Warum Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen in Spanien?*

Von Margalida Alemany** und Rafel Crespí-Cladera***

Summary

The adoption of takeover protections, from the empirical side, has been focused to find supporting evidence to the entrenchment hypothesis or to the shareholder value hypothesis. The expected result is a negative impact on shareholder wealth when decisions for additional takeover defenses are taken. Alternatively, external control gives more negotiation power, allowing for higher takeover prices, which is expected to increase shareholders' wealth.

These two hypotheses have been widely tested in the US and the UK, where the market for corporate control is active, however they gained little attention in continental Europe. Our research, based on a sample of Spanish listed companies, reports several types of takeover protections, some of them, like voting caps, are very strong.

The underlying question of the paper is about the reason why companies protect themselves against takeover and about the impact on shareholder's returns. Using the event study methodology, our results support the existence of a significant wealth effect, measured by an abnormal return of 0.5%, at the date of adoption, although the cumulative abnormal return for a [–8, +4] window is negative and significant. These inconclusive results reinforce the evidence that protections have been adopted by companies in a growing economic context. Effectively the companies of the sample outperform market and industry stock returns. Additional explanations of the significance of abnormal returns like stock trade volume, ownership structure, power of the takeover protection or industry are not supported by empirical results.

1. Einführung

Die Vielzahl freundlicher und feindlicher Übernahmen in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich während der 80er Jahre löste eine umfangreiche Debatte über die Ursachen und Folgen von Unternehmensübernahmen für den Markt für Unternehmenskontrolle (corporate control) aus. Einerseits werden Übernahmen als Korrektiv für Management-Ineffizienzen gesehen, wenn etwa ein neues Management zu einer effizienten Allokation der Ressourcen im Unternehmen führt und der Unternehmenswert dadurch maximiert wird. Unternehmen mit hohen Agency-Kosten erfahren so über den Kapitalmarkt eine gewisse Disziplinierung ihres Managements, wenn sie nicht eine Übernahme durch Konkurrenten riskieren wollen.

Andererseits zeigen sich nach einigen leidvollen Erfahrungen mit spekulativen Unternehmenszerschlagungen auch die negativen Folgen der Übernahmewelle in Form eines zunehmend myopisch orientierten Managerverhaltens. Nicht selten führen kurzfristig orientierte Entscheidungen des Managements zu einem Engagement in Projekte, die aus langfristiger Perspektive nicht optimal sind. Managemententscheidungen werden zudem zu stark von Entwicklungen am Kapitalmarkt bestimmt. Übernahmen, die nur deshalb erfolgen, weil der Börsenkurs so niedrig

* Dieses Forschungspapier wurde durch die spanische Regierung gefördert unter DGES PB97-0185-C03-03. Wir danken Robert Chirinko, Dennis Mueller, Alan Hughes, Andrew Cosh für wertvolle Hinweise. Die Autoren danken ferner den Teilnehmern des Corporate Governance Workshop 2000 in Berlin für die Diskussion des Papiers.

** Dept. Economica I Empresa, Universitat des les Illes Balears

*** Dept. Economia I Empresa, Universitat de les Illes Balears (UIB), Universitat Autonoma Barcelona. Contact: Rafel Crespí-Cladera, Dep. Economia i Empresa, Universitat Illes Balears (UIB), Campus Cra. Valldemossa. Km 7, 07071 Palma Mallorca, Spain, Tel: +34 971 173273, Fax: +34 971 173426, e-mail: Rafel.Crespi@uib.es

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ist, schaffen aber letztlich keine neuen Werte, sondern führen nur zu einer Umverteilung des Unternehmensvermögens, zu einer anderen Eigentümerstruktur und einer Abnahme der ökonomischen Wohlfahrt. Auch die Langfristplanungen der Unternehmen sind davon betroffen, wenn etwa Ausgaben für Forschung und Entwicklung zurückgefahren werden und die Kapitalstruktur ein kritisches Leverage-Niveau aufweist.

Im Zuge dieser Debatte diskutierte man auch die Frage, ob der Markt für Unternehmenskontrolle durch Erleichterung von Übernahmen gefördert oder — wie von Managern gefordert — durch Abwehrmaßnahmen (takeover defenses) — etwas gebremst werden sollte. Bei Abwehrmaßnahmen gibt es jedoch zwei Seiten zu beachten: zum einen den Schutz der Anleger (shareholder), zum andern den Schutz des Managements (entrenchment).

Die shareholder-Hypothese unterstellt, dass ein gegen Übernahmen besser geschütztes Management im Falle eines feindlichen Übernahmeversuchs höhere Preise für Unternehmensbeteiligungen, d. h. höhere Verkaufspreise für die eigenen Aktien, erzielen kann. Gleichzeitig werde dadurch, so wird argumentiert, das vom Topmanagement in das Unternehmen investierte Humankapital besser geschützt. Im Gegensatz dazu fokussiert die Abschottungs-Hypothese auf den Schutz des Managements: Ziel von Abwehrmaßnahmen ist es, die Wahrscheinlichkeit von Übernahmen dadurch zu reduzieren, dass man für das übernehmende Unternehmen die Übernahme der Kontrolle des Zielunternehmens erschwert und verteuert.

Die beiden konkurrierenden Hypothesen wurden in verschiedenen Studien getestet. Der überwiegende Teil der empirischen Literatur verwendet dabei die so genannte event-Methode; dabei werden die Auswirkungen von Abwehrmaßnahmen auf die Aktienkurse der Anleger angesichts asymmetrischer Information gemessen. Die empirische Evidenz ist nicht eindeutig. Für ein Sample von 100 Unternehmen ergaben sich bei DeAngelo und Reis (1983) im Durchschnitt keine signifikant von Null verschiedenen außerordentlichen Kursgewinne. Linn und McConnell (1983) ermittelten für ein größeres Unternehmenssample einen positiven außerordentlichen Durchschnittsgewinn von 1,48 % für die Zeit, in der verschiedene Abwehrmaßnahmen beschlossen wurden. Jarrell und Poulsen (1987) erhalten für ein 20 Tage vor der Satzungsänderung beginnendes Zeitfenster einen positiven kumulierten außerordentlichen Kursgewinn. Malatesta und Walking (1988), Karpoff und Malatesta (1989), Mahoney und Mahoney (1993) sowie McWilliams und Sen (1997) ermittelten hingegen signifikant negative Effekte auf Aktienkurse als Reaktion auf beschlossene Abwehrmaßnahmen. Alle oben erwähnten Studien beziehen sich auf US-Gesellschaften im Kontext eines Corporate governance-Regimes, das sich durch einen aktiven Markt für Unternehmenskontrolle, weit gestreuten Kapitalbesitz und einen relativ gut entwickelten gesetzlichen Schutz für Minderheitsaktionäre (La Porta, López De-Silanes, Shleifer, Vishny 1997) auszeichnet.

Die Dynamik des Marktes für Unternehmenskontrolle in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich unterscheidet sich von der Kontinentaleuropas. Kabir, Cantrijn und Jeunink (1997) belegen diese Unterschiede am Beispiel der Niederlande und Deutschlands. Als bedeutende Faktoren erweisen sich dabei die Aktivität der Kapitalmärkte, die Eigentümerstruktur, die Charakteristik der wichtigsten Anteilseigner und die konkreten gesetzlichen Bestimmungen (governance rules).

In Spanien gibt es zwar formal einen Markt für Unternehmenskontrolle, doch ist dieser bisher kaum in Erscheinung getreten. Die meisten Übernahmen waren freundlicher Natur. Die aktuellen gesetzlichen Bestimmungen über die Schwellenwerte für ein Übernahme-Angebot verdeutlichen, warum die Mehrzahl der mehr als zweihundert Transaktionen zwar formal Übernahmen sind, jedoch als Fusionen bzw. freundliche Zusammenschlüsse zwischen Gesellschaften zur Realisierung von Steuervorteilen anzusehen sind.

Ohne aktiven Markt für Unternehmenskontrolle muss das Management nicht befürchten, von einem fremden Management übernommen zu werden. An die Stelle des Marktes für Unternehmenskontrolle treten dann interne Kontrollmechanismen; sie sollen dafür sorgen, dass Interessenskonflikte zwischen Management und Anlegern möglichst gering gehalten werden. Unter den geschilderten Umständen ist natürlich die Frage berechtigt, welchen Sinn Abwehrmaßnahmen machen, wenn kaum Übernahmen drohen.

Der Vorteil eines marktorientierten Unternehmenskontrollsystems wie im Vereinigten Königreich oder in den Vereinigten Staaten muss darin gesehen werden, dass ein hochliquider Kapitalmarkt mit weit gestreutem Kapitalbesitz und zahlreichen Diversifikationsmöglichkeiten vorliegt. Während einerseits also fehlende Kontrollanreize dem Management einen gewissen Spielraum für seine Geschäftspolitik verschaffen, stellt der Übernahme-Prozess ein Korrektiv dar. Zu fragen ist nach den Folgen von Übernahmen für Effizienz und den Schutz des Managements.

2. Ein Beispiel für das Unternehmenskontrollsystem in Spanien: Telefonica

Telefonica ist eine Telekommunikations-Gesellschaft, die bis 1997 dem Staat gehörte. Im Zuge der Liberalisierung dieses Industriezweigs hat sich das frühere Monopolunternehmen, wie andere Gesellschaften auch, in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union engagiert. Sie ist mit einem Umsatz von 2 906 021 Mill. Pts (17 468 Mill. Euro) und 103 662 Beschäftigten (Ende 1998) derzeit die zweitgrößte spanische Gesellschaft.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Telefonica hatte 1999 eine Marktkapitalisierung von 22,67 % aller spanischen Börsen, mit einem Anteil von 37,31 % am Transaktionsvolumen des spanischen Marktes für Aktienoptionen. Im IBEX35, ein repräsentativer Index der 35 finanzstärksten Gesellschaften des spanischen Aktienmarktes, hatte Telefonica ein Gewicht von 25,83 %. Die Gesellschaft ist an sämtlichen großen Börsen wie London, Paris, Frankfurt a. M., Tokio und New York notiert.

Obwohl Telefonica im Telekommunikationsbereich einem intensiven und ständig zunehmenden Wettbewerb ausgesetzt war, konnte sie im Vergleich mit ähnlichen Unternehmen in anderen EU-Ländern ein überdurchschnittliches Wachstum verzeichnen (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1

Aktienpreise und Marktkapitalisierung von Telefonica

Jahresende	Aktienpreis (Euro)	Marktkapitalisierung (Mrd. Euro)
1995	3,36	9,49
1996	6,04	17,02
1997	8,71	24,56
1998	12,64	38,87
1999	24,80	80,91

Die Eigentümerstruktur der Gesellschaft weist eine starke Streuung auf, mit einem stabilen Kern von Großaktionären in Form vom Banken: Die Argentaria-Gruppe, eine ehemals staatliche Bank, hatte Ende 1999 einen 5,02 % Anteil der ausstehenden Aktien, Banco Bilbao Vizcaya, S.A., eine Privatbank und mit Argentaria zur Zeit in Fusionsverhandlungen, kontrolliert 3,22 %, und Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, eine in Katalonien ansässige Sparkasse, hält 5,01 %. Die C3-Konzentrationsrate liegt damit unter 15 %, der Konzentrationsrate im Bankensektor.

Im Unterschied zu börsennotierten Gesellschaften in anderen EU-Ländern gibt es in spanischen gelisteten Gesellschaften keine pyramidenförmigen Strukturen zwecks Stimmenkonzentration. Telefonica ist ein repräsentatives Beispiel dafür.[1]

Anhand der Charakteristika der Führungsstruktur und der Unternehmenskontrollstruktur von Telefonica lassen sich die Abwehrmaßnahmen gegen mögliche (feindliche) Übernahmen zeigen.

Die Gesellschaft hat einen Verhaltenskodex verabschiedet, der entsprechend den Vorgaben des Olivencia Report — er entspricht etwa dem Cadbury Report — die Kontrollregeln für die Gesellschaft festlegt. Danach soll sich der 20-köpfige Vorstand (board of directors) zusammensetzen aus drei geschäftsführenden Direktoren (executive directors), sechs Repräsentanten wichtiger Großaktionäre, zwei Vertretern von Gesellschaften, mit denen strategische Allianzen bestehen, sowie neun Unabhängigen.

Für börsennotierte spanische Gesellschaften ist typisch, dass von Mitgliedern des Vorstands nur geringe Aktienanteile gehalten werden. Alle 20 Direktoren von Telefonica zusammengenommen besitzen nur etwa 0,01 % aller Aktien.

Im Juni 1998 wurde eine entscheidende Satzungsänderung vorgenommen. Beschlossen wurde u. a.

— eine höhere Mindestanzahl von Aktien als Voraussetzung für die Teilnahme an Hauptversammlungen;

— eine Stimmobergrenze für einzelne Aktionäre: Kein Aktionär kann, unabhängig von der Höhe des eigenen Aktienbesitzes, über mehr Stimmen als 10 % der ausstehenden Aktien verfügen (Artikel 21).

— Voraussetzung für eine Board-Mitgliedschaft ist, dass in den vergangenen drei Jahren ein gewisser Mindestbetrag an Aktien gehalten wurde (Artikel 25). Ausnahmen gelten nur für die Geschäftsführung (executives) oder bei Zustimmung von mindestens 85 % der Boardmitglieder.

— Um als Präsident, Vizepräsident oder CEO ernannt werden zu können, muss jemand mindestens drei Jahre Boardmitglied gewesen sein. Von dieser Regel kann nur abgewichen werden, wenn 85 % der Board-Mitglieder zustimmen.

Der Vorstand verabschiedete auch einen sehr attraktiven Aktienoptionsplan für das Topmanagement. Als die Regelungen in Kraft traten und der Plan in der Öffentlichkeit bekannt wurde, hatte dies zwar eine umfangreiche Diskussion in Politikkreisen und in den Medien zur Folge, die beschlossenen Abwehrmaßnahmen hatten aber keine Auswirkungen auf den Aktienkurs.

Zum Schluss noch eine Bemerkung zum Mechanismus der „Goldenen Aktie“. Diese „Goldene Aktie“ behält die Regierung für einen Zeitraum von zehn Jahren, gerechnet vom Zeitpunkt der vollständigen Privatisierung an und sichert ihr bestimmenden Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen. Obwohl man damit bisher noch keine Praxiserfahrung hat, genügte bereits ein Hinweis auf diese Goldene Aktie, um die Fusion KPN/Telefonica im Jahr 2000 zu kippen.

[1] Einige Tochtergesellschaften und Gesellschaften in Spanien, an denen Telefonica beteiligt ist, sind Amper (6,1 %), Fastibex (5,47 %), Telefonica Publicidad e Informacion (63 %) und Terra Networks (68,5 %). Die internationale Ausweitung der Geschäfte nach Lateinamerika führte zu Telefonica CTC Chile, Telefonica Argentina, CANTV und die brasilianischen Gesellschaften Telesp fija, Telesp cellular, Telesudeste cellular und Teleleste cellular. Die Marktkapitalisierung dieser Gesellschaften betrug Ende 1999 20.492 Mill. US-$.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Im Zusammenhang mit dem Fall Telefonica stellen sich eine Reihe von Fragen, deren Beantwortung auch für andere Gesellschaften in Spanien und Kontinentaleuropa von Interesse sind: Welche Auswirkungen auf die Aktienkurse sind an der Börse zu erwarten, wenn Abwehrmaßnahmen angekündigt werden? Was könnte der Anlass sein, Unternehmensstatuten in einem System, in dem Übernahmen eher atypisch sind, so zu ändern, dass Übernahmen erschwert werden? Ist die geringe Aktivität auf dem Markt für Unternehmenskontrolle die Folge von Abwehrmaßnahmen? Gibt es ein typisches Muster dafür, wie sich Unternehmen gegen Übernahmen schützen?

3. Übernahmen und Abwehrmaßnahmen: Beschreibung der Daten

Unter Abwehrmaßnahmen verstehen wir Maßnahmen, die direkt oder indirekt die Übernahme durch ein fremdes Unternehmen erschweren. Einige der Abwehrmaßnahmen erfordern die Zustimmung der Aktionäre, andere die Entscheidung des Vorstands. Während einige Maßnahmen Auswirkungen auf Kapitalstruktur und Investition haben, handelt es sich bei der Mehrheit der Abwehrmaßnahmen lediglich um interne Verwaltungsvorschriften, die sich auf die Unternehmenskontrolle auswirken. In jedem Fall machen die Abwehrmaßnahmen eine Übernahme gegen den Willen des etablierten Managements unwahrscheinlicher und teurer.

Am häufigsten werden von spanischen börsennotierten Unternehmen folgende Maßnahmen getroffen:

— Beschränkungen, die eine Mitgliedschaft im Vorstand erschweren, wie etwa die Vorschrift, wie lange man mindestens vorher Aktionär der Gesellschaft gewesen sein muss, oder die Reduzierung der Anzahl der Sitze im Board, was bedeutet, dass für eine Mitgliedschaft ein größerer Aktenbesitz erforderlich ist.

— Höchststimmenzahl, etwa derart, dass kein Aktionär (z. B.) mehr Stimmen als 5 % oder 10 % des ausstehenden Aktienkapitals haben kann.

— Besondere Mehrheitserfordernisse (supermajority requirements) bei bestimmten Transaktionen, z. B. Fusionen oder Änderungen in der Kontrollstruktur. Dies gibt Etablierten zusätzliche Macht bei Abstimmungen, sodass unliebsame Entscheidungen blockiert werden können.

— Ausgabe von Aktien ohne Stimmrechte, soweit unter spanischer Gesetzgebung zulässig.

— „Halten Goldener Aktien“, anzutreffen vor allem bei ehemaligen Staatsunternehmen, was nach vollständiger Privatisierung der Regierung noch die Möglichkeit einräumt, bestimmte Entscheidungen zu blockieren.

Unser Untersuchungszeitraum umfasst die Jahre 1988 bis Ende 1998. Die Daten zu Abwehrmaßnahmen wurden der Wirtschaftspresse entnommen. Der erste Hinweis jeder Abwehrmaßnahme stammt von Baratz, einer Datenbank von Presseartikeln, mit der die daraus resultierenden Börsenwirkungen erfasst werden können. Unser Sample umfasst 68 Abwehrmaßnahmen, die von 40 Gesellschaften an 55 verschiedenen Zeitpunkten angekündigt wurden. Das bedeutet, dass es für 44 Ankündigungen nur einen Messpunkt gibt, für 9 Fälle zwei Messpunkte und in drei Fällen 3 Messpunkte. In 7 Fällen wurden Streichungen im Katalog der Abwehrmaßnahmen vorgenommen. Dieses Untersample wird getrennt untersucht. Die Häufigkeiten und die Art der Abwehrmaßnahmen sind in Tabelle 2 wiedergegeben.

Tabelle 2

Abwehrmaßnahmen im Sample

Höchststimmenzahl	16
Direkte Erschwernisse des Zugangs zum Board of Directors	14
Supermajority-Anpassungen	5
Ausgabe von Aktien ohne Stimmrecht	4
Goldene Aktie	2
Andere Maßnahmen	20

Unter der Rubrik „Andere Maßnahmen“ werden die Ermächtigung zu Kapitalerhöhungen, das Recht Schuldverschreibungen in Aktien zu verwandeln, die Verkleinerung des Board sowie kleinere Satzungsänderungen in Verbindung mit bereits erwähnten Maßnahmen subsumiert. Bei den ergriffenen Maßnahmen ist weniger die Zahl der zu einem bestimmten Zeitpunkt getroffenen Maßnahmen entscheidend als die Qualität oder Stärke des Schutzes (wie z. B. Begrenzung der Stimmenzahl).

Betrachtet man den Markt für Unternehmenskontrolle quer über alle Branchen hinweg, erweisen sich im betrachteten Zeitraum über 100 Übernahmeangebote als relevant. Sie verteilen sich unterschiedlich auf verschiedene Abwehrmaßnahmen. Die verwendeten Daten lassen für die einzelnen Industrien keinen engen Zusammenhang zwischen Übernahmeaktivität und Abwehrmaßnahmen erkennen. Um die Charakteristik der Abwehrmaßnahmen in Spanien zu verdeutlichen, wurde daher eine genauere Analyse der Aktienkurse vorgenommen.

4. Methodik

Nimmt man effiziente Kapitalmärkte an, spiegelt sich die Bedeutung von Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen in den Aktienkursen. Positive Effekte sollte man erhalten, wenn erwartet wird, dass bei einer Übernahme Ressourcen statt für Investitionen zur Umstrukturierung verwendet werden, wenn Investitionen in Forschung und Entwicklung (FuE) vermindert und der Verschuldungsgrad erhöht wird u. ä. Negative Auswirkungen

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 3

Übernahmeaktivität und Abwehrmaßnahmen nach Branchenzugehörigkeit der Unternehmen

Wirtschaftszweig	Übernahmen		Abwehrmaßnahmen		Anwendung von Abwehrmaßnahmen	
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %
Banken, Versicherungen	14	12,61	38	52,73	29	55,88
Bau	20	18,02	5	9,09	5	7,35
Versorgungsunternehmen, Bergbau und Elektrizität	8	7,21	6	10,91	6	8,82
Sonstiges verarbeitendes Gewerbe (Nahrungsmittel, Papier etc.)	15	13,51	5	7,27	4	7,35
Mineralöl, Chemie	21	18,92	5	5,45	3	7,35
Kommunikation	1	0,90	2	3,64	2	2,94
Grundmetalle und Metallerzeugung	1	0,90	1	1,82	1	1,47
Sonstige Dienste	31	27,93	5	7,27	4	7,35
Gesamtsumme	111		68		55	

auf die Aktienkurse wären dagegen zu erwarten, wenn durch die beschlossenen Abwehrmaßnahmen die Entscheidungskompetenz zum Management hin verlagert würde und vermehrt Investitionen getätigt würden.

Die Reaktion des Marktes auf beschlossene Abwehrmaßnahmen gestattet es, zwei alternative Hypothesen zu testen. Eine positive Reaktion würde die shareholder-Hypothese stützen, d. h. mehr Verhandlungsmacht für das etablierte Management und eine Garantie für sein investiertes Humankapital. Eine negative Wirkung würde die Abschottungshypothese stützen, d. h. Manager schützen sich gegen feindliche Übernahmeangebote und verhindern damit eine effiziente Allokation der Unternehmensressourcen.

Üblicherweise testet man beide Hypothesen, indem man einen Test auf abnormale Kursgewinne in zeitnaher Umgebung der Maßnahmen durchführt. Zum einen kann man die durchschnittlichen abnormalen Kursveränderungen der Unternehmen im Sample für den Tag ermitteln, an dem die Maßnahme beschlossen wurde. Alternativ dazu lässt sich eine kumulierte abnormale Kursveränderung errechnen, die sich in einem Zeitfenster einige Tage vor und nach dem Bekanntwerden des Ereignisses auf dem Markt ergibt. In beiden Fällen sind der festgestellte Wert und seine Signifikanz als Reaktion des Marktes auf ein spezifisches Event — die beschlossene Abwehrmaßnahme — zu interpretieren.

Die Überprüfung unseres ursprünglichen Unternehmenssamples nach der Klassifikation von Maynes und Rumsey (1993) ergab, dass 7 Gesellschaften aufgrund ihrer Liquidität in die Gruppe der illiquiden Aktien eingestuft werden mussten, weil sie ein Handelsvolumen von unter 5 % aufwiesen. Nach Maynes und Rumsey sollten diese Beobachtungen wegen methodologischer Probleme von der Analyse ausgeschlossen werden. Eine weitere Gesellschaft war nahe dem Zeitpunkt des Ereignisses in ein Übernahmeangebot involviert und wurde deshalb aus dem Sample entfernt. Bei den 48 verbliebenen Abwehrmaßnahmen liegt ein ausreichend großes Handelsvolumen vor, um sie bei der Ermittlung der abnormalen Kursveränderungen zu berücksichtigen.

Mit der auf Fama, Jensen und Roll (1969) basierenden Methodik lässt sich der Einfluss von Aktienmärkten auf die Kurse einzelner Anlagen messen. Strong (1992) vergleicht in einer methodologischen Studie verschiedene Schätztechniken und kommt zum Ergebnis, dass sich das so genannte Marktmodell dafür am besten eignet.

Die Spezifikation des Modells ist

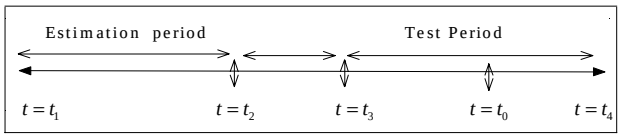
$$R_{jt} = a_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

wobei R_{jt} den Kurs der Anlage j zum Zeitpunkt t bezeichnet, R_{mt} ist der Kurs des gesamten Marktes im gleichen Zeitraum, und α_j und β_j sind zu schätzende Parameter der Regression zwischen dem Kurs einer einzelnen Anlage und dem Kurs des Marktes. ε_{jt} ist ein Residuum für die Anlage j zum Zeitpunkt t, wobei eine Normalverteilung mit Mittelwert von Null und einer Standardabeichung von 1 angenommen wird. Es herrsche keine Autokorrelation. Das Residuum erfasst den spezifischen Effekt für jede Anlage zum Zeitpunkt t, der nicht durch das Modell erklärt wird.

Wir folgen der üblichen Vorgehensweise von Eventstudien und definieren: (i) den Ereigniszeitraum, (ii) die Schätzperiode und (iii) Testzeiträume. Abbildung 1 stellt die so definierte Struktur grafisch dar.

Abbildung 1

Grafische Darstellung der Schätzmethode



DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Für die Festlegung des Ereigniszeitpunktes gibt es aufgrund der verfügbaren Datenquellen zwei Möglichkeiten. Zum einen könnte der Zeitpunkt der Verabschiedung der Abwehrmaßnahmen durch den Board oder die Hauptversammlung gewählt werden, zum andern der Zeitpunkt, an dem die beschlossenen Maßnahmen durch die Wirtschafts- oder Fachpresse bekannt gemacht worden sind. Wir entscheiden uns für letzteren, weil dieser Zeitpunkt am besten mit der Annahme effizienter Kapitalmärkte vereinbar ist.

Für die Schätzperiode wurden mit OLS 220 Beobachtungen vor dem Ereigniszeitpunkt mit einem lag von 20 Tagen berechnet. Unser [–241, –20] Zeitraum schließt 20 Tage aus; damit soll vermieden werden, dass die Informationen über das Ereignis Einfluss auf die Parameterschätzungen haben. Der Testzeitraum, also jener Zeitraum, für den ein potentieller Vermögenseffekt ermittelt werden soll, ist definiert als [–10, +10]. Für dieses Intervall wurden außerordentliche Kursgewinne entsprechend der Formel

$$AR_{jt} = R_{jt} - \hat{a}_j - \hat{\beta}_j R_{mt}$$

berechnet. Sie gilt für das Unternehmen j zum Zeitpunkt t. Für ein Sample von N Gesellschaften, die Abwehrmaßnahmen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle getroffen haben, werden durchschnittliche außerordentliche Kursgewinne definiert:

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{j=1}^{N_t} AR_{jt}$$

Für mehrere Zeitfenster rund um das Ereignis wurden für die Testperiode kumulierte außerordentliche Kursgewinne berechnet nach der Formel

$$CAAR_{t_3}^{t_4} = \sum_{t=t_3}^{t_4} AAR_t$$

Die Höhe der außerordentlichen Kursgewinne gibt Aufschluss über Richtung und Stärke der Maßnahmen auf den unternehmensspezifischen Aktienkurs. Die Signifikanz der Ergebnisse wird mit dem Braun-Warner-Test (Braun, Warner 1985) überprüft, nachdem die Periodenlänge normalisiert worden ist.

5. Ergebnisse

Das erwartete Vorzeichen des Vermögenseffekts gibt Aufschluss darüber, welche der beiden vorgestellten Hypothesen gestützt wird. Aufgrund der Struktur unseres Samples würde die Abschaffung von Abwehrmaßnahmen zum entgegengesetzten Vorzeichen führen und damit zusätzliche Evidenz liefern über den Einfluss von Abwehrmaßnahmen auf das Vermögen des Aktionärs. Unser Sample enthält 7 Fälle, bei denen Abwehrmaßnahmen abgeschafft wurden, sodass schließlich ein Sample mit 47 beschlossenen Abwehrmaßnahmen resultierte, wobei in einigen Fällen zu einem Zeitpunkt mehrere Maßnahmen beschlossen wurden.

Als Hauptergebnis von Tabelle 4 lässt sich ein signifikant negativer Effekt bei einem (t–8)-Lag und ein signifi-

Tabelle 4

Außerordentliche Erträge für den Untersuchungszeitraum

	Einführung von Abwehrmaßnahmen			Abschaffung von Abwehrmaßnahmen		
Ereignis-Zeitpunkt	AAR	BW-Test	Anzahl negativer Werte	AAR	BW-Test	Anzahl negativer Werte
–10	0,2781 %	1,0820	26	0,3743 %	1,4563	4
–9	–0,0313 %	–0,1219	19	–0,2324 %	–0,9043	5
–8	–0,6426 %	–2,4998	26	0,3905 %	1,5193	6
–7	–0,3378 %	–1,3143	25	0,6905 %	2,6861	2
–6	–0,0154 %	–0,0599	24	2,2922 %	8,9173	3
–5	–0,2483 %	–0,9659	22	0,4204 %	1,6356	3
–4	0,0965 %	0,3753	23	0,6152 %	2,3933	2
–3	0,1400 %	0,5448	19	0,1618 %	0,6294	4
–2	–0,0620 %	–0,2411	21	2,8562 %	11,1116	2
–1	0,1579 %	0,6142	15	–2,6621 %	–10,3564	6
0	0,5673 %	2,2071	16	–0,9127 %	–3,5509	4
1	0,0675 %	0,2625	23	0,0761 %	0,2962	3
2	0,1689 %	0,6572	18	–0,3341 %	–1,2996	4
3	0,3009 %	1,1705	18	0,2172 %	0,8449	4
4	–0,1743 %	–0,6782	19	1,4146 %	5,5033	4
5	–0,1505 %	–0,5854	14	–1,3498 %	–5,2512	7
6	–0,1416 %	–0,5508	23	1,1616 %	4,5188	5
7	0,1989 %	0,7739	19	2,8114 %	10,9374	2
8	0,0877 %	0,3411	24	0,4734 %	1,8417	3
9	–0,0420 %	–0,1633	24	–0,7194 %	–2,7986	5
10	–0,4099 %	–1,5947	21	–0,5389 %	–2,0967	3

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Abbildung 2

Durchschnittliche außerordentliche Erträge im Untersuchungszeitraum

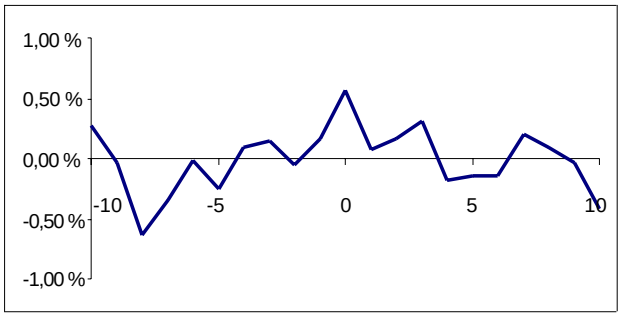
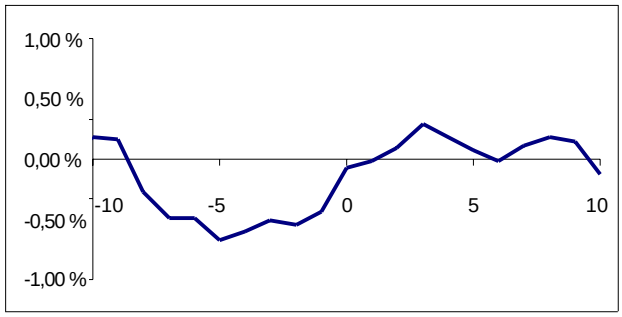


Abbildung 3

Kumulierte außerordentliche Erträge für den Untersuchungszeitraum



kant positiver Effekt zum Ereigniszeitpunkt feststellen. In beiden Fällen ist der Wert etwa 0,5 %. Der positive Effekt zum Ereigniszeitpunkt stützt die shareholder-Hypothese. Die Marktreaktion ist positiv, weil eine formale Übernahme in der Zukunft schwieriger sein wird und somit Verhandlungen mit dem etablierten Management erforderlich werden. Schwieriger ist die Interpretation eines negativen Effekts acht Tage vor dem Ereignis.

Abbildung 2 ist eine grafische Darstellung von Tabelle 4. Sie zeigt, dass sich die höchsten positiven Abweichungen rund um den Ereigniszeitpunkt ergeben. Die indirekte Evidenz aus der Zahl positiver und negativer außerordentlicher Kursgewinne im Untersuchungszeitraum hilft bei der Interpretation der Ergebnisse nicht weiter. Es gibt keine signifikante Korrelation zwischen dem Anteil positiver außerordentlicher Kursgewinne und dem Durchschnittswert an diesen Tagen. Analog ist die Argumentation bei negativen Werten.

Die Berechnung kumulierter außerordentlicher Kursgewinne für verschiedene Zeitfenster um den Ereigniszeitpunkt kann weiteren Aufschluss bei der Interpretation der Vermögenseffekte des Ereignisses geben.

Die Berechnungen für die unmittelbare zeitliche Umgebung des Ereignisses stützen die shareholder-Hypothese; sie sind damit konform mit den Ergebnissen von Linn und Mc Connell (1983), Brickley, Lease und Smith (1988), McWilliams (1990) sowie Fernández und Gómez (1997) für ein kleines spanisches Sample.[2] Abbildung 3 veranschaulicht die Ergebnisse. Für den Zeitraum [–8,4] erhält man abweichende Ergebnisse.

Für das Sample von Gesellschaften, die Streichungen im Katalog von Abwehrmaßnahmen vorgenommen haben, waren nur sieben Beobachtungen verfügbar. Die gleiche Analyse, die aber mit Vorsicht zu interpretieren ist, liefert sehr hohe signifikante Werte. Tabelle 6 zeigt diese Ergebnisse.

Im Vergleich zu dem Sample, das nur Unternehmen enthält, die Abwehrmaßnahmen ergriffen haben, ist eine

[2] Fernandez und Gomez (1997) ermittelten für die Zeit vor dem Event positive abnormale Kursgewinne. Unsere Ergebnisse sind konsistent damit insofern, als deren Ereignisdatum definiert wurde als der Tag der formalen Beschlussfassung anstatt der Presseankündigung.

Tabelle 5

Kumulierte außerordentliche Erträge für den Untersuchungszeitraum

	CAAR (–10, +10)	CAAR (–10, +5)	CAAR (–8, +4)	CAAR (–4, +2)	CAAR (–1, +1)
	–0,2018 %	–0,2918 %	–0,6551 %	0,5490 %	0,5586 %
BW-Test	–0,7858	–1,1352	2,5487	2,1358	2,1731
Anzahl negativer Werte AAR	11	8	6	0	0

Tabelle 6

Kumulierte durchschnittliche außerordentliche Erträge für den Untersuchungszeitraum

(nach Entfernung jener Unternehmen, die Abwehrmaßnahmen abgeschafft haben)

	CAAR (–10, +10)	CAAR (–10, +5)	CAAR (–8, +4)	CAAR (–4, +2)	CAAR (–1, +1)
	4,4374 %	3,5374 %	3,8631	0,8557 %	–3,2452 %
BW-Test	17,2808	13,7618	15,0286	3,3288	–12,6249
Anzahl negativer Werte AAR	7	5	3	8	8

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

umgekehrte Tendenz, die zum Teil die shareholder-Hypothese stützt, feststellbar. Wegen der geringeren Zahl der Fälle in dieser Tabelle müssen die Ergebnisse jedoch mit Vorsicht interpretiert werden.

Des Weiteren wurde eine firmenweise Analyse über den Beschluss von Abwehrmaßnahmen durchgeführt. Diese Einzelanalyse erlaubt die Identifikation jener Firmen, die einen signifikanten Effekt bei ihren Aktienkursen feststellen. Definiert man den kumulierten außerordentlichen Kursgewinn eines Unternehmens j, CARj,

$$CAR_j = \frac{1}{t_4 - t_3 + 1} \sum_{t=t_3}^{t_4} AR_{jt}$$

lässt sich die Signifikanz der Ergebnisse für verschiedene Zeitfenster um den Ereigniszeitpunkt überprüfen. Für das [–8, +4] Ereignisfenster gibt es nur 8 Fälle mit außerordentlichen Kursgewinnen, die signifikant von Null verschieden sind. Für drei von ihnen ist die Wirkung negativ, für 5 positiv. Für das Sample von Unternehmen, die Abwehrmaßnahmen abgeschafft haben, zeigt das gleiche Ereignisfenster nur einen einzigen signifikant positiven Wert.

6. Ökonomische Interpretation

Die ökonomische Interpretation der empirischen Ergebnisse geht über die Analyse hinaus, die gewöhnlich in der angloamerikanischen Literatur anzutreffen ist. Für Spanien und die meisten Länder Kontinentaleuropas fällt es aufgrund des Fehlens eines Übernahmemarktes schwer, den Beschluss von Abwehrmaßnahmen zu begründen und die Wirkung auf die Aktienkurse zu ermitteln.

7. Die empirische Evidenz und der Markt für Unternehmenskontrolle

Nach Ruback (1988) haben Abwehrmaßnahmen Auswirkungen auf zwei Schlüssel-Variablen:

$$\text{Beobachteter Kurswert} = \begin{bmatrix}\text{Unternehmenswert mit}\\ \text{dem aktuellen Management}\end{bmatrix} + \left[\begin{pmatrix}\text{Wahrscheinlichkeit}\\ \text{einer Übernahme}\end{pmatrix} \times \begin{pmatrix}\text{Übernahme-}\\ \text{prämie}\end{pmatrix}\right]$$

(i) die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme gegen den Willen des Managements verringert sich, (ii) die Verhandlungsmacht des Managements nimmt zu. Beides hat einen direkten Effekt auf die Übernahme-Prämie. Die Folgen beider Effekte zusammen genommen sind schwer vorauszusagen.

Angesichts eines kontinentaleuropäischen Unternehmenskontrollsystems mit niedriger Übernahmewahrscheinlichkeit ist eine A-priori-Erklärung der erwarteten Effekte von Abwehrmaßnahmen noch schwieriger. Kann man die beobachteten negativen außerordentlichen Kursveränderungen vor dem Ereigniszeitpunkt interpretieren als Antwort des Marktes, dass die Übernahmewahrscheinlichkeit nun stark abgenommen hat? Was aber, wenn keinerlei Übernahmeaktivitäten zu verzeichnen sind? Sollten die beobachteten positiven außerordentlichen Kursgewinne rund um den Ereigniszeitpunkt tatsächlich keinerlei Effekt auf die Übernahmewahrscheinlichkeit und eine höhere Übernahmeprämie beinhalten?

Abwehrmaßnahmen werden vom Vorstand oder von der Hauptversammlung auf Vorschlag der Geschäftsführung beschlossen. Die Begründung von Abwehrmaßnahmen angesichts eines nicht vorhandenen Marktes für Unternehmenskontrolle fällt schwer: Welche Beweggründe gibt es für die Unternehmensleitung, Abwehrmaßnahmen zu beschließen? Unter welchen Bedingungen werden solche Abwehrmaßnahmen vorgeschlagen und beschlossen?

Wie der Fall Telefonica zeigt, haben die Manager diese Satzungsänderungen sowie die umstrittenen Aktienoptionspläne just zu einer Zeit beschlossen, als der Marktwert des Unternehmens rasch stieg. Es ist anzunehmen, dass die Aktionäre diese Beschlüsse unter weniger günstigen Umständen wahrscheinlich anders aufgenommen hätten. Zur Untermauerung unserer Hypothese berechnen wir die Kurse des Unternehmens, die Kurse des betreffenden Wirtschaftszweigs sowie die Kurse des Gesamtmarktes einige Zeit vor Ergreifung der Abwehrmaßnahmen.

In Tabelle 7 bezeichnet Markt den Kurswert des gesamten Marktportfolios, Wirtschaftszweig den Kurswert der Unternehmen des gleichen Wirtschaftszweigs, und Unternehmen den durchschnittlichen Kurs für Unternehmen mit

Tabelle 7

Durchschnittliche Erträge vor Ergreifung der Abwehrmaßnahmen

in %

	Durchschnittliche Erträge für die vorausgehenden ...		
	500 Sitzungen	250 Sitzungen	125 Sitzungen
Markt	23,20	11,82	5,70
Wirtschaftszweig	25,61	11,88	6,91
Unternehmen	42,00	24,77	14,28
Unternehmen–Markt	18,80	12,95	8,59
Unternehmen–Wirtschaftszweig	16,39	12,89	7,38

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Abwehrmaßnahmen. Diese Kurse wurden für mehrere Zeiträume vor dem Ereigniszeitpunkt berechnet. Auffallend ist, dass die performance des Aktienmarktes in unserem Sample wesentlich besser ist als der Durchschnitt der Unternehmen im Markt und der des zugehörigen Wirtschaftszweiges. Dies würde zum Teil erklären, warum das Management Abwehrmaßnahmen in einer Phase des ökonomischen Wachstums und guter Aktienperformance ins Auge fasst.

Für unser kleines Sample von Unternehmen, die Abwehrmaßnahmen abgeschafft haben, ist das Muster vergleichbar mit jenen Unternehmen, die neue Abwehrmaßnahmen beschlossen haben (Tabelle 8), sodass von einer symmetrischen Marktreaktion nicht gesprochen werden kann.

8. Zusätzliche Erklärungen

Die empirischen Ergebnisse lassen jedoch noch eine alternative Interpretation zu. Man bildet zu diesem Zweck die Differenzen zwischen jenen Unternehmen, die einen signifikanten Effekt auf ihre Aktienkurse verzeichneten, und jenen, deren Kurse durch den Beschluss von Abwehrmaßnahmen nicht beeinflusst wurden. Man kann dann Handelsvolumina, Eigentümerstruktur, Art der Abwehrmaßnahme und Aktivität des Wirtschaftszweigs vergleichen.

Betrachtet man Differenzen zwischen den durchschnittlichen Handelsvolumina während der Schätzperiode und dem Testzeitraum, müssen wir die Nullhypothese („Differenzen sind gleich Null") bei Annahme der üblichen Konfidenzintervalle akzeptieren. Wir konnten um den Ereigniszeitpunkt herum keine größeren Aktienkaufaktivitäten feststellen; was die Vorstellung unterstützt, dass diese Ereignisse auf das Verhalten der Anleger nur einen schwachen Einfluss haben. Darüber hinaus fanden wir auch keine Unterschiede im Handelsvolumen zwischen Gesellschaften mit und ohne abnorme Kursgewinne.

Die Eigentümerstruktur von Gesellschaften, die sich gegen Übernahmen schützten, unterscheidet sich nicht signifikant vom Durchschnittswert aller gelisteten Gesellschaften in Spanien.[3] Die Eigentümerstruktur — mit Unternehmen als bedeutendsten Anteilseignern — hat sich im Laufe der Zeit nicht wesenlich verändert. Unter Verwendung der C1- und C3-Werte (also jenen Prozentsatz von Anteilen, der vom größten bzw. den drei größten Aktionären gehalten wird) müssen wir auch die Nullhypothese („Es gibt keine Unterschiede zwischen dem Sample mit und ohne signifikantem außerordentlichen Kursgewinn") akzeptieren. Zusätzliche Forschung im Sinne von Kabir, Cantrijn und Jeunink (1997) ist daher notwendig, um Unterschiede bzgl. des Typs der wichtigsten Aktionäre zu testen.

Darüber hinaus haben wir die Abwehrmaßnahmen in zwei Kategorien aufgeteilt: solche mit starker Schutzwirkung und solche mit schwacher Schutzwirkung. Wir gehen davon aus, dass Höchststimmenzahl und besondere Mehrheiten (supermajority requirements) Abwehrmaßnahmen sind, die von den Aktionären beschlossen werden und eine feindliche Übernahme erheblich erschweren. Sie entfalten daher eine starke Schutzwirkung. Änderungen in Größe und Zusammensetzung des Board of Directors, das Recht zur Kapitalerhöhung oder die Umwandlung von Schulden entfalten dagegen eine geringere Schutzwirkung gegen feindliche Übernahmen. Die Kombination verschiedener Abwehrmaßnahmen unterscheidet sich zwischen den einzelnen Samples nicht wesentlich. Auch für die Existenz von Brancheneffekten fanden sich keinerlei empirische Belege.

9. Schluss

Die empirische Analyse von Abwehrmaßnahmen konzentrierte sich bisher darauf, Belege für die Abschottungshypothese oder die shareholder-value-Hypothese zu finden. Die Einführung von Satzungsänderungen oder Vorstandsentscheidungen, die Übernahmen erschweren, kann als Strategie interpretiert werden, das etablierte Management gegenüber der disziplinierenden Wirkung

[3] Crespí-Cladera und Garcia-Cestona (2000) geben einen Überblick über die Eigentümerstruktur eines größeren Samples börsennotierter spanischer Unternehmen im Jahre 1995.

Tabelle 8

Durchschnittliche Erträge vor Abschaffung der Abwehrmaßnahmen

in %

	Durchschnittliche Erträge für die vorausgehenden ...		
	500 Sitzungen	250 Sitzungen	125 Sitzungen
Markt	17,64	17,10	10,16
Wirtschaftszweig	17,34	21,08	7,24
Unternehmen	26,42	53,23	35,23
Unternehmen–Markt	8,78	36,13	25,07
Unternehmen–Wirtschaftszweig	9,08	32,15	27,98

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

des Marktes für Unternehmenskontrolle zu immunisieren. Zu erwarten ist ein negativer Effekt auf den shareholder value, wenn diese Entscheidung getroffen wird. Andererseits vermittelt die Erschwernis der externen Kontrolle mehr Verhandlungsmacht, was zu höheren Übernahmekursen führt und damit zum Vorteil für den Anleger ist.

Diese zwei Hypothesen, die für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich mit ihren aktiven Märkten für Unternehmenskontrolle wiederholt getestet wurden, fanden bisher in Kontinentaleuropa nur wenig Beachtung. In der Tat müssen in einem ökonomischen Umfeld, in dem feindliche Übernahmen die Ausnahme sind, Abwehrmaßnahmen unterschiedlich interpretiert werden. Dennoch greifen europäische Unternehmen zu solchen Abwehrmaßnahmen. Unsere eigene Untersuchung mit einem Sample spanischer Unternehmen enthält verschiedene Arten von Abwehrmaßnahmen, einige davon, wie z. B. Limitierung der Stimmenzahl auf 10 %, sind dabei äußerst wirkungsvoll. Unsere entscheidende Frage war, warum Unternehmen derartige Abwehrmaßnahmen ergreifen und wie sich dies auf die Aktienkurse auswirkt. Unter Verwendung der allgemein üblichen Methodik der event-Studien zeigen unsere Untersuchungen die Existenz eines signifikanten Vermögenseffektes, der sich zum Zeitpunkt des Ereignisses als außerordentlicher Kursgewinn von durchschnittlich 0,5 % auswirkt, obwohl die kumulative außerordentliche Kursveränderung für ein [–8, +4] Fenster signifikant negativ ist. Diese noch nicht völlig überzeugenden Ergebnisse ergaben sich für Unternehmen in einem günstigen ökonomischen Umfeld mit Wachstum, in dem die Unternehmen des Samples eine höhere performance aufweisen als der gesamte Markt und die Erträge des betreffenden Wirtschaftszweigs. Weitere Erklärungen der signifikanten außerordentlichen Kursgewinne für einige Unternehmen, wie z. B. das gehandelte Aktienvolumen, die Eigentümerstruktur, die Stärke des Übernahmeschutzes oder der Wirtschaftszweig werden durch die empirischen Ergebnisse nicht gestützt.

Literaturverzeichnis

Berger, Ofek, Yermack (1997): Managerial entrenchment and capital structure Decisions. In: The Journal of Finance, LII (4), 1411–1438.

Borokhovich, Brunarski, Parrino (1997): CEO contracting and antitakeover amendments. In: The Journal of Finance, LII (4), 1495–1517.

Brickley, Lease, Smith (1994): Corporate voting: Evidence from charter amendment proposals. In: Journal of Corporate Finance,1, 5–31.

Brown, Warner (1985): Using daily stock returns: the case of event studies. In: Journal of Financial Economics, 14, 3–31.

Cary, W. (1969): Corporate devices used to insulate managers from attack. In: Antitrust Law Journal, 39, 318–324.

Crespí-Cladera, Garcia-Cestona (2000): Ownership and control of the Spanish listed firms. In: Barca, F., M. Becht: Separation of Ownership and Control, Oxford, forthcoming.

Danielson, M.G., J.M. *Karpoff* (1998): On the uses of Corporate Governance provisions. In: Journal of Corporate Finance, 4, 347–371.

DeAngelo, Rice (1983): Antitakeover charter amendments and stockholder wealth. In: Journal of Financial Economics, 11, 329–360.

Eguidazu, S. (1999): Creación de valor y gobierno de la empresa en España. Editado por AB Asesores.

Fama, Jensen, Roll (1969): The adjustment of stock prices to new information. In: International Economic Review, 10, 1–21.

Fernández, A.I., S. *Gómez* (1997): La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición: Evidencia en el mercado de capitales español. In: Investigaciones Económicas, XXI (1), 129–138.

Jarrell, Poulsen (1987a): Dual class recapitalizations as a antitakeovers mechanisms: The recent evidence. In: Journal of Financial Economics, 20, 129–152.

Jarrell, Poulsen (1987b): Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeovers. In: American Economic Review, 76, 321–329.

Jensen, Michael C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. In: American Economic Review, 76, 323–339.

Jensen, Michael C. (1995): Éxito y Fracaso de los Sistemas de Control Interno. In: Harvard Deusto Business Review, 66, 68–85.

Kabir, Cantrijn, Jeunink (1997): Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: An empirical analysis. In: Strategic Management Journal, 18 (2), 97–109.

Karpoff, Malatesta (1989): The wealth effects of second state takeover legislation. In: Journal of Financial Economics, 20, 291–322.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

La Porta, Lopez De-Silanes, Shleifer, Vishny (1997): Legal determinants of external finance. In: The Journal of Finance, LII (3), 1131–1150.

Linn, McConnell (1983): An empirical investigations of the impact of the antitakeover amendments on common stock prices. In: Journal of financial economics ,11, 361–400.

Mahoney, Mahoney (1993): An empirical investigations of the effects of corporate charter antitakeover amendments on stockholders wealth. In: Strategic Management Journal, 17, 17–31.

Malatesta, Walkling (1988): Poison pills securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure. In: Journal of Financial Economics, 20 (1–2), 347–376.

Maynes, Rumsey (1993): Conducting event studies with thinly traded stocks. In: Journal of Banking and Finance, 17, 145–157.

McWilliams, Sen (1997): Board monitoring and anti-takeover amendments. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 32 (4), 491–505.

Ruback (1988): An overview of takeover defenses. In: Auerbach, A.J. (ed.): Mergers and Adquisitions, Chicago, 49–67.

Shleifer, Vishny (1989): Management entrenchment: the case of manager-specific investments. In: Journal of Financial Economics, 25, 123–139.

Shleifer, Vishny (1997): A survey of Corporate Governance. In: The Journal of Finance, LII (2), 737–783.

Strong, N. (1992): Modelling abnormal return: a review article. In: Journal of Business Finance & Accounting, 19 (4), 533–553.

Williamson, O.E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York.

DOI https://doi.org/10.3790/vjh.70.2.214
Generated at 216.73.216.169 on 2025-07-19 09:41:08
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH