



**Carolina Bona-Sánchez**  
Universidad de Las Palmas  
de Gran Canaria  
cbona@defc.ulpgc.es



**Jerónimo Pérez-Alemán**  
Universidad de Las Palmas  
de Gran Canaria  
jperez@defc.ulpgc.es



**Domingo J. Santana-Martín**  
Universidad de Las Palmas  
de Gran Canaria  
jsantana@defc.ulpgc.es

# Blindaje y capacidad informativa del resultado contable

Anti-takeover provisions and informativeness of accounting earnings

## I. - INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo analizamos la relación entre la calidad de la información contable corporativa tal como es percibida por los inversores y la presencia de medidas de blindaje. Los códigos de buen gobierno aprobados en España como el reciente Código Conthe recomiendan que las empresas renuncien al establecimiento de barreras estatutarias que impidan o dificulten el cambio de control. De otra parte, los escándalos financieros de Enron, WorldCom o Parmalat han reavivado el interés por los estudios que analizan la incidencia de determinados mecanismos gobierno corporativo en la calidad de las cifras contables divulgadas.

A pesar de este creciente interés, el conocimiento sobre el efecto de la presencia de medidas defensivas (MD's) en la calidad de la información contable es escaso, no concluyente y centrado básicamente en el entorno anglosajón. Así, Srinidhi y Sen (2007) muestran que las píldoras venenosas debilitan el gobierno de la empresa, reduciendo la relevancia valorativa de las cifras contables. Por el contrario, otros trabajos encuentran una relación significativamente positiva entre el nivel de acuerdos antiadquisición y diferentes atributos de calidad de la información contable (e.g., Fu y Liu, 2007; Zhao y Chen, 2008). Finalmente, Jiraporn (2005) analiza la incidencia de este tipo de acuerdos en la manipulación de los resultados contables, mostrando resultados de signo contrapuesto, dependiendo del tipo de acuerdo objeto de consideración.

**CODIGOS JEL:**  
M300; 410

Fecha de recepción y acuse de recibo: 28 de julio de 2008. Fecha inicio proceso de evaluación: 28 de julio de 2008. Fecha primera evaluación: 2 de septiembre de 2008. Fecha de aceptación: 29 de septiembre de 2008.



### **RESUMEN DEL ARTÍCULO**

El objetivo del trabajo es analizar la incidencia de las medidas defensivas (MD's) en la calidad de la información contable divulgada, en un contexto en el que el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre accionistas controladores y propietarios minoritarios. Utilizando un índice de blindaje diseñado a partir de las disposiciones estatutarias defensivas de las empresas cotizadas españolas, los resultados obtenidos evidencian una incidencia negativa de las MD's en la calidad de la información contable

### **EXECUTIVE SUMMARY**

The aim of this research is to examine the effect of anti-takeover provisions (ATP's) on the quality of accounting earnings, in a country where, as in most countries in the world, the salient agency problem is expropriation of minority shareholders by controlling owners. Through the development of an anti-takeover index that measures the level of defence contained in Spanish listed firms' by-laws, the results reveal a negative incidence of ATP's on earnings quality.

Europa continental ofrece un escenario único para ampliar el estudio de esta relación, ya que a diferencia de lo que ocurre en el ámbito anglosajón el sistema de gobierno de las empresas cotizadas se caracteriza por una menor protección de los intereses de los inversores externos, la debilidad del mercado de control corporativo, un menor desarrollo de los mercados de capitales y una mayor presencia de estructuras de propiedad concentrada. En el citado contexto las empresas cotizadas no están dirigidas por directivos con escasa participación en la propiedad de la empresa sino por accionistas controladores (La Porta *et al.*, 1999) idealmente posicionados para supervisar la actuación directiva. Ello conlleva un desplazamiento del tradicional conflicto de agencia entre directivos y accionistas (e.g., Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) a la divergencia de intereses entre propietarios controladores y accionistas minoritarios (e.g., La Porta *et al.*, 2000; Villalonga y Amit, 2006). De

esta manera, al igual que ocurre en la mayoría de los países del mundo, el principal problema de agencia en Europa Continental es la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los propietarios controladores (e.g., Faccio *et al.*, 2001; Burkart *et al.*, 2003).

En este contexto, las MD's adoptadas por las empresas incrementan el poder de negociación de los accionistas controladores ante una potencial adquisición, condicionando los incentivos de estos últimos a la expropiación de rentas.

En esta línea, señala Cuervo (2002) que aunque en Europa continental las MD's son presentadas a la junta general de accionistas como un mecanismo favorecedor del interés general frente a agresiones externas, en realidad son utilizadas para "blindar" los intereses particulares de los accionistas controladores. Asimismo, Nenova (2003) indica que en los países de origen legal civil las MD's concentran poder en manos de los accionistas controladores provocando, de esta manera, su atrincheramiento. En este sentido, los estudios de eventos que se han centrado en el mercado español muestran que las MD's inciden negativamente en el valor de la empresa (e.g., Fernández y Gómez, 1997; Alemany y Crespi, 2001). Estos resultados reflejan el agravamiento de los problemas de agencia derivados de la presencia de mecanismos que permiten defender los beneficios privados de los accionistas controladores.

Así pues, la presencia de MD's podría exacerbar el problema de agencia propio de la Europa continental, conduciendo a los accionis-

***Dentro de las distintas técnicas utilizadas para medir la eficiencia, destaca el análisis de la envolvente de datos o DEA (Data Envelopment Analysis).***



tas controladores a utilizar su posición de poder para adoptar decisiones encaminadas a la obtención de beneficios privados que lesionan los intereses del resto de accionistas. Ello provocaría un descenso en la calidad del resultado percibida por los inversores que en lugar de reflejar la auténtica sustancia económica de las operaciones realizadas por la empresa, se convertiría en fiel reflejo de los intereses particulares del accionista de control.

En nuestro trabajo la calidad es medida en términos de capacidad informativa. El análisis de la capacidad informativa de los resultados contables se realiza tradicionalmente a partir de la magnitud del coeficiente estimado en la regresión entre la rentabilidad de las acciones y los resultados contables -*earnings response coefficient*- (Teo y Wong, 1993; Imhoff y Lobo, 1992; Warfield *et al.*, 1995; Subramanyan y Wild, 1996; Fan y Wong, 2002; Gul y Wah, 2002; Yeo *et al.*, 2002). Para dar cumplimiento a nuestro objetivo hemos construido un índice de blindaje a partir de la recopilación y análisis de los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas en el periodo 1997-2003, lo que posibilita analizar la incidencia del blindaje sobre la capacidad informativa de los resultados contables.

Los resultados del trabajo ponen de manifiesto la existencia de una relación significativamente negativa entre el nivel de MD's y la capacidad informativa de los resultados contables, evidenciando, por tanto, que el blindaje reduce la transparencia informativa en el mercado de capitales español.

## 2.- EL BLINDAJE EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

Para la realización del estudio contamos con un panel incompleto de 95 empresas no financieras cotizadas españolas en el periodo 1997-2003, todo lo cual determina 488 observaciones empresa-año con valores en todas las variables consideradas en nuestro trabajo. La incidencia de las MD's en la calidad del resultado es analizada a través de un "índice de blindaje" construido a partir de las disposiciones defensivas adoptadas en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas. A este respecto, el acceso a determinadas fuentes de información de carácter secundario tales como los servicios de documentación de diferentes medios de comunicación, los informes anuales de las empresas o los folletos informativos elaborados por las compañías emisoras en las operaciones del mercado primario, podrían permitir recabar cierta información relativa a los estatutos sociales de una empresa. No obstante, dichas fuentes de información

### PALABRAS CLAVE

Blindaje, Capacidad informativa

### KEY WORDS

Anti-takeover, provisions informativeness

secundarias no permiten la recopilación de la totalidad de las disposiciones estatutarias defensivas con las que cuenta una empresa a lo largo de un periodo de tiempo ni permiten, por tanto, determinar adecuadamente el nivel de blindaje de una empresa. Tampoco es factible analizar, a partir del análisis de la información contenida en las referidas fuentes de información secundarias, el comportamiento a lo largo del tiempo de la variable de gobierno objeto de estudio, en nuestro caso el nivel de blindaje. Así pues, los inconvenientes anteriores conllevan la necesidad de recurrir a la generación de fuentes primarias de información.

Las fuentes de información utilizadas para recopilar los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas son diversas y vienen condicionadas por el periodo de tiempo al que éstos se refieren, diferenciándose a este respecto dos etapas. La primera, comprendida entre 1997 y 2002, caracterizada por la ausencia de una obligación expresa de publicar sus estatutos sociales. Así, para la obtención de los mismos a lo largo de este periodo, solicitamos a cada una de las empresas de la muestra y para cada uno de los años objeto de estudio los estatutos sociales vigentes con todas las modificaciones efectuadas desde su constitución hasta finales de 2002, siendo muy escaso el nivel de respuestas afirmativas (aproximadamente un 10% de las sociedades analizadas). Ante dicha situación, solicitamos a cada uno de los registros mercantiles provinciales en los que se encuentran domiciliadas las empresas cotizadas la nota simple de la información antes descrita, ya que ni el Registro Mercantil Central ni los registros provinciales poseen una base de datos en la que se recojan los estatutos sociales de las sociedades domiciliadas en España. En una segunda etapa, que comprende el año 2003 la aprobación de la ley 26/2003 y su desarrollo posterior recogido en la Orden Ministerial ECO/3722/2003, de 26 de diciembre y en la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, permitió la obtención de los estatutos sociales de las empresas cotizadas y sus modificaciones a través de las páginas *web* de dichas sociedades.

Una vez recopilada la totalidad de los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas a lo largo del periodo 1997-2003, identificamos hasta cinco disposiciones estatutarias defensivas que podían ser utilizadas por dichas sociedades en su normativa específica de gobierno, las cuales se recogen en el cuadro 1. Las disposiciones adoptadas por las empresas cotizadas españolas pueden ser calificadas, siguiendo el criterio de agrupación propuesto por Danielson y

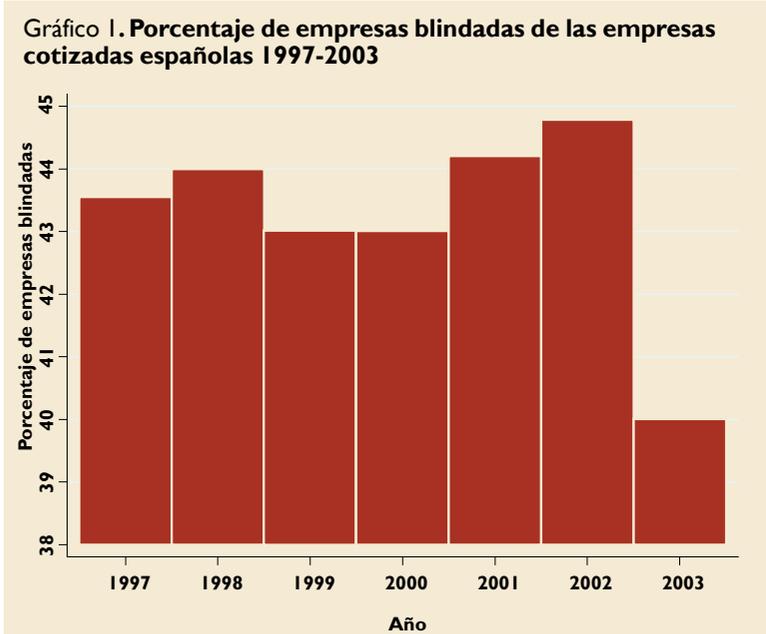
Karpoff (1998), como disposiciones de control interno, ya que las mismas no afectan directamente al coste que le supondría a un potencial comprador acumular un paquete significativo de acciones, por cuanto no intervienen de manera directa en el precio que se debe pagar o en la cantidad de acciones que se deben comprar para adquirir una empresa, sino que persiguen, fundamentalmente, elevar el coste que a un accionista externo le supondría el ejercicio de control, dificultando de manera indirecta una posible adquisición hostil de la empresa.

**Cuadro I. Disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1997-2003**

<b>LÍMITE EN EL PORCENTAJE DEVOTO</b>	En los estatutos sociales se introduce un porcentaje máximo de votos que puede emitir un accionista (generalmente un 10%) independientemente de poseer una participación superior.
<b>MAYORÍAS CUALIFICADAS</b>	Los estatutos sociales exigen mayorías superiores a las establecidas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para la adopción de los llamados supuestos especiales (emisión de obligaciones, aumentos o reducción de capital, fusión, modificación de estatutos, etc.). Generalmente se exige una mayoría entre el 75% y el 90% del capital
<b>ANTIGÜEDAD COMO ACCIONISTA PARA SER CONSEJERO</b>	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser accionista durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser consejero.
<b>ANTIGÜEDAD COMO CONSEJERO PARA SER PRESIDENTE</b>	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser consejero durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser presidente y/o vicepresidente del consejo de administración.
<b>RENOVACIÓN ESCALONADA DEL CONSEJO</b>	Los estatutos sociales determinan que la renovación del consejo se realiza de manera escalonada, generalmente en fracciones de un medio o un tercio, en periodos de 2 años.

A partir de la identificación y recopilación de las disposiciones estatutarias elaboramos un índice de blindaje; sumando un 1 por cada disposición defensiva que posea la sociedad en sus estatutos sociales. De esta manera, el índice de blindaje puede presentar valores que fluctúen entre cero y cinco, de tal modo que un mayor valor del índice indica la presencia de un mayor nivel defensivo en los estatutos de la empresa. La utilización de un índice simple conlleva una serie de limitaciones, entre las que cabe destacar la imposibilidad de mostrar la importancia relativa de cada una de las MD's. No obstante, en los trabajos precedentes que han construido índices defensivos (e.g., Danielson y Karpoff, 1998; Gompers *et al.*, 2003; Nenova, 2003; Bebchuk *et al.*, 2005) se utilizan índices simples, argumentando que éstos son más transparentes y no requieren la realización de juicios sobre la





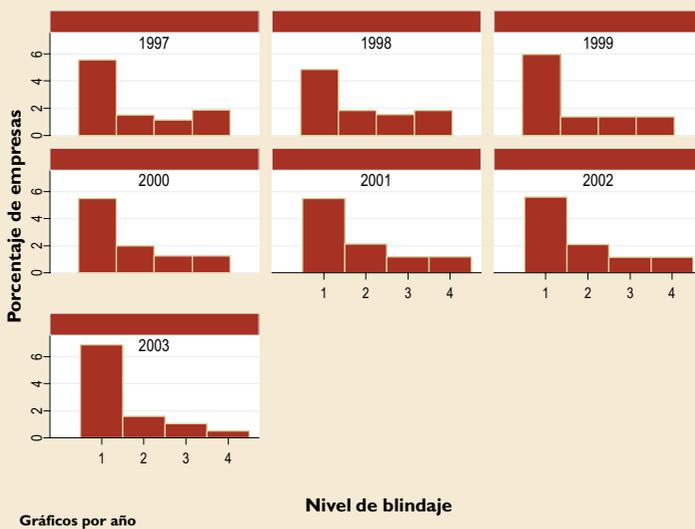
eficacia de cada una de las medidas anteriores como mecanismos defensivos. Además, el índice utilizado en esta investigación comprende únicamente MD's que para ser adoptadas deben ser aprobadas por los accionistas, lo cual, de acuerdo con Lange *et al.* (2000) elimina posibles sesgos de heterogeneidad, derivado de la agregación de medidas que requieren o no su aprobación en junta general.

***Las medidas relacionadas con el poder de voto en la junta general de accionistas (límite en el porcentaje de voto y mayorías cualificadas) son las disposiciones más utilizadas***

En el Gráfico 1 recogemos la distribución de las empresas cotizadas españolas en función de si adoptan o no disposiciones estatutarias defensivas. Así, se observa un crecimiento del porcentaje de empresas blindadas hasta el año 2002, al pasar del 43,55 al 44,79%, apreciándose un descenso en el año 2003 donde el porcentaje de empresas blindadas se sitúa en el 40%. Este descenso puede deberse a la legislación sobre transparencia que entró en vigor en dicho año y que incluía entre otros aspectos una obligación para las empresas cotizadas españolas de publicar sus estatutos sociales en sus páginas *web*.

En relación con el nivel defensivo (Gráfico 2) destacamos el importante aumento experimentado por las sociedades que mantienen en sus estatutos una sola disposición defensiva, que pasa del 53,85% en 1997 al 72,73% en 2003. Con dos disposiciones, el porcentaje evoluciona hacia el 18,18%, con un ligero descenso a lo largo del periodo objeto de estudio. De esta forma, a finales del periodo analiza-

**Gráfico 2. Nivel de blindaje de las empresas cotizadas españolas 1997-2003**

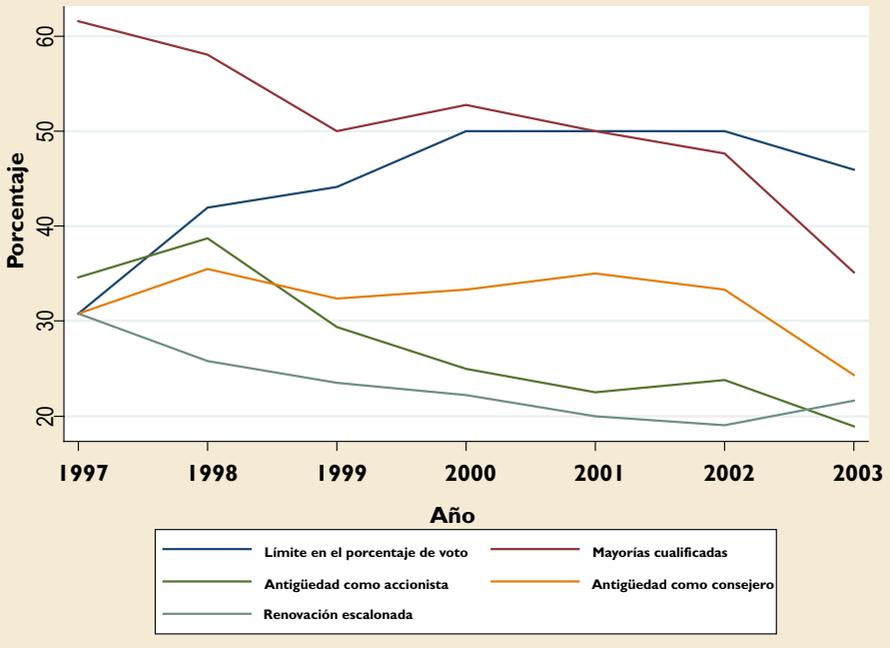


do aproximadamente el 90% de las empresas blindadas presenta un nivel de blindaje inferior a 3. Como podemos observar, el porcentaje de empresas con tres o cuatro disposiciones defensivas evoluciona a la baja a lo largo del periodo considerado, situándose en valores próximos al 6% y al 3%, respectivamente, en el año 2003. Además, debemos señalar que ninguna de las sociedades cuenta con cinco MD's en sus estatutos en el periodo objeto de estudio.

En el gráfico 3 mostramos la distribución de las MD's adoptadas por las empresas cotizadas españolas en el periodo 1997-2003. Los datos revelan que las medidas relacionadas con el poder de voto en la junta general de accionistas (límite en el porcentaje de voto y mayorías cualificadas) son las disposiciones más utilizadas. En relación con la evolución de dichas medidas, en general se observa una tendencia inversa en ambas variables, decreciente en las mayorías cualificadas y creciente en el límite en el porcentaje de voto. En referencia a las disposiciones que regulan la composición del consejo de administración, los datos indican un menor uso de este tipo de medidas con respecto a las anteriores, no reflejándose una tendencia clara en cuanto a su evolución. El peso de las MD's identificadas en el presente estudio se encuentra en consonancia con los trabajos de Fernández y Gómez (1997) y Alemany y Crespi (2001). Además, difieren de las identificadas en el índice de Gompers *et al.* (2003), lo cual está en consonancia con el estudio de Nenova (2003), en el que

se muestra que en las empresas de los países de ley civil, entre los que se encuentra España, se tiende a adoptar en mayor medida las disposiciones defensivas que limitan el voto o la transferencia de las acciones, frente a los países del entorno anglosajón en los que tienen un mayor peso las píldoras venenosas o los incrementos de poder de voto ante ciertos eventos corporativos<sup>1</sup>.

Gráfico 3. Evolución de las medidas defensivas durante el periodo 1997-2003<sup>1</sup>



### 3.- INCIDENCIA DEL BLINDAJE EN LA CAPACIDAD INFORMATIVA DE LOS RESULTADOS CONTABLES

El análisis de la capacidad informativa de los resultados contables se realiza tradicionalmente estudiando la incidencia de los resultados contables en la rentabilidad de las acciones (e.g., Teo y Wong, 1993; Imhoff y Lobo, 1992; Warfield *et al.*, 1995; Subramanian y Wild, 1996; Fan y Wong, 2002; Gul y Wah, 2002; Yeo *et al.*, 2002). Para ello se utiliza la regresión como técnica estadística, donde la rentabilidad de las acciones (variable dependiente) se corresponde con la rentabilidad acumulada ajustada por la evolución del mercado

de la empresa, que es calculada de manera continua con los precios 12 meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil (31 de marzo). Por su parte, el resultado (variable independiente) se corresponde con el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año.

De esta manera, consideramos en nuestro estudio cómo afecta el nivel de blindaje a la relación rentabilidad-resultados, al tiempo que controlamos por la posible incidencia de otras variables adicionales, tales como el endeudamiento, el tamaño, la Q de Tobin, la propiedad en manos del accionista controlador y el efecto anual (e.g., Collins y Kothari, 1989; Dhaliwal *et al.*, 1991; Kothari, 2001; Fan y Wong, 2002; Santana *et al.*, 2007).

Como herramienta estadística para la estimación de los parámetros de la regresión hemos utilizado el método generalizado de los momentos<sup>2</sup>, al tiempo que han sido eliminados los valores considerados extremos<sup>3</sup>, que podrían desvirtuar las estimaciones obtenidas.

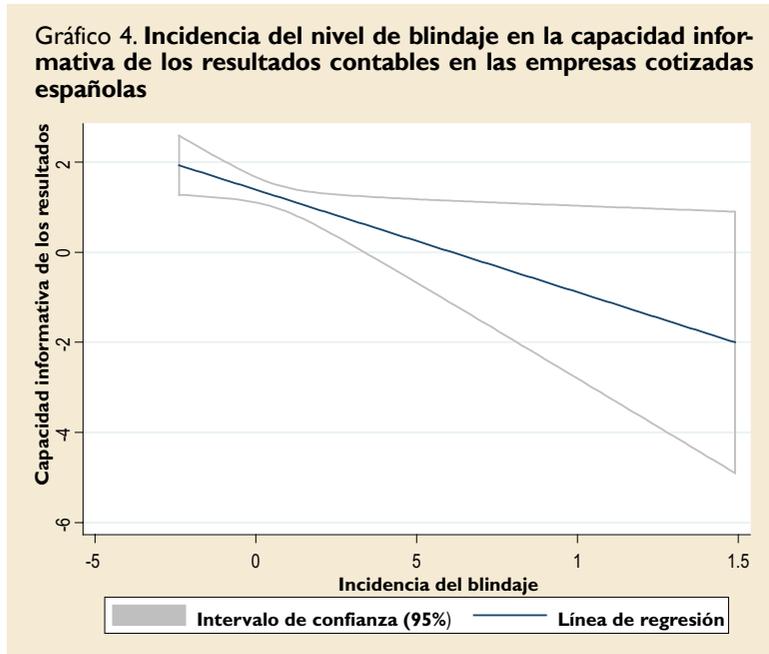
Por lo que respecta a los resultados alcanzados, se aprecia (Gráfico 4), tal como esperábamos, una relación significativamente negativa entre el índice de blindaje y la capacidad informativa de los resultados contables divulgados por la empresa ( $\beta = -0,80$ ;  $p < 0,05$ ). De este modo, nuestro trabajo proporciona evidencia de que el nivel de blindaje es percibido como un factor determinante de la calidad de la información contable suministrada.

Por su parte, en cuanto a la incidencia del endeudamiento, se ha obtenido un efecto significativamente negativo del endeudamiento ( $\beta = -2,15$ ;  $p < 0,01$ ) en la capacidad informativa de los resultados contables, por lo que en línea con Fan y Wong (2002), dicho resultado corrobora el papel supervisor de los prestamistas, lo que reduce los incentivos a la expropiación de riqueza por parte de los accionistas controladores. Asimismo, la incidencia de la propiedad en manos del accionista controlador sobre la capacidad informativa de los resultados contables es significativamente negativa ( $\beta = -0,02$ ;  $p < 0,01$ ), lo cual es consistente con los resultados obtenidos por Fan y Wong (2002) y Santana *et al.* (2007), quienes ponen de manifiesto la presencia de un efecto atrincheramiento asociado a la concentración de propiedad en manos del propietario controlador. Finalmente, se ha obtenido una incidencia significativamente positiva del tamaño en la capacidad informativa del resultado divulgado ( $\beta = 0,29$ ;  $p < 0,05$ ), lo

cual pone de manifiesto, en línea con la literatura precedente, que la calidad de la información contable está positivamente relacionada con el tamaño de la empresa (e.g., Atiase, 1985; Freeman, 1987).

## 6.- CONCLUSIONES

Gráfico 4. Incidencia del nivel de blindaje en la capacidad informativa de los resultados contables en las empresas cotizadas españolas



En este estudio abordamos la incidencia del blindaje en la capacidad informativa de los resultados contables utilizando un índice construido a partir de la recopilación y análisis de los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas en el periodo 1997-2003. Los resultados alcanzados muestran una incidencia significativamente negativa del nivel de blindaje en la capacidad informativa de los resultados contables. Dichos resultados son consistentes con un aumento en los incentivos a la obtención de beneficios privados por parte de los accionistas controladores, a medida que se reduce la disciplina ejercida por el mercado de control corporativo. De este modo, el mercado entiende que el papel supervisor atribuido a los accionistas de control a través del consejo de administración disminuye su eficacia ante un aumento en las cláusulas que introducen barreras a la adopción de medidas de control. Debido a ello, el mercado otorga menor credibilidad a la información contable suministrada por las empresas más blindadas, al entender que ésta se aleja del fiel reflejo de las opera-

ciones realizadas para convertirse en un mecanismo al servicio de los intereses particulares del accionista de control.

Por tanto, nuestro estudio pone de manifiesto que a pesar de los esfuerzos institucionales encaminados al aumento de la transparencia, la presencia de MD's incide negativamente en la credibilidad de los resultados contables. Los resultados del estudio deberían ser convenientemente considerados por el legislador ya que la limitación en el uso de medidas de blindaje debería ir más allá de una mera recomendación, al objeto de promover una mejora en la transparencia informativa que redunde en una mejor protección de los intereses de los accionistas minoritarios y consecuentemente en un mejor funcionamiento de los mercados de capitales.

---

## BIBLIOGRAFÍA

- Aleman, M. y Crespi, R. (2001) Spanish antitakeover devices and corporate performance, *Quarterly Journal of Economic Research*, 2, 214-224.
- Bebchuk, L.A., Cohen, A. y Ferrell, A. (2005) What matters in corporate governance?, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper, No. 491.
- Burkart, M.; Panunzi, F. y Shleifer, A. (2003) Family firms, *The Journal of Finance*. Vol. LVIII, 2167-2201.
- Collins, D. W., y Kothari, S.P. (1989) An Analysis of Intertemporal and crosssectional Determinants of Earnings Response Coefficient, *Journal of Accounting and Economics*, 11, 143-81.
- Cuervo, A. (2002) Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control, *Corporate Governance: An International Review* 10, 84-93.
- Dhaliwal, D., Kyung, L. y Neil, F. (1991) The Association between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage, *Contemporary Accounting Research*, 8, 20-41.
- Danielson, M.G. y Karpoff, J.M. (1998) On the uses of corporate governance provisions, *Journal of Corporate Finance*, 4, 347-371.
- Faccio, L., Lang, L. y Young, L. (2001) Dividends and expropriation, *American Economic Review*, 91, 54-78.
- Fama, E.F. (1980) Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983) Separation of ownership and control, *Journal of Law & Economics* XXVI, 301-325.
- Fan, J.P.H. y Wong T.J. (2002) Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Fernández Álvarez, A.I. y Gómez-Ansón, S. (1997) La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español, *Investigaciones Económicas*, XXI, 129-138.
- Fu, H. y Liu, M.H. (2007) Anti-Takeover Provisions and Corporate Disclosure, *American Accounting Association, Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting*.
- Gompers, P.A., Joy, L., Ishii, J.L. y Metrick, A. (2003) Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Gul, F.A. y Wah, L.K. (2002) Insider entrenchment, board leadership structure and informativeness of earnings, Working Paper, disponible en <http://ssrn.com/abstract=304399>.
- Imhoff, E.A. y Lobo, G.J. (1992) The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings re-



- sponse coefficients, *The Accounting Review*, 67, 427-439.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economic* 3, 305-360.
- Jiraporn, P. (2005) An empirical analysis of corporate takeover defenses and earnings mismanagement: evidence from the US, *Applied Financial Economics* 15 (5), 293-303.
- Kothari, S.P. (2001) Capital markets research in accounting, *Journal of Accounting and Economics* 31, 105-231.
- Lange, H., Ramsay, I. y Woo, L-A. (2000) Corporate governance and anti-takeover devices: evidence from Australia, *Corporate Governance: An International Review*, 8, 227-243.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999) Corporate ownership around the world, *The Journal of Finance*, LIV, 471-517.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000) Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Nenova, T. (2003) The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics* 68, 325-351.
- Santana-Martín, D.J., Bona-Sánchez, C. y Pérez-Alemán, J. (2007) Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 133, 55-72.
- Santana Martín, D.J. y Aguiar Díaz, I. (2007) Una década de blindaje en España, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía nº 22.
- Srinidhi, B. y Sen K. (2007) The Effect of Poison Pill Adoption on Compensation, Earnings Management and Value Relevance, *China International Conference in Finance*, Chengdu (China).
- Subramanyam, K., Wild, J., (1996) Going-concern status, earnings persistence, and informativeness of earnings, *Contemporary Accounting Research*, 13, 251-273.
- Teo, S.H. y Wong, T.J. (1993) Perceived auditor quality and the earnings response coefficients, *The Accounting Review*, 68, 346-367.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006) How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Warfield, T. D., Wild, J.J. y Wild, K.L. (1995) Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61-91.
- Yeo, G.H.H., Tan, P.M.S., Ho, K.W. y Chen, S.S. (2002) Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings, *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 1023-1046.

---

## Notas

1. Autor de contacto: Departamento de Economía Financiera y Contabilidad; Universidad de Las Palmas de Gran Canaria; Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Campus Universitario de Tafira; 35017 Las Palmas de Gran Canaria; España.
2. Se define empresa blindada como aquella en cuyos estatutos sociales se incorpora al menos una medida defensiva.
3. Ver Santana y Aguiar (2007) para un análisis descriptivo más amplio de las disposiciones estatutarias defensivas adoptadas por las empresas cotizadas españolas.
4. Porcentaje calculado sobre empresas blindadas.
5. De esta manera evitamos los problemas de endogeneidad de la variable relativa al índice de blindaje. Más concretamente se han utilizado como instrumentos de esta variable los siguientes: el valor del índice de blindaje en los dos años anteriores, el porcentaje de derechos de voto en manos del accionista controlador, la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* en manos del accionista controlador, el endeudamiento, el tamaño y la Q de Tobin.
6. Se han eliminado aquellas observaciones cuyos residuos studentizados.

## Anexo

Tabla A.I. Listado de empresas analizadas y nivel de blindaje a 31/12/2003

EMPRESA	NIVEL DE BLINDAJE
ABENGOA	1
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	0
ACCIONA	1
ACERALIA CORPORACION SIDERURGICA	1
ACERINOX	1
ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS	0
ADOLFO DOMINGUEZ	1
ALDEASA	0
ALTADIS	2
AMADEUS	1
AMPER	0
AVANZIT	0
AZKOYEN	0
BARON DE LEY	4
BEFESA MEDIO AMBIENTE	0
BODEGAS RIOJANAS	2
CAMPOFRIO ALIMENTACION	0
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS	0
CIE AUTOMOTIVE.	0
COMPANIA ESPANOLA DE PETROLEOS	0
COMPANIA VINICOLA DEL NORTE ESPANA	1
CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FERROCARRILES	0
CORTEFIEL	4
DOGI INTERNATIONAL FABRICS	0
DURO FELGUERA	0
EBRO PULEVA	0
ENDESA	1
ERCROS	0
ESPANOLA DEL ZINC	0

EUROPISTAS CONCESIONARIAS ESPANOLAS	0
FAES FARMA	1
FEDERICO PATERNINA	0
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS	0
FUNESPANA	1
GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA	0
GAS NATURAL	0
GLOBAL STEEL WIRE	1
GRUPO EMPRESARIAL ENCE	2
GRUPO FERROVIAL	0
IBERDROLA	1
IBERIA LINEAS AEREAS DE ESPANA	0
IBERPAPEL GESTION	0
INBESOS	0
INDO INTERNACIONAL	0
INDRA SISTEMAS	0
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	0
INMOBILIARIA COLONIAL	0
INMOBILIARIA URBIS	1
INVERSIONES PICOS DE EUROPA	0
LA SEDA DE BARCELONA	1
LINGOTES ESPECIALES	1
LOGISTA	0
MECALUX	0
METROVACESA	0
MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL	0
NATRA	0
NH HOTELES.	2
NICOLAS CORREA	1
OBRASCON HUARTE LAIN	0
PAPELES Y CARTONES DE EUROPA	0
PARQUES REUNIDOS	0
PESCANOVA	0

PROMOTORA DE INFORMACIONES	0
PROSEGUR COMPANIA DE SEGURIDAD	1
PULEVA BIOTECH	1
RECOLETOS GRUPO DE COMUNICACIÓN	0
RED ELECTRICA DE ESPANA	1
REPSOLYPF	3
SACYR VALLEHERMOSO	1
SERVICE POINT SOLUTIONS	0
SNIACE	1
SOCIEDAD ESPANOLA DEL ACUMULADOR TUDOR	0
SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA	0
SOGECABLE	0
SOL MELIA	1
SOS CUETARA	3
SOTOGRADE	1
TABLEROS DE FIBRAS	0
TAVEX ALGODONERA	0
TECNOCOM TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA	0
TELEFONICA	3
TELEFONICA MOVILES	0
TELEFONICA PUBLICIDAD E INFORMACION	0
TELEPIZZA	3
TERRA NETWORKS	0
TESTA INMUEBLES EN RENTA	0
TRANSPORTES AZKAR.	1
TUBACEX	2
UNION FENOSA	0
UNIPAPEL	1
URALITA	0
VIDRALA	0
VISCOFANA	0
ZARDOYA OTIS	1
ZELTIA	2