido determinantes en la política de adquisiciones internacionales en España, durante el período 1991-1994. Los resultados obtenidos en la investigación revelan que el mayor número de adquisiciones se ha llevado a cabo en sectores con alta intensidad tecnológica y elevada especificidad de sus activos, aunque también se observa un fuerte desplazamiento hacia sectores con intensidad tecnológica baja. Los resultados muestran, asimismo, una relación inversa entre el nivel de endeudamiento del sector y el número de adquisiciones.

Palabras clave: *empresas industriales, industrias de alta tecnología, fusiones y adquisiciones, inversiones directas, inversiones en el extranjero, España, 1991-1994.*

Clasificación JEL: *F23, L20.*

1. Introducción

La globalización de la economía ha traído consigo mayores retos de competitividad y eficiencia para las empresas, que han pasado de operar en un escenario nacional a otro internacional.

Algunas empresas han utilizado las adquisiciones internacionales como una estrategia de crecimiento frente a la alterna-

tiva de invertir en nuevos activos materiales, lo que requeriría evaluar las adquisiciones desde el punto de vista de costes y rendimientos esperados, mientras que, en otras ocasiones han buscado el acceso a nuevos mercados. De la misma manera, las adquisiciones pueden emplearse para conseguir un mayor poder en el mercado propiciando situaciones de oligopolio, e incluso de monopolio, que las legislaciones nacionales intentan evitar prohibiendo algunas operaciones de adquisición. En términos del pensamiento de Williamson (1975, 1985), las adquisiciones pueden contemplarse como estructuras jerárquicas de gobierno en las que la empresa adquirente toma el control total de la empresa objetivo. Esta última debe ser integrada dentro

* Departamento de Economía y Administración de Empresas. Universidad de Valladolid.

Los autores desean agradecer a un revisor anónimo sus comentarios y sugerencias, que han resultado muy útiles para la mejora de este trabajo con respecto a la primera versión.

de la empresa compradora para favorecer la probabilidad de éxito de la adquisición (Bueno y Bowditsch, 1989). Dicho proceso de integración está sujeto a distintos tipos de problemas, debido a las diferencias culturales entre la empresa adquirente y la empresa objetivo (Bell, 1996).

Asimismo, la posesión de tecnología y conocimientos se presentan como elementos de gran aliciente en las adquisiciones internacionales, por ser uno de los componentes básicos de la especificidad de los activos en las distintas transacciones a realizar.

Con esta perspectiva, y como continuación de los trabajos previamente realizados por Martínez Serrano y Myro (1992) «La penetración del capital extranjero en España» y por Martínez Serrano *et al.*, (1995) «Fusiones y adquisiciones en la economía española, 1986-1991», en el presente trabajo se intentarán delimitar las características de cada sector industrial que han resultado ser determinantes en la política de adquisiciones internacionales en España durante el período 1991-1994, así como poner de manifiesto las peculiaridades diferenciadoras que se hayan podido producir en dicha política respecto a los dos estudios anteriormente señalados. A este respecto, también cabe plantear si las adquisiciones realizadas por empresas extranjeras en nuestro país, durante el período considerado, se pueden entender como un caso de IDE (inversiones directas exteriores). En este sentido, la literatura existente apunta a variables de concentración, productividad, nivel de internacionalización, tamaño medio de las empresas que conforman el sector, variables tecnológicas, nivel de endeudamiento, grado de especificidad de los activos que explota dicho sector, o los costes derivados de las relaciones de agencia que se producen en los distintos sectores industriales, como los determinantes de las adquisiciones internacionales llevadas a cabo en dichos sectores.

También cabe preguntarse si las adquisiciones internacionales han tenido lugar en aquellos sectores más competitivos para las empresas extranjeras que operan en el mercado español. Si fuera así, tendría sentido la argumentación de Pfeffer y Salancik (1978) al afirmar que las empresas «buscan adquisiciones en

aquellos sectores industriales que les crean mayores problemas a ellas mismas».

2. Factores explicativos de las adquisiciones internacionales

La razón de ser de las adquisiciones internacionales puede encontrarse en diferentes planteamientos: teoría de las fusiones y adquisiciones, teoría del crecimiento de la empresa y teoría de las imperfecciones en el mercado de capitales (costes de agencia y costes de transacción).

Para la teoría de la agencia, el fundamento de las IDE sería el control de los derechos de decisión en el exterior. A este respecto, en el mercado existe una perfecta asignación de los derechos de propiedad y una arquitectura que promueve el uso eficiente de recursos, al proporcionar un mecanismo capaz de evaluar y compensar el rendimiento de los propietarios de los mismos. Sin embargo, la empresa no posee un sistema automático de asignación de los derechos de propiedad a los individuos o de motivación para usar la información en beneficio de los objetivos de la misma, debido a que tiene lugar una delegación de los derechos de decisión sobre los recursos de la empresa y, en consecuencia, de los derechos de propiedad sobre los mismos. Igualmente los empleados, al no ser los propietarios, tendrán pocos incentivos para usarlos eficientemente, por lo que, para controlar los problemas de agencia que puedan suscitarse, se ha de crear un sistema de recompensas capaz de minimizar los costes derivados de dicha relación (Brickley, Smith y Zimmerman, 1996).

En la determinación de salir al exterior mediante una adquisición, en realidad, lo que está proyectando la empresa es su arquitectura organizativa, para controlar los derechos de decisión que conlleva la delegación de los derechos de propiedad sobre los recursos comprometidos en la nueva unidad de negocio. Frente a otro tipo de alternativas, como pueden ser crear *ex-novo* una subsidiaria o exportar a través de un agente, la empresa opta por las adquisiciones, porque le resulta más fácil establecer un sistema óptimo de control capaz de promover una

partición de los derechos de decisión adecuada y de minimizar los costes de agencia.

El creciente desarrollo de las adquisiciones internacionales encuentra su explicación, frente a otras opciones de realizar IDE, en lo apropiado que resulta para establecer un sistema óptimo de control. Según Brickley, Smith y Zimmerman (1996), a la dirección de la empresa, una vez ha alcanzado determinado tamaño, le resulta muy difícil conseguir la información relevante necesaria para la toma de las decisiones más importantes. En consecuencia, se presentan distintas alternativas en el diseño de la arquitectura organizativa: en primer lugar, puede tomar la mayoría de las decisiones, incluso sin poseer dicha información y, por ello, se enfrentaría a decisiones subóptimas, aunque con un número limitado de problemas de agencia; en segundo término, puede intentar obtener información para la toma de determinadas decisiones, lo que resultaría ser muy costoso en tiempo y recursos económicos y, en tercer lugar, cabe la posibilidad de descentralizar los derechos de decisión a los individuos con mejor información, lo que comportaría importantes problemas de agencia. En realidad, como hemos venido apuntando, lo que subyace es un problema de control de los derechos de decisión, con el objetivo de minimizar los costes de agencia. La problemática anterior, frente a otras alternativas, se puede administrar mejor en las adquisiciones internacionales debido al conocimiento específico¹ que poseen los directivos locales y que por lo tanto no es preciso transferir desde la empresa adquirente para un desarrollo eficiente de la organización.

Así pues, resultando inevitables los costes de agencia debido a la delegación de derechos de decisión, el objetivo de la dirección será determinar el nivel óptimo de descentralización capaz de equilibrar el coste de las decisiones incorrectas, debido a una pobre información, y los costes derivados de la divergencia de objetivos entre la dirección y los propietarios, como consecuencia de la delegación en el ejercicio de los derechos de propiedad.

Desde la óptica de los costes de transacción, la esencia de las IDE es la expansión internacional de la empresa. La teoría económica de la internacionalización centra su atención en señalar cómo las ventajas específicas de la empresa y los costes de transacción afectan al modo en que ésta se implica en los mercados internacionales. Asimismo, Buckley y Brooke (1992) apuntan que el proceso de IDE y la estrategia de entrada en un mercado exterior varía ampliamente de acuerdo con las características de la empresa entrante, sus relaciones en el pasado con el mercado y la naturaleza del mismo.

En este contexto, para que la empresa encuentre ventajoso organizar sus relaciones exteriores a través de jerarquías, es decir internalizando operaciones en la propia empresa en lugar de hacerlo a través del mercado, los costes de transacción, en el primer caso, deberían ser significativamente más bajos que en el segundo (Hennart, 1982).

La decisión de inversión en el exterior exige combinar ventajas específicas de la empresa, lo que implica suponer que ésta posee determinadas ventajas competitivas respecto a sus competidoras locales. Estas ventajas pueden ser de internalización, que plantean la posibilidad de explotar los fallos del mercado, y estratégicas, que hacen referencia a la localización de factores de producción específicos en el exterior. El nivel y naturaleza de las ventajas específicas que el inversor espera explotar en el mercado extranjero influye de forma determinante en la decisión de adquisición (Hennart y Park, 1993). Las ventajas específicas de la empresa descansan básicamente en el «conocimiento», lo que se manifiesta en una superior capacidad organizativa o en un conjunto de capacidades técnicas. Según Grant (1996), aunque todo el conocimiento tácito² y la mayor parte del explícito está almacenado en los individuos, la mayoría de dicho conocimiento se crea dentro de la empresa y es específico de ésta. Si consideramos dicho argumento, la empresa que adquiere otra en el exterior puede «clonar» su

¹ Según JENSEN y MECKLING (1992) el conocimiento específico es aquél cuya transferencia resulta costosa entre sus agentes.

² La diferencia fundamental entre el conocimiento explícito y tácito, es que el primero se transmite en la comunicación, mientras que el segundo se transfiere a través de su aplicación (GRANT, 1996).

propio «conocimiento» en otra unidad de negocio debido a las menores dificultades existentes en la transferencia³ del mismo. Sin embargo, frente a la alternativa de las adquisiciones, las empresas intensivas en I+D parecen preferir establecer una nueva subsidiaria pues, según Yoshida (1987) ofrece menor riesgo en términos de control organizativo que las adquisiciones. Pero, frente a este planteamiento, la adquisición de una empresa en el exterior supone la «compra» del cuadro de directivos locales, que conocen mejor cómo se opera en dicho mercado y poseen una información muy útil, que en el futuro servirá para minimizar el coste de las transacciones. Muchas de estas informaciones hacen referencia al conocimiento específico del producto que, por ser un conocimiento tácito, su adquisición supondría unos costes de transacción elevados.

Otro tipo de ventajas, que la empresa puede encontrar en la adquisición de una empresa local, serían los conocimientos que potencialmente posea sobre el marketing del mercado en el que actúa. Las adquisiciones posibilitan a la empresa entrante adquirir marcas locales y combinarlas con sus ventajas específicas en términos de marketing. En la medida en que reducir los costes de transacción es la función del marketing, debido al suministro de información (Casson, 1987), las empresas preferirán establecerse en el exterior mediante adquisiciones, sobre todo en sectores maduros donde la posesión de una marca comercial constituye un activo importante.

Bajo la perspectiva de la teoría de las fusiones y adquisiciones, existen varios motivos para apostar por las adquisiciones. Según Jensen (1988) y Bhagat *et al.*, (1990), la utilización de adquisiciones resulta significativa en la compra de empresas en sectores en declive o estancados. En este mismo ámbito, Oster (1990) señala que una de las razones por las que la empresa se expande a través de adquisiciones es la posibilidad de que la

empresa-objetivo represente una «buena oportunidad», supuesto que el valor de los activos⁴ que adquiere sea menor que el coste de reponerlos.

También las adquisiciones se han señalado como el único camino posible para forzar una colusión⁵. Según Casson (1985), con las adquisiciones se internaliza un acuerdo de colusión al considerar las instalaciones bajo una propiedad y control comunes. De la misma manera, en sectores oligopolísticos, las adquisiciones pueden ser empleadas como defensa a la amenaza competitiva que representan los líderes en dicho sector (Knickerbocker, 1973; Dubin, 1976; Wilson, 1980; Davidson, 1982; Caves y Mehra, 1986; y Yu e Ito, 1988).

En este orden de cosas, las adquisiciones también se emplean para conseguir poder de mercado mediante la creación de oligopolios o situaciones de monopolio (Bell, 1996). Asimismo, se puede considerar a las adquisiciones como un elemento importante en la adaptación de los productos que pretendemos vender al mercado local (Anderson, Fredriksson y Svensson, 1996). A la vez, la teoría de las fusiones y adquisiciones apunta las claras ventajas de las adquisiciones frente a otras alternativas cuando la expansión de la empresa no es un objetivo deseable y, por lo tanto, las adquisiciones no añaden capacidad, de ahí que sean frecuentes en sectores caracterizados por alta concentración y economías de escala (Yip, 1982).

Frente a estas ventajas hay que señalar inconvenientes, como los «conflictos culturales» que se pueden suscitar con la empresa adquirida debido a que ésta posee su «propia cultura», circunstancia que en otras formas de penetración en un mercado exterior no se produce.

Desde el punto de vista de la teoría del crecimiento de la empresa, la expansión en el mercado local dentro del mismo sector es la estrategia más adecuada de crecimiento, pero en muchos sectores maduros no es posible esta opción y la direc-

³ En relación con esta cuestión, debemos señalar que aunque existen grandes dificultades para transferir el conocimiento dentro de la empresa, siempre serán menores que las que podrían tener lugar en otro tipo de acuerdos contractuales.

⁴ A este respecto, HAY y LIU (1996) consideran las adquisiciones como una alternativa a la inversión en activos fijos nuevos y, por lo tanto, sería preciso considerar los posibles beneficios o costes de dichas adquisiciones.

⁵ Colusión implica un acuerdo restrictivo entre dos rivales potenciales en el mismo estadio de producción.

ción elige la expansión más allá de las fronteras nacionales. Si, como afirma Penrose (1959), existe un límite máximo por parte de la empresa para reclutar y formar directivos y ésta se encuentra escasa de personal, la alternativa más factible a la hora de entrar en los mercados exteriores serán las adquisiciones.

La consideración conjunta de los planteamientos anteriores puede resultarnos útil con vistas a elaborar un perfil empresarial determinante del éxito en las adquisiciones internacionales. La expansión en los mercados locales a través de actividades en el mismo sector parece ser una estrategia adecuada de crecimiento, pero en muchos sectores maduros no resulta ser una opción interesante. La dirección tiene ante sí dos alternativas, o diversificarse en los mercados locales, o crecer hacia el exterior. Por otra parte, los directivos recuerdan lo que se ha dado en llamar el «signo de los 70», cuando un buen número de adquisiciones llevadas a cabo en sectores no relacionados redujo la rentabilidad de las empresas. En la actualidad, el reto de afrontar la dirección más allá de las fronteras nacionales hace que muchos directivos tengan dudas a la hora de elegir entre adquisiciones internacionales o alianzas estratégicas. No obstante, algunos estudios han puesto de manifiesto que mientras más del 50 por 100 de las alianzas y adquisiciones internacionales han tenido éxito, las actuaciones nacionales tendentes a la diversificación, sólo han fructificado en un 25 por 100 de los casos.

Actualmente, cabe preguntarse qué es lo que lleva al éxito en una adquisición o qué características lo determinan, o bien qué puede diferenciar a los ganadores de los perdedores en estas estrategias. Según Hoover (1993), en un estudio llevado a cabo sobre las adquisiciones de las empresas escandinavas en EE UU, las características comunes que resultaron ser determinantes para su éxito fueron:

- a) Elaboración de un programa estratégico de adquisiciones, en lugar de buscar actuaciones oportunistas.
- b) Existencia de un equipo directivo agresivo y con alta preparación técnica.
- c) Evaluación sistemática de mejora a tres niveles: funcional, financiero y directivo.

d) Negociación de las adquisiciones de forma disciplinada y creativa.

e) Integración funcional, financiera y directiva de la empresa adquirida con el fin de crear riqueza para el accionista.

Obviamente, en un entorno caracterizado por la información asimétrica, la incertidumbre y la racionalidad limitada, parece evidente la existencia de actuaciones oportunistas que comportan mayores costes de transacción. Por lo tanto, las cinco características anteriormente comentadas deben tratar de atenuar el oportunismo con el objetivo de reducir los costes de transacción derivados de la adquisición de una nueva unidad de negocio. Lo que sí parece conveniente es que las adquisiciones basadas en la posible existencia de actuaciones oportunistas busquen la configuración de la estructura de la nueva unidad de negocio sobre la base de evitar el oportunismo de los individuos. Pero, en realidad, ningún sistema tendente a evitar estos comportamientos puede discriminar entre oportunistas y no oportunistas. En consecuencia, en este tipo de estructuras pueden surgir problemas para aquellos individuos que tiendan a comportarse honestamente, debido a la existencia de efectos motivacionales y de productividad adversos que comprometan la proclividad de los individuos a comportarse con honestidad (Moschandreas, 1997).

Por lo tanto, la adopción de políticas de adquisiciones basadas sobre la premisa de que los mercados internos siempre trabajan bien puede resultar equivocada si el impacto de las estructuras jerárquicas sobre el comportamiento humano es negativo. De acuerdo con lo expuesto, las actuaciones que promuevan una adquisición han de buscar el éxito en alguna de sus vertientes, tratando que la dirección y trabajadores de la empresa objetivo no perciban dicha operación como un sistema de supervisión más fuerte que provoque desconfianza en el equipo humano e induzca a éste a reducir su esfuerzo en el trabajo (Frey, 1993); más bien la empresa adquirente debe desarrollar sistemas basados en premisas de cooperación que apelen a la dignidad humana.

En otros términos, diremos que las adquisiciones han de buscar el desarrollo de estructuras organizacionales basadas en la

cooperación y las jerarquías capaces de neutralizar actuaciones oportunistas. Dichas estructuras no solamente pueden atribuirse a la eficiencia de los costes de transacción, sino que deben considerarse otras influencias tales como la persecución del poder en las relaciones intra o interempresa, el crecimiento de los rendimientos del mercado y otros beneficios (Dietrich, 1994), o una complacencia, que tolere la ineficiencia organizativa para capturar rentas (Rotemberg, 1991).

3. Metodología y fuentes de datos

La muestra para este estudio fue tomada teniendo en cuenta las adquisiciones internacionales de las empresas industriales españolas pertenecientes a 18 sectores de actividad para los años comprendidos entre 1991 y 1994. Los datos se obtuvieron de la publicación anual del Ministerio de Industria y Energía (*Encuesta de Estrategias Empresariales*), realizada sobre aproximadamente 2.000 empresas industriales pertenecientes a los distintos sectores de actividad y, a la vez, se completaron con los procedentes de la revista *Translink Deal Review 1995*, publicación de la consultora Translink que recoge las fusiones y adquisiciones en todos los países de la Unión Europea para el período analizado. Dichos datos se formaron con observaciones o secciones transversales entremezclados con series temporales. En la muestra solamente consideramos las adquisiciones superiores a 10 millones de ecus. El número de adquisiciones llevadas a cabo en los sectores industriales de la economía española se pueden apreciar en el Cuadro 1, donde se observa que los sectores de productos químicos, material y accesorios eléctricos, y productos alimenticios y bebidas han sido los objetivos más importantes de adquisiciones internacionales en el período objeto de estudio.

Por otra parte en el Cuadro 2 se refleja la procedencia de las empresas extranjeras que han realizado adquisiciones en España en el período analizado. Consideramos cuatro áreas de origen: CE, EE UU-Canadá, Japón y otros, por entender que pudieran existir diferencias en la elección del sector objetivo, dependiendo de la pertenencia de la empresa adquirente a cada

CUADRO 1

ADQUISICIONES INTERNACIONALES EN ESPAÑA SUPERIORES A 10 MILLONES DE ECUS

Sectores industriales	1991	1992	1993	1994	Total
Metales férricos y no férricos	7	9	4	3	23
Ptos. minerales no metálicos.....	1	1	6	3	11
Ptos. químicos	13	27	14	9	63
Ptos. metálicos	-	2	2	1	5
Máquinas agrícolas e industriales..	3	3	4	2	12
Máquinas de oficina y proceso de datos.....	2	-	1	5	8
Material y accesorios eléctricos	8	9	8	5	30
Vehículos automóviles y motores ...	5	6	3	8	22
Otro material de transporte.....	-	-	-	-	-
Carne, preparados y conservas.....	2	2	1	2	7
Ptos. alimenticios y tabaco	10	7	2	11	30
Bebidas	6	10	4	8	28
Textiles y vestido	2	3	6	1	12
Cuero, piel y calzado	3	-	-	1	4
Madera y muebles de madera	1	-	1	2	4
Papel, artículos de papel e impresión	9	1	4	2	16
Ptos. de caucho y plástico	3	5	4	4	16
Otros productos manufacturados...	1	5	1	-	7
Total	76	90	65	67	298

FUENTE: Elaboración propia.

una de las áreas señaladas previamente y de las variables tecnológicas del mismo. Por esta última razón, también en dicho cuadro se recogen la intensidad tecnológica⁶ de cada sector y la intensidad innovadora⁷.

De la lectura del Cuadro 2, se desprenden algunas de las peculiaridades que han dominado la política de adquisiciones internacionales en España durante el período considerado. La mayoría de las operaciones se han llevado a cabo en el sector de

⁶ Para definir la intensidad tecnológica, adoptamos una medida utilizada en gran número de trabajos, en los que se estima como el cociente entre los gastos totales en I+D partido por el volumen de ventas.

⁷ A este respecto, tomamos como referencia el trabajo de SANCHEZ, P. y CHAMINADE, C. (1998): «El proceso de innovación en las empresas españolas». COTEC, Madrid, para interpretar la intensidad innovadora como el cociente entre los gastos totales de innovación y el volumen de ventas.

CUADRO 2

**PAISES DE PROCEDENCIA DE LAS EMPRESAS ADQUIRENTES
Y DESARROLLO TECNOLÓGICO DE LOS SECTORES OBJETIVO**

Sectores	País de procedencia de empresa adquirente					Variable tecnológica del sector objetivo	
	CE	EE UU-Canadá	Japón	Otros	Total	Intensidad tecnológica %	Intensidad innovadora %
Metales férricos y no férricos.....	20	2	-	1(1)	23	0,35	1,02
Ptos. minerales no metálicos	6	3	1	1(1)	11	0,64	3,28
Ptos. químicos.....	43(4)	9(1)	4	7(2)	63	2,57	3,59
Ptos. metálicos.....	4	1	-	-	5	0,63	2,78
Máquinas agrícolas e industriales	7	4(1)	-	1	12	1,84	2,98
Máquinas de oficina y proceso de datos.....	4	3	1	-	8	3,37	4,11
Material y accesorios eléctricos.....	22(2)	7(1)	1	-	30	3,97	5,53
Vehículos automóviles y motores	11(1)	4(1)	6	1	22	1,18	2,92
Otro material de transporte	-	-	-	-	-	1,83	3,09
Carne, preparados y conservas.....	3	2	-	2	7	0,14	1,45
Productos alimenticios y tabaco.....	5(5)	4	-	1(1)	30	0,08	0,18
Bebidas.....	24 (2)	3	1(1)	-	28	0,21	2,73
Téxtiles y vestido	10(2)	1	-	1(1)	12	0,76	3,23
Cuero, piel y calzado	3	-	-	1	4	0,45	2,22
Madera y muebles de madera	3	-	1	-	4	0,11	5,66
Papel, artículos de papel e impresión	13(1)	1	-	2(2)	16	0,32	1,57
Productos de caucho y plástico	14(1)	1	-	1	16	0,83	2,29
Otros productos manufacturados.....	2	-	-	5	7	1,49	2,91
Total	214	45	15	24	298	-	-

NOTA: Las cantidades entre paréntesis denotan una adquisición llevada a cabo por empresas que realizan una actividad productiva distinta que la empresa objetivo, el resto de los datos se refieren a operaciones de adquisición horizontales.

FUENTE: Elaboración propia, a partir del estudio de SANCHEZ, P. y CHAMINADE, C. (1998): «El proceso de innovación en las empresas españolas», COTEC, Madrid y la información de la consultora Translink Iberia, S.A.

productos químicos (21 por 100), caracterizado por una fuerte intensidad tecnológica (2,57 por 100) e innovadora (3,59 por 100), seguido del sector de material y accesorios eléctricos (10 por 100), con una considerable intensidad tecnológica (3,97 por 100) e innovadora (5,53 por 100), lo que parece indicar cierta preferencia por sectores caracterizados por una gran dinámica industrial y tecnológica. En cuanto al número de adquisiciones en el sector de productos alimenticios y tabaco (10 por 100), pudiera sospecharse que no estaría motivada por variables tecnológicas, pues tanto la intensidad tecnológica (0,08 por 100) como la innovadora (0,18 por 100) son bajas, sino por razones estratégicas o de economías de escala.

Por lo que se refiere al país de procedencia, parece evidente que la creación del mercado único europeo, constituyó un hecho fundamental para propiciar un mayor número de adquisiciones por parte de empresas procedentes de los países de la CE (72 por 100 del total). Asimismo, es preciso llamar la atención acerca de la escasa penetración que ha tenido el capital japonés en sectores distintos al sector del automóvil, pues de las 15 operaciones de adquisición realizadas por las empresas japonesas, el 50 por 100 han correspondido a dicho sector. En cuanto a las empresas procedentes de EE UU-Canadá, señalaremos que han seguido una política de adquisiciones similar a la de los países de la CE, es decir, han elegido sectores en los que las

variables tecnológicas tienen un elevado valor. De la misma manera, también parece conveniente indicar la clara preferencia de las empresas extranjeras por las adquisiciones horizontales, pues solamente el 1 por 100 de las adquisiciones han sido llevadas a término por empresas que desarrollan su actividad en un sector distinto al de la empresa adquirida.

La variable representativa de las adquisiciones (variable dependiente), es una variable dicotómica que adoptará el valor 1 cuando en el sector y en el período correspondiente haya tenido lugar alguna adquisición y el valor 0 cuando no ha habido ninguna adquisición.

Para averiguar la posible influencia que determinadas variables del sector hayan podido tener sobre el hecho de producirse o no adquisiciones utilizamos el modelo de regresión logística proporcionado por el paquete estadístico SAS (SAS Institute, 1990). Dicho modelo constituye una especificación particular de los denominados modelos de elección binaria mediante indicadores, basados en la hipótesis de que existe una variable aleatoria no observable (Y) relacionada con el vector de características económicas X_i a través de la siguiente relación:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_n X_n \quad [1]$$

Siendo β_0 el término intercepto y β_1, \dots, β_n los coeficientes de las variables independientes. De acuerdo con este modelo, la probabilidad de que se produzca una adquisición en un sector determinado será:

$$1 / (1 + \exp^y) \quad [2]$$

El análisis Logit resulta indicado para la explicación de fenómenos en los que la variable dependiente es binaria, existen variables cualitativas y cuantitativas, no se conocen las condiciones de normalidad de las variables y no se plantean restricciones con respecto a la igualdad de la matriz de varianzas-covarianzas. El modelo utilizado permite obtener la probabilidad de que una observación pertenezca a un conjunto determinado (adquisición o no adquisición) en función del comportamiento

de las variables explicativas, sin más que sustituir en la ecuación [2] los valores estimados para cada empresa de acuerdo con la ecuación [1]. Para estimar los coeficientes β de la ecuación [1] se emplea el método de máxima verosimilitud, que es el utilizado por el procedimiento Logistic del paquete estadístico SAS. El poder explicativo global del modelo viene determinado por el ratio de probabilidad χ^2 donde valores pequeños del «p» asociado revelan la significación estadística del mismo. La capacidad predictiva de éste puede ser estimada por medio de la comparación del porcentaje de clasificaciones correctas con el estadístico τ (Klecka, 1980), que mide la reducción, en términos porcentuales, de los errores de clasificación respecto a una elección aleatoria.

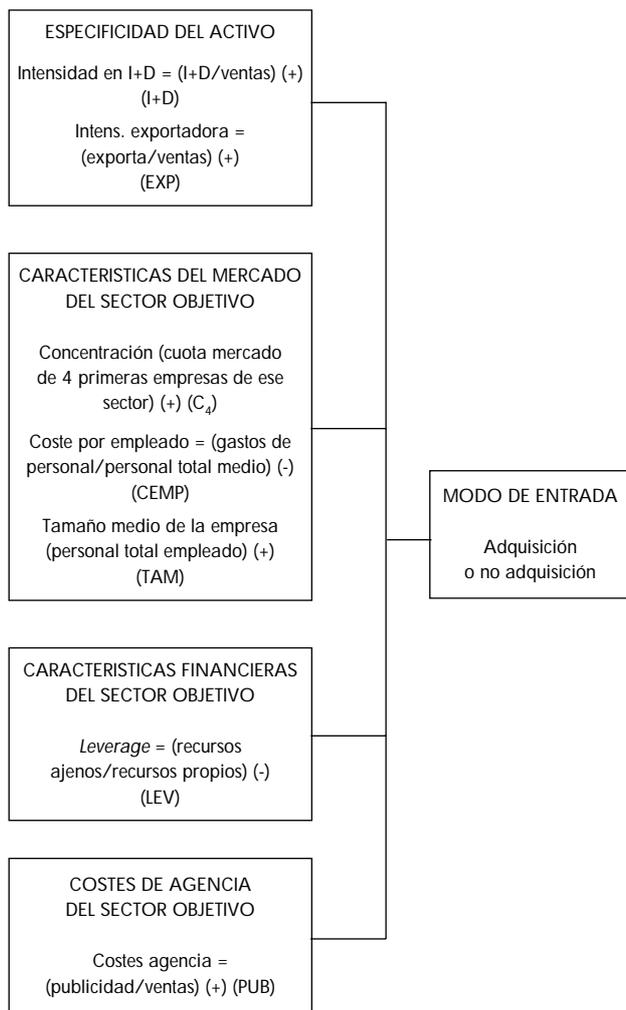
La elección de las variables explicativas se hizo teniendo en cuenta estudios previamente realizados acerca del modo de penetración en los mercados exteriores. En el Esquema 1 se muestran estas variables y se recogen *a priori* las posibles relaciones esperadas (positivas o negativas) con la variable a explicar.

En cuanto a la decisión del modo de entrada, la teoría de los costes de transacción ha resultado muy útil en el esclarecimiento de los niveles de propiedad, por cuanto determinaría el poder que la matriz puede ejercer para controlar las operaciones de la subsidiaria en el exterior (Anderson y Gatignon, 1986; Gatignon y Anderson, 1988; Gomes-Casseres, 1989; Hennart, 1988). La principal contribución de la teoría de los costes de transacción fue la introducción del concepto de especificidad del activo, que ha sido considerado por los teóricos de la internacionalización (Caves, 1971; Hennart, 1982) como el determinante fundamental del óptimo grado de control (nivel de propiedad o de elección de modo de entrada), que es posible alcanzar mediante adquisiciones.

Una de las variables utilizadas para medir la especificidad del activo ha sido la intensidad en I+D, que se toma como *proxy* del *stock* de conocimiento tecnológico en poder de la empresa (Caves, 1996), significando que altos gastos en I+D suponen una elevada especificidad del activo. Por lo tanto, los niveles de control alto resultan adecuados bajo condiciones de alta especifici-

ESQUEMA 1

**ELECCION DEL MODO DE ENTRADA
EN EL EXTERIOR MEDIANTE ADQUISICIONES**



C_4 = grado de concentración de empresas del sector industrial.
 CEMP = costes por empleado.
 EXP = intensidad exportadora.
 I+D = intensidad en I+D.
 LEV = nivel de endeudamiento.
 PUB = intensidad publicitaria.
 TAM = tamaño.

1981) y reducir el riesgo de una diseminación no deseada (Rugman, 1981).

Otro parámetro empleado para medir la especificidad del activo es el nivel de exportaciones, pues representa la renta incremental derivada de la explotación en el exterior de los activos intangibles de la empresa. La existencia de actividad internacional vía exportaciones o inversión directa en el exterior indica la presencia de ventajas derivadas de los activos propiedad de la empresa (Buckley y Casson, 1976; Hennart, 1982). La mayor cantidad de ingresos generada mediante exportaciones (y, por tanto, mayor grado de especificidad de los activos de la empresa) hace que la empresa adquirente busque niveles de control elevados vía adquisiciones (Kim y Hwang, 1992).

Otro grupo de variables hace referencia a las características del mercado del sector objetivo. Como apuntábamos en el desarrollo teórico, las adquisiciones no añaden capacidad y de ahí que sean más frecuentes en sectores caracterizados por un elevado nivel de concentración, donde la rivalidad es grande y una adquisición puede plantearse como una estrategia para luchar contra las empresas de la competencia. Por lo tanto, la variable concentración del sector podría resultar importante. En este mismo sentido, los parámetros de productividad del sector podrían constituir un incentivo para una adquisición por parte de cualquier empresa extranjera, por cuanto los costes por empleado pueden desalentar a la empresa entrante a realizar dicha operación.

En lo referente al tamaño medio de la empresa objetivo perteneciente a un sector determinado, hemos de señalar que si la empresa entrante no dispone de personal directivo en cantidad suficiente, la expansión vía adquisiciones o, sobre todo, mediante nuevo establecimiento, supondría un crecimiento de tareas directivas. Por cuanto la escasez de personal cualificado supone una dificultad para salir al exterior a través de un nuevo establecimiento, la opción más atractiva sería la adquisición y, por añadidura, cuanto menor sea el tamaño de la empresa objetivo menos problemas directivos implicaría.

Por otra parte, el nivel de endeudamiento de las empresas-objetivo de un sector industrial podría desincentivar las opera-

dad del activo para apropiarse de las rentas económicas derivadas de los activos propiedad de la empresa adquirida (Teece,

ciones de adquisición en el mismo por el riesgo financiero que para la empresa entrante supone llevar a cabo estas actividades.

Otra característica específica que la empresa adquirente puede valorar en una adquisición en el exterior sería el conocimiento del mercado local. Por ello, para dicha empresa supondría una ventaja importante la adquisición de marcas locales para combinar con sus ventajas en técnicas de marketing, capaces de lograr una mayor cuota de mercado. De esta manera, la intensidad publicitaria de una empresa perteneciente a un sector determinado puede resultar atractiva para la compra por empresas extranjeras.

De acuerdo con los planteamientos anteriores proponemos las siguientes hipótesis:

1. La mayor intensidad en I+D en un sector industrial propicia un mayor nivel de adquisiciones en el mismo.
2. Un superior volumen de exportaciones en un sector industrial aumenta la posibilidad de adquisiciones.
3. Cuanto mayor sea el *ratio* de concentración en el sector industrial objetivo, mayor será la probabilidad de que se produzcan adquisiciones.
4. El mayor índice de costes por empleado de un sector industrial disminuye la probabilidad de que se produzcan adquisiciones en dicho sector.
5. El menor tamaño medio de las empresas objetivo pertenecientes a un sector industrial favorece el nivel de adquisiciones del mismo.
6. La mayor intensidad publicitaria de las empresas de un sector industrial propicia un mayor nivel de adquisiciones en dicho sector.
7. El superior nivel de endeudamiento en un sector no favorece las operaciones de adquisición en el mismo.

4. Resultados

Previamente a la realización de la regresión propuesta, efectuamos un análisis de correlación con el objeto de eliminar los posibles problemas de multicolinealidad⁸ (ver Cuadro 3). Como

CUADRO 3
MATRIZ DE CORRELACION

	C ₄	CEMP	EXP.	I+D	LEV	PUB	TAM
C ₄	1	0,24	0,04	0,13	-0,02	0,15	0,39
CEMP		1	-0,01	0,39	-0,03	0,19	0,34
EXP			1	0,31	0,15	-0,22	0,23
I+D				1	0,16	0,01	0,21
LEV					1	-0,43	0,15
PUB						1	-0,05
TAM							1

C₄ = grado de concentración de empresas del sector industrial.
CEMP = costes por empleado.
EXP = intensidad exportadora.
I+D = intensidad en I+D.
LEV = nivel de endeudamiento.
PUB = intensidad publicitaria.
TAM = tamaño.

se puede apreciar ninguna de las variables consideradas presenta un alto nivel de correlación entre sí.

Los resultados obtenidos del modelo básico planteado anteriormente pueden verse en el Cuadro 4. Dicho modelo resulta significativo al 99 por 100, lo que nos permite afirmar que el conjunto de variables discrimina bien entre adquisición y no adquisición.

Asimismo, en cuanto a clasificación el resultado alcanzado parece satisfactorio, pues presenta un porcentaje del 70 por 100, lo que denota una capacidad explicativa y predictiva razonable.

Los resultados serán consistentes con las hipótesis planteadas si el coeficiente del término correspondiente es estadísticamente significativo y posee el signo que se predijo. Un signo positivo indica una relación directa entre el término correspondiente y el número de adquisiciones mientras que un signo negativo denota una relación inversa.

⁸ Los posibles efectos distorsionantes de la multicolinealidad se refieren al incremento en las variaciones de los coeficientes de regresión estimados, que, en situaciones excepcionales, pudieran llegar a invalidar el estimador minimocuadrático.

CUADRO 4

RESULTADOS DE LA REGRESION LOGISTICA

Variable	Coefficientes	Desviación estándar	Significación
Intercepto	1,63	4,32	0,70
CEMP	72,38	46,07	0,84
EXP*	-5,65	3,41	0,10
I+D**	124,49	63,72	0,05
LEV***	-24,96	13,35	0,06
TAM	1,12	1,51	0,45
PUB	12,51	24,91	0,61
C ₄	0,40	2,02	0,84

* significativa al 90 por 100.

** significativa al 95 por 100.

*** significativa al 94 por 100.

Modelo estadístico:

nº de casos: 72.

χ^2 : 21,37 con 7 grados de libertad (p = 0,0033).

- 2Log Likelihood: 78,27.

Clasificación correcta: 70 por 100.

C₄ = grado de concentración de empresas del sector industrial.

CEMP = costes por empleado.

EXP = intensidad exportadora.

I+D = intensidad en I+D.

LEV = nivel de endeudamiento.

PUB = intensidad publicitaria.

TAM = tamaño.

La hipótesis 1 hace referencia a la intensidad en I+D que resulta ser estadísticamente significativa ($p < 0,05$), con signo positivo, lo que implica que un incremento en los gastos en I+D aumenta la probabilidad de adquisición. Dichos resultados parecen confirmar los planteamientos previstos por la hipótesis inicialmente.

La hipótesis 2 se centra en la intensidad exportadora de la empresa; el coeficiente para esta variable es negativo y significativo al 90 por 100, pero no resulta consistente con el planteamiento de partida, que establecía una relación directa entre la intensidad exportadora y la propensión de llevar a cabo adquisiciones en un determinado sector industrial. Las exportaciones representan la renta añadida que una empresa obtiene de la explotación en el exterior de los activos intangibles de la misma. El mayor volumen de ingresos generados vía exportaciones

indica una mayor propiedad por parte de la empresa de activos específicos, que puede no desear compartir. Por tanto, cabe pensar que uno de los componentes de la especificidad del activo (exportaciones/ventas) actúa como barrera en el sector frenando el volumen de adquisiciones.

En cuanto a la hipótesis 3, el planteamiento inicial de que el nivel de concentración del sector industrial objetivo facilita la realización de adquisiciones no encuentra apoyo suficiente en nuestra base de datos. Todo ello parece indicar que, en la decisión de adquisiciones por parte de una empresa en un sector industrial determinado, las economías de escala no parecen ser un factor discriminante en dicha operación, sino que la búsqueda de entrada en nuevos mercados, la adquisición de marcas, u otras razones, tendrán más fuerza en el momento de llevar a cabo la adquisición.

Por otro lado, en el estudio de Martínez Serrano y Myro (1992) se afirmaba que la mayor presencia de capital extranjero en España había incrementado los niveles de concentración sectorial. Dichas predicciones parecen haberse confirmado, pasando la concentración media sectorial del 27 por 100 en 1988, hasta situarse en torno al 60 por 100 en 1994, referida a las cuatro primeras empresas de cada sector. Es posible que la falta de significación de la variable concentración en nuestro estudio se deba a que la misma ha alcanzado en cada sector un nivel que la hace actuar como un elemento neutral en la toma de decisiones respecto a la política de adquisiciones.

Por lo que respecta a la hipótesis 4, que hace referencia a la productividad por empleado, tampoco resulta significativa. Algunos de los motivos podrían encontrarse en el hecho de que la alta productividad se puede conseguir a través de un sofisticado sistema de organización y dirección, tal como equipos de trabajo, o una cuidadosa selección y entrenamiento del personal (Pucik y Hatvany, 1983; Aoki, 1988; Florida y Kenny, 1991). Desde el momento en que dichas prácticas se pueden transmitir mejor a través de un nuevo establecimiento, la empresa entrante puede considerar la productividad como una variable poco importante a la hora de evaluar una adquisición.

En este ámbito de actuación, el atractivo que ofrecían los costes laborales en nuestro país en periodos anteriores (Martínez Serrano y Myro, 1992), referidos a las diferentes ramas productivas, parecen haber sufrido una profunda transformación, pues, si bien es verdad que la creciente entrada de capital extranjero en España ha redundado en una mejora tecnológica que ha significado un incremento de la productividad, no es menos cierto que nuestra incorporación a la Unión Europea y el desarrollo del Mercado Unico Europeo ha supuesto para las empresas un crecimiento de costes laborales más acorde con los países del entorno, y de ahí la falta de significación de la variable costes por empleado en nuestro modelo.

La hipótesis 5, relativa a la relación entre el tamaño medio y el volumen de adquisiciones, no encuentra tampoco apoyo en nuestra base de datos. Esto puede explicarse por el deseo de las grandes empresas de reclutar y formar a su propio equipo directivo y no recurrir al capital humano de dirección existente en la empresa adquirida. En consecuencia, cuanto mayor sea la empresa objetivo, más dificultades planteará su gestión y más reacia se mostrará la empresa adquirente a llevar a cabo una operación de adquisición.

En cuanto a la hipótesis 6, que plantea la relación entre la intensidad publicitaria de un sector y el nivel de adquisiciones en el mismo, no parece ser significativa en nuestra muestra. Este hecho puede deberse a la existencia de sectores industriales maduros donde las marcas establecidas ya constituyen un activo consolidado, por lo que la intensidad publicitaria no parece que resulte necesaria.

La hipótesis 7, relativa al nivel de endeudamiento de la empresa objetivo, sí es significativa ($p < 0,06$) y con signo negativo. Este resultado sugiere una relación inversa entre el nivel de endeudamiento del sector y el número de adquisiciones. Dicha relación parece venir explicada por el hecho de que el mayor nivel de endeudamiento de un sector exigirá a la empresa entrante, si no dispone de liquidez suficiente, la emisión de nuevos títulos, que requieren evaluación pública —emisión de bonos y ampliaciones de capital— y dichas actuaciones resultan penalizadas por los accionistas en los mercados de capitales, por lo que las

empresas tratan de evitar dar este tipo de señales al mercado, de ahí esta posible relación inversa que tiene lugar entre ambas variables. Lo anteriormente expuesto queda reflejado en la relación inversa entre nivel de endeudamiento y volumen de adquisiciones en un sector.

5. Conclusiones

Los resultados alcanzados parecen poner de relieve el papel que desempeñan algunas características de los sectores industriales del mercado objetivo a la hora de entrar en los mercados exteriores vía adquisiciones. En sectores intensivos en gastos en I+D, donde existe una alta especificidad de los activos, las adquisiciones se presentan con frecuencia y son preferidas a otras formas de entrada, debido a que la empresa entrante puede apropiarse por completo de las rentas económicas derivadas de la propiedad de dichos activos (Teece, 1981) y, por consiguiente, reducir el riesgo de una dispersión de éstas poco deseable (Rugman, 1981). Parece evidente que la variable tecnológica ha resultado ser un parámetro preferente para las empresas adquirentes en su política de adquisiciones.

En relación con los estudios previamente realizados para nuestro país (Martínez Serrano y Myro, 1992; Martínez Serrano *et al.*, 1995), se mantiene la misma tendencia en cuanto a que el mayor número de adquisiciones se ha llevado a cabo en sectores con alta intensidad tecnológica y elevada especificidad de sus activos, si bien en nuestro estudio se observa un fuerte desplazamiento a sectores con intensidad tecnológica baja, como alimentación y bebidas. Las razones hay que buscarlas en la implantación del Mercado Unico Europeo y en el cada vez mayor grado de globalización de dichos sectores.

De la misma manera, las empresas entrantes, generalmente con alta especificidad de sus activos, buscan una máxima integración con la empresa objetivo de la adquisición, con el fin de reducir los costes de transacción derivados de dicha operación y también minorar los costes de integración. Esta afirmación se

ha visto reforzada, al observar el escaso número de adquisiciones realizadas fuera del sector industrial al que pertenece la empresa entrante, predominando, sin embargo, las adquisiciones horizontales.

Con relación a las exportaciones, hemos de señalar el importante aumento experimentado en el período analizado, aunque no resulta claro si está relacionado con la consolidación de un núcleo de empresas que se mantienen regularmente exportando, o quizás con la devaluación consecutiva de la peseta durante dicho período por tres veces (entre septiembre de 1992 y agosto de 1993). En todo caso, la intensidad exportadora como medida de especificidad de los activos parece actuar de manera negativa sobre el número de adquisiciones. Por cuanto las exportaciones representan el incremento de renta procedente de la explotación en el exterior de los activos intangibles de la empresa y el desarrollo de una actividad internacional y, en la medida que esta última conlleva la propiedad de ventajas derivadas de la existencia de activos específicos (Buckley y Casson, 1976, Hennart, 1982), podemos sospechar que todo ello constituye una barrera para la adquisición de empresas, bien por la competencia de las empresas españolas en el exterior, o bien porque la estrategia de las empresas adquirentes sólo busque un crecimiento en la cuota del mercado español.

El impacto negativo del ratio de endeudamiento sobre el nivel de adquisiciones en un sector industrial determinado confirma la cada vez mayor necesidad de liquidez de las empresas adquirentes, así como el temor por parte de éstas a emitir nuevos títulos para la realización de adquisiciones, por la valoración negativa que los accionistas pudieran hacer de este tipo de operaciones.

En suma, hemos de señalar que los resultados de este trabajo de investigación confirman la importancia de la especificidad de los activos de las variables tecnológicas (intensidad tecnológica e innovadora), y de las variables financieras (nivel de endeudamiento) en la explicación de la política de adquisiciones internacionales llevadas a cabo en España en el período 1991-1994.

Referencias bibliográficas

- [1] ANDERSON, T.; FREDRIKSON, T. y SVENSSON, R. (1996): *Multinational Restructuring Internationalization and Small Economies*, Routledge, Londres.
- [2] ANDERSON, E. y GATIGNON, H. (1986): «Modes of Foreign Entry: A Transaction Cost Analysis and Propositions», *Journal of International Business Studies*, otoño.
- [3] AOKI, M. (1988): *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, Nueva York.
- [4] BHAGAT, S.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1990): «Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization», *Brooking Papers in Economic Activity*, Microeconomics, páginas 1-48.
- [5] BELL, J. (1996): *Single or Joint-Venturing?. A Comprehensive Approach to Foreign Entry Mode Choice*, Averbury, Aldershot, Reino Unido.
- [6] BRICKLEY, J.; SMITH, C. y ZIMMERMAN, J. (1996): *Organizational Architecture: A Managerial Economics Approach*, Richard Irwin, Rochester.
- [7] BUCKLEY, P. J. y BROOKE, M. (1992): *International Business Studies: An Overview*, MacMillan, Londres.
- [8] BUCKLEY, P. y CASSON, M. (1976): *The Future of Multinational Enterprise*, MacMillan, Londres.
- [9] BUENO, A. y BOWDITSCH, M. (1989): *The Human Side of Mergers and Acquisitions. Managing Collisions Between People, Cultures and Organizations*, Jossey-Bass, San Francisco.
- [10] CASSON, M. (1987): *The Firm and the Market*, Basil Blackwell, Oxford.
- [11] CASSON, M. (1985): «Multinational Monopolies and International Cartels», en P. J. BUCKLEY y M. C. CASSON (eds.). *The Economic Theory of the Multinational Enterprise*, MacMillan, páginas 60-97, Londres.
- [12] CAVES, R. E. (1971): «International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment». *Economica*, número 38, febrero.
- [13] CAVES, R. E. (1996): *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge University Press, Cambridge, MA.
- [14] CAVES, R. y MEHRA, S. (1986): «Entry of Foreign Multinationals into US Manufacturing Industries», en M. PORTER, *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Boston.
- [15] CHATTERJEE, S. (1990): «Excess Resources Utilization Costs and Mode of Entry», *Academy of Management Journal*, número 33, páginas 780-800.
- [16] DAVIDSON, W. (1982): *Global Strategic Management*, Wiley, Nueva York.
- [17] DIETRICH, M. (1994): *Transaction Cost Economic and Beyond*, Routledge, Londres.

- [18] DUBIN, M. (1976): *Foreign Acquisitions and the Growth of the Multinational Firm*. Ph. Dissertation, Harvard Business School.
- [19] FLORIDA, R. y KENNY, M. (1991): «Transplanted Organizations: The Transfer of Japanese Industrial Organization to the US», *American Sociological Review*, número 56, páginas 381-398.
- [20] FREY, B. S. (1993): «Does Monitoring Increase Work Effort?. The Rivalry with Trust and Loyalty», *Economic Inquiry*, número 3, páginas 663-670.
- [21] GATIGNON, H. y ANDERSON, E. (1988): «The Multinational Corporations Degree of Control over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation», *Journal of Law Economics and Organization*, volumen IV, número 2, páginas 305-336.
- [22] GRANT, R. M. (1996): «Toward a Knowledge-based Theory of the Firm», *Strategic Management Journal*, páginas 109-122.
- [23] GOMES-CASSERES, B. (1989): «Ownership Structures of Foreign Subsidiaries: Theory and Evidence», *Journal of Economic Behavior and Organization*, enero, páginas 1-25.
- [24] HAY, D. y LIU, G. (1996): «When Firms Go in for Growth by Acquisitions?», *Discussion Paper* número 24. Middlesex University Business School, Londres.
- [25] HENNART, J. F. (1982): *A Theory of Multinational Enterprise*, University of Michigan Press. Ann Arbor.
- [26] HENNART, J. F. (1988): «A Transaction Cost Theory of Equity Joint-ventures». *Strategic Management Journal*, número 9, páginas 361-374.
- [27] HENNART, J. F. y PARK, Y. R. (1993): «Greenfield vs. Acquisitions: The Strategy of Japanese Investors in the United States», *Management Science*, volumen 39, número 9, páginas 1054-1070.
- [28] HOOVER, E. W. (1993): «Making Successful Acquisitions: United States», en BLEEKE, J. y ERNST, D. (ed.): *Collaborating to Compete*, Mckinsey, Nueva York, páginas 215-228.
- [29] JENSEN, M. (1988): «Takeovers: Their Causes and Consequences», *Journal of Economic Perspectives*, número 2, páginas 21-48.
- [30] JENSEN, M. C. y MECKLING, W. (1992): «Specific and General Knowledge and Organizational Structure», en L. WERIN y H. WIJKANDER (ed.), *Contract Economics*. Blackwell, Oxford.
- [31] KIM, W. C. y HWANG, P. (1992): «Global Strategy and Multinationals' entry Mode Choice», *Journal of International Business Studies*, número 23 (1), páginas 29-53.
- [32] KLECKA, W. (1980): *Discriminant Analysis*, Seage Pb. Beverly Hills, Ca.
- [33] KNICKERBOCKER, F. T. (1973): *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*, Division of Research, Graduate School of Business Administration University of Harvard, Boston.
- [34] MARTINEZ, A. (1995): *Empresas Multinacionales. Estructura Organizativa y Función Financiera*. Secretariado de Publicaciones, Universidad de Valladolid.
- [35] MARTINEZ SERRANO, J. y MYRO, R. (1992): «La penetración del capital extranjero en la industria española», *Moneda y Crédito*, número 194, páginas 149-190.
- [36] MARTINEZ J.; GIL, S.; PICAZO A.; ROCHINA, M. y SANCHIS, J. (1995): «Fusiones y adquisiciones en la economía española durante el periodo 1986-1991», *Economía Industrial*, número 306, páginas 95-115.
- [37] MINISTERIO DE INDUSTRIA Y ENERGIA (1994): *Encuesta sobre Estrategias Empresariales, 1991,1992, 1993, 1994*. Madrid.
- [38] MOSCHANDREAS, M. (1997): «The Role of Opportunism in Transaction Cost Economics», *Journal of Economic Issues*, volumen XXI, número 1, páginas 39-57.
- [39] OSTER, A. (1990): *Modern Competitive Analysis*, Oxford University Press, Nueva York.
- [40] PENROSE, E. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*, Blackwell, Oxford.
- [41] PFEFFER, J. y SALANCIK, G. (1978): *The External Control of Organizations*, Harper and Row, Nueva York.
- [42] PUCIK, V. y HATVANY, N. (1983): «Management Practices in Japan and their Impact on Business Strategy», en R. LAMB (de.): *Advances in Strategic Management*, JAJ Press, Greenwich.
- [43] ROTTEMBERG, J. J. (1991): «A Theory of Inefficient Intra-firm Transactions», *American Economic Review*, marzo, páginas 191-209.
- [44] RUGMAN, A. (1981): *Inside the Multinationals: The Economics of Internal Market*, Croon Helen, Londres.
- [45] TEECE, D. (1981): «The Multinational Enterprise: Market Failure and Market Power Considerations», *Sloan Management Review*, primavera, páginas 3-17.
- [46] THE TRANSLINK DEAL REVIEW (1994): *Mergers & Acquisitions, 1991, 1992, 1993, 1994*, Westhill Communications, Londres.
- [47] WILSON, B. (1980): «The Propensity of Multinational Companies to Expand Through Acquisitions», *Journal of International Business Studies*, número 11, páginas 59-65.
- [48] WILLIAMSON, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications*. Free Press, Nueva York.
- [49] WILLIAMSON, O.E. (1985): *The Economics Institutions of Capitalism*, Free Press, Nueva York.
- [50] YIP, G. (1982): «Diversification Entry: Internal Development vs. Acquisitions», *Strategic Management Journal*, número 3, páginas 331-345.
- [51] YOSHIDA, M. (1987): *Japanese Direct-Manufacturing Investment in the United States*. Praeger, Nueva York.
- [52] YU, C. M. y ITO, K. (1988): «Oligopolistic Reaction and Foreign Direct Investment: The Case of the US Tire and Textile Industries», *Journal of International Business Studies*, número 19, páginas 449-460.