

M. M.^a VIDAL SUÁREZ *
E. GARCÍA-CANAL **

Discrecionalidad directiva y creación de valor en la formación de alianzas globales para la internacionalización***

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Teoría e hipótesis. 3. Metodología. 4. Resultados y discusión. 5. Conclusiones. Referencias bibliográficas

RESUMEN: En este trabajo se analiza en qué medida los directivos pueden utilizar las alianzas para reforzar su seguridad en el cargo, destruyendo riqueza para los accionistas. En concreto, argumentamos que las alianzas globales pueden reforzar, a través de tres vías, la posición del primer ejecutivo —CEO. En primer lugar, haciendo necesaria la continuidad del equipo directivo durante las fases de negociación y ejecución de la alianza. En segundo lugar, aumentando la visibilidad y prestigio del CEO. Por último, incrementando el control del CEO sobre los órganos de gobierno. Ello las convierte en una opción de crecimiento atractiva para el CEO cuando se encuentra en una posición de debilidad. Los resultados obtenidos sobre una muestra de 71 alianzas globales para la internacionalización, formadas en el período 1987-1997 por empresas españolas, confirman que la posición de debilidad del CEO en su cargo destruye riqueza para los accionistas de su compañía.

Palabras clave: CEO, discrecionalidad directiva, rentabilidad anormal, alianzas globales.

ABSTRACT: In this paper we analyze to which extent global alliances can be used by CEOs to reinforce their security in their position at the expense of shareholders' wealth. We argue that there are at least three different ways through which global alliances can reinforce the CEO's position. First, they can make it necessary the continuity of the top management team during the negotiation and execution phases of the alliance. Second, they may increase

* Marta M^a Vidal Suárez. Dep. Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo. Avda. Cristo s/n. 33071 Oviedo. Tel.: 985102815. Fax: 985102865. e-mail: mmvidal@correo.uniovi.es

** Esteban García-Canal. Dep. Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo. Avda. Cristo s/n. 33071 Oviedo. Tel.: 985103693. Fax: 985102865. e-mail: egarcia@correo.uniovi.es

*** Agradecemos los comentarios recibidos de Angeles Montoro. Versiones preliminares de este trabajo han sido presentadas en el XI Congreso Nacional de ACEDE celebrado en Zaragoza en 2001 y en la *Annual International Conference* de la *Strategic Management Society* celebrada en San Francisco en 2001. Este trabajo se ha realizado con financiación del Ministerio de Ciencia y Tecnología (Proyecto SEC 2000-0587).

the CEO's visibility and prestige. Finally, they can increase the CEO's control over the governance boards. Due to these facts, global alliances are an attractive growth option for CEOs in a weak position. Results obtained on a sample of 71 global alliances formed by Spanish companies between 1987-1997 confirm that abnormal returns decrease when alliances are formed by firms whose CEOs are in a weak position.

Key words: CEO, managerial discretion, abnormal returns, global alliances.

1. Introducción

La evidencia empírica sobre la reacción del mercado de capitales ante la formación de alianzas estratégicas es mixta (Gulati, 1998; Merchant y Schendel, 2000). Aunque buena parte de los estudios empíricos muestran que existe una reacción positiva y significativa ante su formación (McConnell y Nantel, 1985; Lummer y McConnell, 1990; Koh y Venkatraman, 1991; Chan et al., 1997; Park y Kim, 1997; Merchant y Schendel, 2000), otros trabajos han encontrado un efecto nulo e, incluso, negativo sobre la riqueza de los accionistas. Entre estos últimos, cabe señalar los de Finnerty et al. (1986), Lee y Wyatt (1990) y Chung et al. (1993). Así pues, aunque los resultados no son concluyentes, la evidencia empírica sí deja claro que las alianzas pueden llegar a destruir valor, a pesar de las ventajas que pueden proporcionar a las empresas¹.

El principal argumento aducido para explicar esta destrucción de valor es la discrecionalidad con la que cuentan los directivos para tomar las decisiones relativas a la formación de alianzas. Aplicando la lógica de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976), diversos trabajos han analizado en qué medida el conflicto de objetivos entre accionistas y directivos puede conducir a la formación de alianzas destructoras de valor (Monhanram y Nanda, 1996; Park y Kim, 1997; Fröhls et al., 1998; Chen et al., 2000). Al igual que sucedió previamente en el estudio de las adquisiciones, las alianzas son vistas, desde esta perspectiva, como medios a disposición de los directivos para la obtención de beneficios individuales en forma de poder o status. Sin embargo, la evidencia empírica, que sí confirma la influencia negativa de la discrecionalidad directiva en la creación de valor asociada a una adquisición (Morck et al., 1990; Lang et al., 1991), no resulta tan clarificadora para el caso de las alianzas estratégicas. En efecto, los trabajos de Park y Kim (1997) y Fröhls et al. (1998), que utilizan como medidas de discrecionalidad directiva la composición del consejo de administración y la estructura de propiedad de la empresa, evidencian resultados diferentes. Así, mientras Park y Kim (1997) aducen y observan que cuánto menor es la supervisión del consejo, menor es la rentabilidad anormal obtenida con el anuncio de la alianza, Fröhls et al. (1998) no obtienen tales evidencias. Por su parte, los trabajos de Monhanram y Nanda (1996) y Chen et al. (2000) utilizando como medida de discrecionalidad

¹ Para una revisión detallada de los beneficios y costes asociados a las alianzas pueden consultarse, entre otros, los trabajos de Kogut (1988), Salas (1989), Camisón (1993), Fernández (1993), Casani (1995), Genescá (1995) y Menguzzato (1995).

lidad la tesorería discrecional a disposición de los directivos —*free cash flow* (Jensen, 1986)— también evidencian resultados diferentes. Así, mientras que el primero de los trabajos muestra que el mercado penaliza las alianzas realizadas por empresas en las que los directivos disponen de tesorería discrecional, Chen et al. (2000) no obtienen resultados significativos.

Una posible explicación para estas evidencias mixtas podría radicar en que los beneficios que los directivos pueden obtener a título individual de una adquisición y/o fusión son diferentes de los que podrían lograr a través de la creación de una alianza estratégica. En efecto, la participación en una alianza no supone, necesariamente, para los directivos de las compañías implicadas un aumento inmediato de su poder y status. Ello se puede explicar, fundamentalmente, a través de dos motivos: En primer lugar, las alianzas implican una pérdida de autonomía para las empresas participantes (Thompson y McEwen, 1958). Así, los socios de una alianza deben compartir el poder de decisión sobre las actividades objeto del acuerdo y asumir ciertos compromisos futuros lo que, en definitiva, limita la discrecionalidad de los directivos. En segundo lugar, ejercer el poder que se puede alcanzar a través de las alianzas requiere una importante inversión previa de esfuerzo y tiempo por parte de los directivos (Ring, 2000). Las alianzas requieren esfuerzos importantes por parte de la dirección orientados a asentar las bases de funcionamiento, así como unos niveles de confianza entre las partes con el fin de facilitar el desarrollo de las actividades objeto de la cooperación.

Existen, sin embargo, otros beneficios individuales que los directivos sí podrían obtener a través de su participación en una alianza estratégica y que no han sido examinados en la literatura. En concreto, las alianzas, como se expone en la siguiente sección, pueden reforzar significativamente la posición del primer ejecutivo —el CEO²— y, en general, del equipo directivo en la compañía. En efecto, un CEO con una posición comprometida o poco segura dentro de su empresa puede participar en una alianza estratégica, aún cuando ésta no fuese necesaria, con el fin primordial de evitar su cese. De este modo, la alianza sería, no tanto una fuente de creación de valor para la empresa, como un medio a disposición de los directivos de fortalecer su posición a costa de la riqueza de los accionistas.

Precisamente, nuestro trabajo trata de profundizar en esta línea de investigación. En concreto, se analiza en qué medida la debilidad en la posición del primer ejecutivo puede influir negativamente en la rentabilidad anormal asociada a la formación de una alianza estratégica. Otra peculiaridad del trabajo es que centra su atención en las alianzas globales para la internacionalización (Ohmae, 1989; Nohria y García-Pont, 1991; Parkhe, 1991). Las alianzas globales se pueden definir como aquellas que se crean con socios de otros países para coordinar la actuación en varios mercados (García-Canal et al., 2002).

² En el trabajo utilizaremos el término CEO —abreviatura de la expresión inglesa *Chief Executive Officer*— para hacer referencia al primer ejecutivo de una compañía. En el contexto de nuestro país la figura que más se le asimila es la de consejero delegado.

Ejemplos paradigmáticos de este tipo de alianzas podrían ser los de Ford y Mazda en el sector automovilístico o los de KLM y Northwest Airlines en aerolíneas. La lógica subyacente en las alianzas globales es combinar los recursos y capacidades de las empresas participantes para planificar una actuación coordinada en los mercados internacionales. Ello puede suponer, o bien la explotación conjunta de la infraestructura internacional que ya tienen los socios o bien, la inversión conjunta en nuevos países. En ambos casos se acelera el proceso de internacionalización y se reducen los costes necesarios para acometerlo. Este tipo de alianzas ha sido analizado en menor medida y son apropiadas para nuestro estudio. De un lado, tienen potencial para la creación de valor, pues permiten acelerar la expansión internacional de la empresa. De otro, reúnen todas las condiciones para reforzar al CEO en su posición, tal y como se expone en la siguiente sección. Como fuente de evidencia empírica se utiliza una muestra de 71 alianzas globales en las que participa, al menos, una empresa española admitida a cotización oficial en la Bolsa de Madrid durante el período 1987-1997.

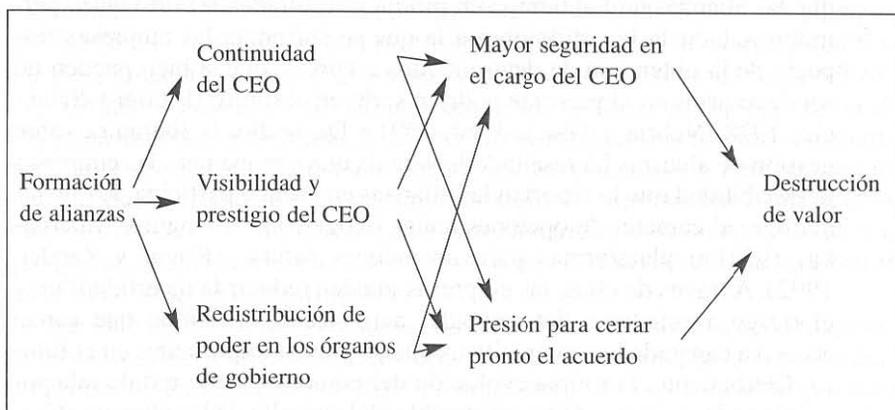
El trabajo se estructura como sigue: en la siguiente sección se presenta el marco teórico y se plantea la hipótesis a contrastar. A continuación, se expone la metodología. En la sección cuatro se resumen y discuten los principales resultados alcanzados. El trabajo finaliza con una síntesis de las conclusiones obtenidas.

2. Teoría e hipótesis

Según se ha expuesto anteriormente, los CEOs pueden utilizar las alianzas en beneficio propio, al margen de su repercusión sobre la riqueza de los accionistas, con el fin de reforzar su seguridad en el cargo. Tal y como se observa en la Figura 1, son tres las vías a través de las cuales las alianzas permiten reforzar la posición del CEO. En primer lugar, la continuidad del equipo directivo se hace necesaria durante las fases de negociación y ejecución de la alianza. En segundo lugar, las alianzas refuerzan la visibilidad y prestigio del CEO, tanto dentro como fuera de la empresa. Por último, el socio puede entrar a formar parte de los órganos de gobierno, defendiendo los intereses y criterios del CEO. Exponemos, a continuación, los argumentos de cada una de estas vías.

- *Presión para la continuidad del CEO.* Las alianzas vuelven imprescindible la figura del CEO y su equipo directivo durante las negociaciones y la etapa inicial del acuerdo de cooperación. En efecto, las alianzas evolucionan siguiendo una secuencia repetitiva de etapas de negociación, compromiso y ejecución (Ring y Van de Ven, 1994; Doz, 1996; Ariño y de la Torre, 1998). De este modo, la clave para la evolución de la alianza hacia estadios de mayor desarrollo radica tanto en una evaluación positiva de los resultados previos de la alianza, como en la confianza que exista entre los socios (Buckley y Casson, 1988; Ariño y de la Torre, 1998; Das y Teng, 1998). No obstante, como durante la nego-

FIGURA 1.— Fuentes de destrucción de valor en las alianzas



ciación y las primeras etapas de ejecución no existen resultados objetivos a valorar, el desarrollo de la alianza descansará únicamente sobre los niveles de confianza que existan entre las personas concretas que hayan negociado el proyecto. De este modo, reemplazar al CEO y a su equipo directivo supondría una erosión de las bases sobre las que se cimienta la confianza entre los socios³. Por otro lado, la continuidad de los directivos no sólo resulta importante para las relaciones de confianza que puedan existir entre ellos, sino también en los compromisos implícitos y rutinas para la interacción conjunta que hayan acordado. De hecho, la literatura sobre gestión de alianzas ha resaltado la importancia que tienen las inversiones relacionales que realizan los directivos en orden a fijar unas normas y criterios de funcionamiento para la alianza (Dyer y Singh, 1998; Madhok y Tallman, 1998; Ring, 2000). En la medida en que estas normas y acuerdos tienen un carácter implícito hasta que no se consolida el funcionamiento del acuerdo, la coordinación de la alianza es notablemente dependiente de las personas implicadas durante estas etapas. Así pues, un reemplazo del CEO, aunque tenga justificación por otro motivo, podría poner en peligro el funcionamiento de la alianza.

- *Refuerzo en visibilidad y prestigio.* Los directivos pueden utilizar las alianzas como una señal sobre posibles cambios en la gestión de la com-

³ De acuerdo con Inkpen y Curral (1998), la confianza en los proyectos de cooperación puede ser clasificada en tres categorías: psicológica, social e institucional que implican, sucesivamente, un incremento en el grado de compromiso y confianza entre los socios. Desde la perspectiva psicológica, la confianza entre los socios es el producto de las relaciones interpersonales entre los directivos de las compañías involucradas en el proceso de cooperación. Así, este tipo de confianza propia de las etapas iniciales del proceso o de aquellas alianzas en las que los resultados de los proyectos conjuntos se materializan a largo plazo, es muy dependiente de los altos ejecutivos involucrados en las alianzas.

pañía y sobre su capacidad para atraer nuevos recursos externos. Aunque las alianzas tardan tiempo en producir resultados, a corto plazo permiten reducir la incertidumbre a la que se enfrentan las empresas respecto de la obtención de determinados recursos, que si bien pueden no ser necesarios en el presente podrían serlo en el futuro (Pfeffer y Salancik, 1978; Nohria y García-Pont, 1991). De hecho, la literatura sobre gestión de alianzas ha resaltado la ventaja que supone para las empresas la flexibilidad que le reportan las alianzas en las que participa, lo que les confiere el carácter de opciones reales (Kogut, 1991; Kogut y Kulatilaka, 1994) o plataformas para inversiones futuras (Kogut y Zander, 1992). A través de ellas, las empresas pueden reducir la incertidumbre y el riesgo asociadas a determinadas actividades, al tiempo que ganan acceso a capacidades competitivas que se prevén importantes en el futuro. Ciertamente, la propia evolución del entorno o de la red de relaciones de cada socio puede hacer inviable el desarrollo de las alianzas (García-Pont, 1999). A pesar de ello, y aunque la formación de alianzas no genere para la empresa beneficios tangibles de inmediato, el directivo puede acreditar la disponibilidad de recursos que pudieran ser necesarios en el futuro para reorientar el crecimiento de la empresa, accediendo a nuevas tecnologías, industrias o mercados geográficos. Por todo ello, su imagen tanto a nivel interno como externo queda reforzada, resultando, en consecuencia, menos probable su cese.

- *Redistribución de poder en los órganos de gobierno.* Muchas alianzas conllevan un intercambio de participaciones entre los socios de la alianza y/o la entrada de los mismos en los órganos de gobierno del socio (Thompson, 1967; Pfeffer y Salancik, 1978; Pisano et al., 1988). Estos intercambios se explican debido a que pueden suponer un mecanismo para el control (Pisano, 1989; Rialp y Salas, 2002), el intercambio de información (Pisano et al., 1988) o la renegociación de la alianza (Pfeffer, 1972). No obstante, en la medida en que estos cruces accionariales suelen llevar asociado un intercambio de puestos en los consejos de administración también pueden alterar los equilibrios de poder existentes dentro del consejo a favor del directivo. En efecto, el socio que accede a los órganos de gobierno inicialmente defenderá los criterios y la posición del CEO, que es quien le ha abierto las puertas de la compañía. En consecuencia, un equipo directivo que se sienta amenazado podría favorecer la creación de una alianza que diera cabida al socio en los órganos de gobierno, de modo que llegado el caso éste asegurara su posición en la empresa.

En los tres supuestos anteriormente mencionados, la posición del CEO en la compañía se puede ver reforzada después de la formación de una alianza. Este refuerzo, que puede producirse para todo tipo de alianzas, se presenta de forma más acusada en el caso de las alianzas globales. En primer lugar, su negociación es compleja pues suelen crearse entre empresas de diferentes nacionalidades, que no han colaborado en el pasado (Ohmae, 1989; Yoshino y Rangan, 1995) y en las que la principal fuente de confianza es la que se esta-

blece entre los directivos que participan en las negociaciones. Por tanto, la continuidad del CEO resulta imprescindible. En segundo lugar, son alianzas que tienden a ser recogidas con profusión por los medios de comunicación y que posicionan a la empresa de forma favorable ante los retos de la globalización (Porter y Fuller, 1986). En consecuencia, su formación proporciona al CEO una importante visibilidad, reforzando su imagen. Por último, son alianzas que se crean sin definir todos los proyectos y acciones a realizar, por lo que su desarrollo requiere un continuo proceso de negociación e interacción entre los socios. De ahí, que los cruces accionariales sean muy frecuentes y que supongan, por tanto, una oportunidad para el CEO de reforzar su control sobre el consejo de administración.

Sin embargo, este refuerzo de la posición de los directivos puede realizarse en contra de los intereses de los accionistas y, por tanto, reduciendo valor. En primer lugar, resultará más difícil reemplazar al CEO, en caso de que fuera necesario, bien porque se puede ver amenazado el proceso de desarrollo gradual de la alianza, bien porque el directivo ha lanzado una señal al mercado sobre su potencial para captar recursos necesarios para acometer el proceso de globalización y cambio tecnológico, o bien porque ha reforzado su posición en el cargo mediante la entrada de nuevos consejeros afines. Por otro lado, aquellos CEOs que tengan una posición débil estarán incentivados, con el fin de evitar ser sustituidos, a formalizar rápidamente el acuerdo de colaboración. Ello puede llevar al CEO y a su equipo a realizar una alianza que no sea necesaria. Pero aunque la alianza sea necesaria, y el socio el más apropiado, el CEO puede negociar de forma inadecuada los términos del acuerdo o, incluso, realizar conscientemente concesiones al socio en las condiciones de asignación de derechos de control y reparto de beneficios, al objeto de precipitar la firma del acuerdo. En definitiva, la presión para cerrar el acuerdo puede conducir a una mala elección del socio, excesivas cesiones en las negociaciones o una inadecuada estructuración de la alianza, lo que se traducirá en una destrucción de valor para los accionistas.

Lógicamente, no todos los CEOs están igualmente expuestos al riesgo de ser reemplazados y, por tanto, no todos tienen los mismos incentivos para crear alianzas que refuercen su posición en el cargo. En efecto, existen CEOs con una posición segura —a través del control de los órganos de gobierno— y CEOs con una posición comprometida dentro de su compañía (Khurana, 1998). En este sentido, serían los directivos con una posición comprometida los que estarían incentivados a la creación de alianzas globales, aunque éstas fueran contrarias a los intereses de los accionistas. Como consecuencia de ello cabría esperar una menor creación de valor en las alianzas formadas por empresas cuyos CEOs tuviesen una posición débil. Todo ello nos lleva a plantear la siguiente hipótesis de trabajo:

La rentabilidad anormal asociada a la formación de una alianza global será menor cuánto más débil, esto es menos segura, sea la posición del CEO en su cargo.

3. Metodología

Para contrastar la hipótesis propuesta se ha utilizado una base de datos sobre alianzas globales para la internacionalización realizadas por empresas españolas durante el período 1987-1997. Esta base fue construida, en el marco de una investigación más amplia, a partir de las noticias sobre alianzas globales publicadas por la prensa económica, en las que participaba, al menos, una empresa española admitida a cotización oficial en la Bolsa de Madrid durante el citado período. La búsqueda de las noticias se realizó a través de la base de datos de prensa *BARATZ*. La muestra final utilizada en el estudio está compuesta por 71 alianzas globales⁴.

Con objeto de analizar la influencia de la posición del directivo sobre la creación de valor se estimó un modelo de regresión lineal múltiple. Como variable dependiente se utilizó la rentabilidad anormal experimentada por la empresa en el día del anuncio de la alianza global. Esta rentabilidad anormal fue obtenida en el marco de una investigación previa (Vidal, 2000) mediante la realización de un estudio de acontecimientos, utilizando la metodología estándar con rentabilidades diarias (Dodd y Warner, 1983). En concreto, las acciones de la muestra de empresas analizadas experimentan, por término medio, una rentabilidad anormal del 0,2% en el mismo día del anuncio, estadísticamente significativa al 95% de confianza. Asimismo, se observó que un 63% de las empresas que forman esta muestra obtienen rentabilidades en exceso positivas en el día del anuncio.

Como variables independientes se utilizaron las que se exponen a continuación, agrupadas en dos categorías. Una primera categoría está compuesta por dos variables que tratan de aproximar el grado de discrecionalidad directiva, con el fin de analizar su posible influencia genérica en la creación (destrucción) de valor:

⁴ Inicialmente, identificamos, a través de *BARATZ*, 91 alianzas globales, de las que 87 fueron realizadas por 30 empresas españolas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid. Sin embargo, esta muestra fue depurada al objeto de calcular la rentabilidad anormal que, como se señala posteriormente, fue utilizada como variable dependiente en el estudio. En concreto, se eliminaron todos aquellos anuncios de alianzas globales que estuvieran acompañados de ampliaciones o reducciones de capital, intentos de toma de control y pagos de dividendos durante los 10 días anteriores y posteriores a la fecha del anuncio de la alianza global. Estos anuncios se eliminaron para evitar que la transmisión de información asociada a alguno ellos incidiera sobre el análisis y «pudiera contaminar» el efecto específico de la creación de alianzas globales. Asimismo, se eliminaron todos aquellos anuncios para los que la empresa había comenzado a cotizar poco antes del anuncio de la alianza global al no disponer de días de cotización suficientes para estimar los parámetros característicos de la empresa. Por todo ello, la muestra se redujo de 87 a 72 anuncios de alianzas globales. De estas 72 alianzas, tuvimos que eliminar una para la que fue imposible obtener la participación de capital en manos del primer ejecutivo de la compañía. La participación de capital en manos del CEO es, como se expone a continuación, una de las variables independientes utilizadas en el modelo.

PARTICIPACIÓN: variable que recoge el porcentaje de capital que posee el primer ejecutivo de la compañía antes de la creación de la alianza global —en concreto, a 31 de diciembre del año anterior. Se trata de una variable de control de la discrecionalidad directiva puesto que se espera que cuanto mayor sea dicho porcentaje, mayor será el coste asumido por el CEO como consecuencia de una mala gestión (Cuervo, 1999). La información para construir esta variable se obtuvo de los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores —CNMV⁵.

ACUMULACIÓN DE CARGOS: variable *dummy* que toma el valor 1 cuando el consejero delegado es, además, el presidente del consejo de administración o bien, cuando en la empresa no existe la figura del consejero delegado y el presidente, por tanto, acumula ambas funciones. Esta variable toma valor 0 cuando los cargos de consejero delegado y presidente del consejo de administración son desempeñados por personas diferentes. Lógicamente, la capacidad de supervisión del consejo de administración aumenta cuando la presidencia del mismo la ocupa una persona distinta del CEO, cuyo trabajo corresponde supervisar al consejo (Jensen, 1993). De hecho, Westphal y Zajac (1994) señalan que aquellos CEOs que acumulan también la presidencia del consejo tienen un amplio grado de control sobre éste.

El segundo grupo de variables está compuesto por dos predictores que aproximan sendos contextos en los que el primer ejecutivo tiene una posición en el cargo débil. Tales contextos son el desgaste de poder asociado a una larga permanencia en el puesto, de un lado, y una elevada participación del estado en la compañía, de otro. Las variables ANTIGÜEDAD y PARTICIPACIÓN PÚBLICA, aproximan ambos contextos respectivamente.

La variable ANTIGÜEDAD recoge el período de permanencia en el cargo, en meses, del primer ejecutivo de la compañía en el momento en el que se anuncia la alianza global. Esto es, la antigüedad del consejero delegado, cuando existe dicha figura o, en caso contrario, la del presidente de la compañía. La literatura al respecto sugiere que la antigüedad del CEO puede ejercer una influencia ambivalente sobre su seguridad en el cargo (Ocasio, 1994): De un lado, un refuerzo, debido a las oportunidades que ha tenido para influir en la composición de los órganos de gobierno y la alta dirección, los cuales ha podido moldear a su medida. De otro, un debilitamiento, debido a su creciente obsolescencia para el puesto, tanto técnica como política⁶. Desde esta pers-

⁵ La CNMV sólo proporciona información a partir del año 1990. De este modo, para las alianzas realizadas en el período 1987-1989 se utilizó como *proxy* la participación de capital en manos del CEO en el primer año en que dichos datos se encontraban disponibles públicamente —1990. No obstante, se comprobó a través de una búsqueda sistemática en la base de datos de prensa BARATZ que no se hubieran producido variaciones significativas en la propiedad del primer ejecutivo entre la creación de la alianza y la comunicación de su participación a la CNMV.

⁶ En la investigación relativa al reemplazo o sucesión del CEO se sugieren dos hipótesis alternativas sobre el impacto que su antigüedad en el cargo tiene sobre su seguridad en el mismo (Ocasio, 1994). De un lado, la teoría de la institucionalización del poder (Pfeffer, 1981) sugiere que el poder del CEO aumenta durante su mandato, como consecuencia de diversos procesos, siendo el nombramiento de consejeros afines y el desarrollo de redes de influencia dentro de la empresa

pectiva, asumimos que los CEOs con una elevada antigüedad en su cargo y que no tienen el control sobre el consejo de administración —por ejemplo, no ocupando simultáneamente la posición de presidente del consejo de administración (Westphal y Zajac, 1994)— se encuentran en una posición débil, pues no compensan con el control del consejo el desgaste asociado al uso del poder. De este modo, al introducir el efecto interacción entre la variable ANTIGÜEDAD y ACUMULACIÓN DE CARGOS, la variable ANTIGÜEDAD captura el efecto de ésta cuando el CEO no es el presidente de la compañía. Los datos para construir esta variable se obtuvieron de los Directorios Nueva Empresa (1987-1997); Directorio de Accionistas Maxwell y Espinosa (1990-1996); Directorio de Empresas, Consejeros y Directivos (1990-1996) editado por DICODI, y a través de la base de datos de prensa *BARATZ*.

La variable PORCENTAJE PÚBLICO recoge el porcentaje de capital de la empresa en manos del sector público en el año inmediatamente anterior a la creación de la alianza —en concreto, a 31 de diciembre de dicho año⁷. Nuestro planteamiento ha sido que cuánto mayor sea la participación estatal, mayor será la debilidad de la posición del CEO, puesto que antes de su completa privatización⁸ las compañías públicas suelen ir acompañadas de procesos de reestructuración que conllevan la sustitución del CEO (Cuervo y Villalonga, 2000). Además, mientras el estado mantenga una participación estatal, los CEOs están expuestos a ser cesados como consecuencia de cambios políticos (Fernández, 1985; Laffont, 1995). En este contexto, la creación de alianzas puede ser un instrumento para blindar su posición, pues su papel es necesario para conducir la alianza, al tiempo que el socio puede adquirir una participación accionarial o convertirse en candidato a tomar una participación accionarial en futuras privatizaciones, con lo que su posición se vería reforzada. Incluso aunque la alianza fuese una opción apropiada y fuese realizada con el mejor socio posible, el CEO podría estar incentivado a no defender al máximo los intereses de su empresa para así ganarse el apoyo del aliado. Los datos para construir esta variable se obtuvieron de las memorias de las empresas, de los registros de la CNMV, del Directorio de Accionistas Maxwell y Espinosa (1990-1996) y de la base de datos *BARATZ*.

algunos de ellos. De otro, el modelo de circulación del poder (Selznick, 1957) sugiere que las disputas y la oposición interna a su posición aumentan con el tiempo, debido a su creciente obsolescencia para el puesto y al desgaste asociado al uso del poder. Ocasio (1994) contrastó ambas teorías y comprobó que ambos efectos coexistían con el paso del tiempo. De este modo, este trabajo evidencia que a medida que aumenta el paso del tiempo, o bien el directivo tiene una posición cómoda, lo que le confiere una importante discrecionalidad, o bien tiene una posición comprometida que le hace precisar de apoyos que refuercen su puesto.

⁷ Este porcentaje es siempre inferior al 100% porque estamos tratando con empresas que cotizan en bolsa.

⁸ Al igual que en muchos otros países, la participación pública en el capital de las empresas españolas ha sido reducida hasta cero como consecuencia de procesos de privatización destinados a promover el desarrollo económico y la rentabilidad empresarial (Cuervo, 1997; Zahra et al., 2000).

TABLA 1.—Descripción de las variables de control

VARIABLE	DESCRIPCIÓN
QTOBIN	Ratio «q» de Tobin de la empresa en el momento de crear la alianza —en concreto, a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior a la formación de la alianza
SOCIO COMPETIDOR	Variable dummy que toma valor 1 cuando los socios son competidores directos —idéntica clasificación SIC tres dígitos (Park y Kim, 1997)— y 0 en otro caso
ÁMBITO DEFINIDO	Variable dummy que toma valor 1 cuando el ámbito geográfico de la alianza se encuentra delimitado y cubre una región geográfica y 0 en otro caso*
ÁMBITO INDEFINIDO	Variable dummy que toma valor 1 cuando el ámbito geográfico de la alianza no se encuentra definido en el momento de crear dicha alianza y 0 en otro caso
NÚMERO SOCIOS	Número de socios de la alianza
CRUCE ACCIONARIAL	Variable dummy que toma valor 1 cuando la alianza implica un cruce accionarial entre los socios y 0 en otro caso

* Como referencia para medir el comportamiento de las variables relacionadas con el ámbito —ámbito definido y ámbito indefinido— se utilizan las alianzas globales cuyo ámbito geográfico de actuación se limita a los respectivos países de origen de cada uno de los socios de la alianza.

Adicionalmente, se introdujeron una serie de variables de control relacionadas con los atributos de las alianzas que en la literatura previa sobre alianzas habían sido identificados como determinantes de la creación (destrucción) de valor. La Tabla 1 recoge la descripción de dichas variables.

Por último, se introdujeron dos grupos adicionales de variables de control. En primer lugar, con objeto de estimar la incidencia que las características propias del sector de actividad ejercen sobre la creación de valor de las alianzas identificadas se introdujeron cinco variables de control sectorial. A tal efecto, se han clasificado sectorialmente las alianzas identificadas en la base de datos en cinco grandes grupos de actividad: (1) ENERGÍA: toma el valor 1 en aquellas alianzas —10— realizadas por empresas integradas en el sector *Energía y Agua*; (2) CONSTRUCCIONES: toma el valor 1 en aquellas alianzas —4— realizadas por empresas integradas en el sector *Construcciones*; (3) TELECOMUNICACIONES: toma el valor 1 en aquellas alianzas —13— realizadas por empresas integradas en el sector de *Telecomunicaciones*. Todas las alianzas de esta categoría han sido realizadas por la empresa Telefónica; (4) FINANCIERAS: toma el valor 1 en aquellas alianzas —37— realizadas por empresas integradas en el sector *Servicios Financieros*; (5) OTRAS EMPRESAS INDUSTRIALES: toma el valor 1 en aquellas alianzas —7— realizadas por empresas pertenecientes a otros sectores industriales.

En segundo lugar, se han introducido *dummies* anuales, concretamente una por cada año de nuestra muestra, con el fin de controlar posibles efectos coyunturales asociados a cada uno de dichos años. La Tabla 2 muestra los estadísticos descriptivos y los coeficientes de correlación de las variables utilizadas en el modelo.

TABLA 2.—Estadísticos descriptivos y correlaciones entre variables

	RBA	ACM	PAR	ANT	PPU	QTO	SCO	AMD	AMI	CRU	NUS	CON	TEL	FIN	OTI	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97
MEDIA	0.002	0.46	0.001	55.87	0.147	1.158	0.732	0.380	0.225	0.282	2.578	0.056	0.183	0.521	0.099	0.056	0.113	0.155	0.099	0.113	0.042	0.113	0.056	0.056	0.155
DES.V.T.P.	0.012	0.50	0.004	60.21	0.227	0.271	0.446	0.489	0.421	0.453	1.864	0.232	0.390	0.503	0.300	0.232	0.318	0.364	0.300	0.318	0.203	0.318	0.232	0.232	0.364
RBANORM	1.000	-0.171	0.013	-0.084	-0.141	-0.064	0.187	0.257	-0.297	0.188	-0.071	0.151	0.095	0.038	-0.335	0.106	-0.054	0.130	0.029	0.010	-0.039	-0.265	0.048	0.049	0.030
ACUMCAR	1.000	0.220	0.082	0.237	0.357	0.357	0.053	-0.032	0.241	-0.019	-0.092	-0.228	-0.149	-0.068	0.260	0.140	-0.153	-0.009	-0.024	-0.064	0.085	0.114	-0.105	-0.105	0.069
PARTICF	1.000	0.180	-0.193	-0.087	-0.087	-0.087	0.038	-0.077	0.106	0.098	-0.085	0.087	-0.142	0.172	-0.039	0.063	-0.035	0.097	-0.080	-0.081	-0.043	-0.107	0.455	-0.068	-0.118
ANTIGDA	1.000	-0.093	0.127	0.083	-0.009	-0.021	0.154	-0.094	0.206	-0.258	-0.005	-0.033	0.096	0.251	-0.249	-0.117	-0.119	-0.060	-0.096	-0.119	-0.060	0.090	0.180	-0.166	-0.048
PPUBLICO	1.000	0.069	-0.084	0.036	-0.049	-0.080	-0.073	-0.170	-0.183	0.510	-0.052	0.038	-0.089	-0.175	-0.218	0.015	0.554	-0.135	-0.033	0.185	0.075	0.248	-0.072	-0.102	-0.008
QTOBIN	1.000	0.085	-0.187	-0.283	-0.187	0.085	-0.266	-0.043	-0.006	0.093	0.148	0.014	-0.181	0.093	0.215	0.127	0.014	-0.266	0.010	-0.004	-0.020	-0.096	0.186	-0.066	0.066
SOCOMP	1.000	0.037	0.014	0.014	-0.081	-0.090	0.048	-0.132	-0.086	-0.138	0.048	-0.086	0.222	-0.086	0.222	-0.086	0.014	0.014	0.235	-0.086	0.222	-0.086	0.014	0.014	0.235
AMBDEF	1.000	0.037	0.014	0.014	-0.081	-0.090	0.048	-0.132	-0.086	-0.138	0.048	-0.086	0.222	-0.086	0.222	-0.086	0.014	0.014	0.235	-0.086	0.222	-0.086	0.014	0.014	0.235
AMBIND	1.000	0.037	0.014	0.014	-0.081	-0.090	0.048	-0.132	-0.086	-0.138	0.048	-0.086	0.222	-0.086	0.222	-0.086	0.014	0.014	0.235	-0.086	0.222	-0.086	0.014	0.014	0.235
CRUCE	1.000	-0.178	-0.153	0.027	0.162	-0.102	0.119	0.173	0.078	0.003	-0.124	-0.132	-0.223	-0.017	-0.017	0.078	-0.132	-0.223	-0.017	-0.017	-0.017	-0.017	-0.017	-0.017	-0.017
NUMSOC	1.000	-0.076	0.246	-0.082	-0.103	0.089	-0.111	-0.007	-0.103	0.202	0.010	-0.015	-0.076	-0.043	0.077	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205
CONST	1.000	-0.116	0.000	-0.255	-0.081	-0.060	0.106	0.064	-0.081	-0.087	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
TELEC	1.000	-0.494	-0.157	-0.116	-0.169	-0.102	-0.157	0.292	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082
FINAN	1.000	-0.345	0.112	0.074	0.177	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128	0.128
OTIND	1.000	-0.081	0.181	-0.011	-0.109	-0.118	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087
AÑO88	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO89	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO90	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO91	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO92	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO93	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO94	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO95	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO96	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106
AÑO97	1.000	-0.087	-0.105	-0.081	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106	0.205	-0.060	-0.105	-0.087	-0.051	0.106

4. Resultados y discusión

La Tabla 3 resume los resultados de las estimaciones del modelo de regresión lineal múltiple construido con las variables anteriormente expuestas. En ella aparecen recogidos los valores de los coeficientes de las variables independientes, el error estándar y el nivel de significación para cada una de ellas. En términos generales se puede observar que el modelo ofrece estimaciones significativas a nivel global. En conjunto, los resultados nos permiten confirmar las predicciones previamente formuladas.

TABLA 3.—Estimaciones del modelo de regresión lineal múltiple

VARIABLES	COEFICIENTES	
CONSTANTE	-0.025752	(0.00832)
ACUMULACIÓN CARGOS	-0.004075	(0.00258)
PARTICIPACIÓN	-0.371739	(0.36281)
ANTIGÜEDAD	-0.000069***	(0.00002)
ANTIGÜEDAD * ACUMULACIÓN CARGOS	0.000069*	(0.00004)
PORCENTAJE PÚBLICO	-0.013883**	(0.00614)
QTOBIN	0.019842***	(0.00529)
SOCIO COMPETIDOR	0.012700***	(0.00330)
AMBITO DEFINIDO	0.006617**	(0.00277)
AMBITO INDEFINIDO	-0.000921	(0.00306)
CRUCE ACCIONARIAL	0.005949**	(0.00228)
NÚMERO SOCIOS	-0.000914***	(0.00033)
CONSTRUCCIONES	0.016616*	(0.00949)
TELECOMUNICACIONES	0.003187	(0.00346)
FINANCIERAS	-0.000613	(0.00450)
OTRAS EMPRESAS INDUSTRIALES	-0.017463**	(0.00665)
AÑO 88	0.002095	(0.00382)
AÑO 89	-0.001070	(0.00484)
AÑO 90	0.005393	(0.00442)
AÑO 91	0.001884	(0.00507)
AÑO 92	0.000944	(0.00390)
AÑO 93	-0.003580	(0.00499)
AÑO 94	-0.008333*	(0.00461)
AÑO 95	0.008339*	(0.00486)
AÑO 96	-0.000079	(0.00527)
AÑO 97	0.000916	(0.00421)
BONDAD DEL AJUSTE	R2 ajustada: 0.32	F=2.32***

[Valores coeficientes (errores estándar entre paréntesis)] N=71

Variable dependiente: Rentabilidad anormal día 0

*P<0.1 **P<0.05 ***P<0.01

Tal y como se observa en la Tabla 3, nuestros resultados ponen de manifiesto que la discrecionalidad directiva *per se* no tiene influencia sobre la creación de valor asociada a la formación de una alianza global. En efecto, las variables PARTICIPACIÓN y ACUMULACIÓN DE CARGOS no presentan un efecto significativo sobre la rentabilidad anormal. Nuestra interpretación de estos resultados no es el descartar la influencia de la discrecionalidad directiva sobre la calidad de las decisiones de los directivos. Desde nuestro punto de vista, estos resultados podrían explicarse teniendo en cuenta que los directi-

vos que gozasen de una amplia discrecionalidad preferirían las adquisiciones como medio de crecimiento. Las alianzas, por otra parte, son una decisión estratégica que es objeto de menores controles por los órganos de gobierno que las adquisiciones (Park y Kim, 1997). Esta circunstancia también explicaría los resultados de estas variables de discrecionalidad directiva, pues incluso los CEOs sometidos a mayor supervisión podrían utilizarlas en su propio beneficio y a costa de los intereses de los accionistas.

Precisamente, esa es la conclusión que se obtiene tras analizar los resultados de las variables PORCENTAJE PÚBLICO y ANTIGÜEDAD. Nuestros resultados confirman que los CEOs con una posición débil pueden utilizar las alianzas globales para reforzar su seguridad en el cargo a expensas de la creación de valor para los accionistas. Ambas variables presentan un coeficiente negativo y significativo, como se aprecia en la Tabla 3. El coeficiente negativo y significativo de la variable PORCENTAJE PÚBLICO viene a confirmar nuestra predicción inicial. Por su parte, para analizar el efecto de la variable ANTIGÜEDAD debemos contar, asimismo, con el coeficiente del efecto interacción ANTIGÜEDAD*ACUMULACIÓN DE CARGOS. El coeficiente de ambos es prácticamente similar aunque de signo diferente y significativo en ambos casos. Esto quiere decir que la antigüedad solamente influye negativamente en la creación de valor cuando el consejero delegado *no* es el presidente de la compañía, esto es, cuando ACUMULACIÓN DE CARGOS es cero y, por tanto, el efecto interacción también lo es. En caso de existir acumulación de cargos, la *dummy* correspondiente tomaría el valor 1 con lo que la influencia neta de la antigüedad sobre la creación de valor sería cero, pues el efecto interacción anularía la influencia de la variable ANTIGÜEDAD. Se confirma, por tanto, el efecto esperado de esta variable. El simple hecho de no acumular las funciones de presidente y consejero delegado no confiere al CEO una posición débil, pues, si su nombramiento es reciente, cabe esperar que conserve los apoyos que le facilitaron ocupar esa posición. Es solamente con el desgaste de poder asociado al paso del tiempo cuando su posición se vuelve más débil y se ve tentado a formar alianzas destructoras de valor. Por el contrario, cuando el CEO controla el consejo, el desgaste asociado al uso del poder se ve compensado con ese control, que le otorga mayor libertad para el nombramiento de consejeros afines y el desarrollo de redes de influencia dentro de la organización. En este contexto, los beneficios que podría obtener a título individual de la formación de alianzas tendrían para él menor interés.

Estos resultados, por tanto, tomados en su conjunto vienen a mostrar que la formación de alianzas globales debería ser supervisada de forma muy rigurosa por los accionistas de las compañías, pues una mala definición de las mismas puede lesionar gravemente sus intereses, tanto por no ser la opción de crecimiento apropiada o, aún siéndolo, por haber elegido mal al socio o haber negociado mal las condiciones del mismo. En particular, nuestros resultados sirven para alertar del papel perjudicial que pueden tener las alianzas globales en empresas donde el primer ejecutivo se encuentra en una posición débil o comprometida.

En principio, las alianzas globales tienen como principal ventaja para empresas como las españolas —que han pasado en poco tiempo de un entor-

no proteccionista a otro de integración económica— el permitir un rápido posicionamiento ante el nuevo escenario de competencia internacional. En efecto, el socio en este tipo de alianzas aporta valiosos recursos para ello, como puede ser su conocimiento de otros mercados y su saber hacer tecnológico en el sector. De este modo, cabe pensar que cuanto antes se forme una alianza global será mejor para la empresa, pues así dispondría antes de los nuevos recursos que le permitirían realizar el ajuste necesario. Esta recomendación sería especialmente apropiada para las empresas públicas que así dispondrían rápidamente de recursos vitales para su supervivencia en un nuevo entorno. Sin embargo, nuestros resultados muestran la conveniencia de una apropiada supervisión en esas alianzas, pues en otro caso los directivos podrían buscar sus propios intereses, lesionando los de su empresa.

Esta recomendación es extensible también a toda empresa en la que el directivo necesita asegurar su posición como consecuencia del desgaste asociado al uso del poder y a la necesidad de renovar sus apoyos. No son infrecuentes en la prensa económica las noticias en las que una empresa cuyo presidente está cuestionado anuncia la búsqueda de una nueva alianza. Para este presidente la nueva alianza sería un refuerzo importante a su continuidad puesto que, como se ha señalado previamente, sustituir a un directivo durante las fases iniciales del acuerdo puede precipitar su disolución.

Por lo que respecta a las variables de control, cabe señalar que se mantienen las evidencias encontradas en trabajos previos respecto a que el mercado tiende a valorar las sinergias potenciales asociadas al acuerdo. En efecto, estudios previos sugerían que el mercado parece reaccionar de forma más positiva ante aquellos atributos de los socios o de las alianzas que permiten incrementar el potencial de sinergias entre los socios como, por ejemplo, el grado de competencia directa entre los partícipes o el alcance de la alianza (Koh y Venkatraman, 1991; Chan et al., 1997; Park y Kim, 1997; Das et al., 1998). En esta línea, nuestros resultados muestran que las alianzas formadas por socios competidores, con recursos valiosos, y un ámbito geográfico amplio y definido son las que provocan una mayor reacción del mercado de capitales. Paradójicamente, el número de socios influye negativamente en la creación de alianzas, aunque existen evidencias que muestran que a medida que aumenta el número de socios se reduce el rendimiento de las alianzas (García Canal y Valdés, 2000). Llama también la atención el resultado de la variable cruce accionarial, que es positivo y significativo. En relación al cruce cabría esperar un efecto ambivalente. De un lado, un efecto positivo, pues da mayor credibilidad a la alianza y facilita la coordinación de los socios. De otro, puede encubrir tomas de participación destinadas a reforzar a un CEO en posición débil. Nuestros resultados muestran que, controlando por la posición débil del CEO, el cruce influye positivamente. De hecho, cuando realizamos las estimaciones sin incluir las variables relacionadas con una posición débil y el grado de discrecionalidad directiva el efecto del cruce accionarial ya no es significativo, lo que vendría a confirmar ese efecto ambivalente que antes mencionábamos.

Por lo que respecta a las variables de control sectorial, cabe señalar que la variable que recoge las alianzas en sectores industriales presenta una influencia negativa y significativa sobre la creación de valor.

5. Conclusiones

En este trabajo se ha analizado la influencia la discrecionalidad directiva y, en particular, la posición de debilidad en su cargo del primer ejecutivo de la compañía en la rentabilidad anormal vinculada a la formación de una alianza global. Para los propósitos de nuestro trabajo las alianzas globales se definen como acuerdos con socios de otros países para coordinar la actuación en varios mercados. Las alianzas y, en particular, las alianzas globales pueden reforzar, a través de tres vías, la posición del primer ejecutivo cuando se encuentra en una posición de debilidad. En primer lugar, haciendo necesaria la continuidad del equipo directivo durante las fases de negociación y ejecución de la alianza. En segundo lugar, reforzando la visibilidad y prestigio del CEO, tanto dentro como fuera de la empresa. Por último, reforzando los apoyos del CEO en el consejo de administración si el socio entra a formar parte del mismo. El deseo de reforzar su posición puede llevar al CEO a formar alianzas mal definidas y/o negociadas con precipitación, reduciendo la riqueza de los accionistas.

Los resultados obtenidos sobre una muestra de 71 alianzas globales formadas por empresas españolas entre 1987-1997 muestran que la posición de debilidad del primer ejecutivo en su cargo destruye riqueza para los accionistas de las empresas involucradas en la formación de alianzas globales. En concreto, se han examinado dos situaciones susceptibles de generar debilidad: la participación del estado en el capital de la empresa y la antigüedad del primer ejecutivo en el cargo.

Nuestro trabajo contribuye a la literatura sobre alianzas estratégicas al aportar evidencia empírica sobre la influencia de los comportamientos oportunistas de los directivos sobre la creación de valor. En concreto, nuestro trabajo muestra que el conflicto de objetivos entre accionistas y directivos no influye en la creación de valor, salvo en los casos en los que el primer ejecutivo de la compañía tiene una posición débil en su cargo. Se trata de un resultado relevante teniendo en cuenta que los escasos estudios existentes que habrían tratado la influencia de la discrecionalidad directiva sobre la creación de valor no habrían analizado la posibilidad de que los directivos participasen en alianzas por razones diferentes a las del incremento de su poder o status.

Con todo, nuestro trabajo no está exento de limitaciones. En primer lugar, nos hemos centrado exclusivamente en el estudio de un tipo específico de alianzas: las alianzas globales, lo que puede hacer difícil la generalización de los resultados obtenidos a otro tipo de alianzas. En este sentido, el posible efecto vinculado al refuerzo de la posición en el cargo puede ser más propio de las alianzas globales, cuya formación tiene una gran repercusión sobre la empresa. Así pues, una futura línea de investigación sería ampliar el análisis de la discrecionalidad directiva a otro tipo de alianzas estratégicas. Adicionalmente, futuros trabajos deberían incorporar medidas más precisas acerca del grado de control del CEO sobre el consejo de administración, aunque este tipo de información es muy difícil de obtener. Por último, nuestro trabajo analiza la reacción del mercado de capitales y, por tanto, expectativas ante lo que

podiera ser su repercusión para la empresa. El trabajo podría ampliarse utilizando medidas *ex-post* de rendimiento, aunque estas medidas pueden recoger el efecto de la evolución del entorno y otros factores que no estaban presentes cuando se negoció el acuerdo.

Referencias bibliográficas

- ARIÑO, A. y DE LA TORRE, J. (1998): «Learning from failure: Towards an evolutionary model of collaborative ventures», *Organization Science*, vol. 9, pp. 306-325.
- BUCKLEY, P. y CASSON, M. (1988): «A theory of co-operation in international business», en Contractor, F. J. y Lorange, P. (eds.): *Cooperative strategies in international business*, Lexington Books, Lexington.
- CAMISÓN, C. (1993): «Dirección de empresas en entornos globales y abiertos: Hacia la estrategia de alianzas», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 2, n.º 3, pp. 9-37.
- CASANI, F. (1995): «Una aproximación empírica a la cooperación interempresarial en España», *Información Comercial Española*, vol. 476, pp. 25-41.
- CHAN, S. H.; KENSINGER, A. J. y MARTIN, J. D. (1997): «Do strategic alliances create value?», *Journal of Financial Economics*, vol. 46, pp. 199-221.
- CHEN, S.; KIM, W.; LEE, C. y YEO, G. (2000): «Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures», *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 1747-1765.
- CHUNG, I.; KOFORD, K. y LEE, I. (1993): «Stock market views of corporate multinationalism: Some evidence from announcements of international joint ventures», *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 35, n.º 5, pp. 275-293.
- CUERVO, A. (1997): *La privatización de la empresa pública*, Ediciones Encuentro, Madrid.
- (1999): «The market for corporate control, managerial defenses, and core shareholders: A comparison of practices», Salomon Center Working Paper, s/99/24.
- CUERVO, A. y VILLALONGA, B. (2000): «Explaining the variance in the performance effects of privatization», *Academy of Management Review*, vol. 25, n.º 3, pp. 581-590.
- DAS, S.; SEN, P. y SENGUPTA, S. (1998): «Impact of strategic alliances on firm valuation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, n.º 1, pp. 27-41.
- DAS, T. y TENG, B. (2000): «A resource-based theory of strategic alliances», *Journal of Management*, vol. 26, pp. 31-61.
- DIRECTORIO DE LOS ACCIONISTAS (1990-1996): Shareholders Directory Maxwell-Espinosa, Madrid, SPA.
- DIRECTORIO DE SOCIEDADES, Consejeros y Directivos (1990-1996), Madrid, Ed. DICODI.
- DODD, P. y WARNER, B. (1983): «On corporate governance: A study of proxy contests», *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 408-438.
- DOZ, Y. L. (1996): «The evolution of cooperation in strategic alliances: Initial conditions or learning processes?», *Strategic Management Journal*, vol. 17 (supl.), pp. 55-83.
- DYER, J. H. y SINGH, H. (1998): «The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage», *Academy of Management Review*, vol. 23, pp. 660-679.
- FERNÁNDEZ, E. (1993): *Alianzas estratégicas*, Instituto de Fomento Regional, Oviedo.
- FERNÁNDEZ, Z. (1985): «Rasgos diferenciales de la dirección de las empresas públicas», *Economía Industrial*, vol. 241, pp. 107-120.

- FINNERTY, J.; OWERS, J. y ROGERS, R. (1986): «The valuation impact of joint ventures», *Management International Review*, vol. 26, n.º 2, pp. 14-26.
- FRÖHLS, M.; KEOWN, A.; McNABB, M. y MARTIN, J. (1998): «Growth opportunities, corporate governance and the market value of multinational joint ventures», *Managerial and Decision Economics*, vol. 19, pp. 13-29.
- GARCÍA-CANAL, E. y VALDÉS, A. (2000): «Influencia de las condiciones iniciales en el rendimiento de las empresas conjuntas: Teoría y evidencias», *Cuadernos de Dirección y Economía de la Empresa*, n.º 5, pp. 25-49.
- GARCÍA-CANAL, E.; LÓPEZ, C.; RIALP, J. y VALDÉS, A. (2002): «Expanding the international scope of the firm through alliances: A typology of cooperative strategies», *Journal of World Business*, vol. 37, pp. 91-107.
- GARCÍA-PONT, C. (1999): «Desarrollando estrategias cooperativas», *ICADE*, n.º 48, pp. 99-117.
- GENESCA, E. (1995): «Estrategia de cooperación y competitividad» en Cuervo (dir.): *Dirección de empresas de los 90. Homenaje al profesor Marcial-Jesús López Moreno*, Cívitas, Madrid, pp. 439-455.
- GULATI, R. (1998): «Alliances and networks», *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 293-317.
- INKPEN, A. C. y Currall, S. C. (1998): «The nature, antecedents, and consequences of joint venture trust», *Journal of International Management*, vol. 4, n.º 1, pp. 1-20.
- JENSEN, M. C. (1986): «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers» *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- (1993): «The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 831-857.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976): «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- KHURANA, R. (1998): «Transitions at the top: CEO positions as open and closed to competition», Working paper, MIT.
- KOGUT, B. (1988): «Joint ventures: Theoretical and empirical perspectives», *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 319-332.
- (1991): «Joint ventures and the option to expand and acquire», *Management Science*, vol. 37, pp. 19-33.
- KOGUT, B. y KULATILAKA, N. (1994): «Options thinking and platform investments: Investing in opportunity», *California Management Review*, vol. 36, n.º 2, pp. 52-71.
- KOGUT, B. y ZANDER, U. (1992): «Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology», *Organizational Science*, vol. 3, n.º 3, pp. 383-397.
- KOH, J. y VENKATRAMAN, N. (1991): «Joint venture formations and stock market reactions: An assessment in the information technology sector», *Academy of Management Journal*, vol. 34, n.º 4, pp. 869-892.
- LAFFONT, J. (1995): «Privatization and incentives», *Revista Española de Economía*, Monográfico Regulación, pp. 9-21.
- LANG, L.; STULZ, R. y WALKLING, R. (1991): «A test of the free cash flow hypothesis. The case of bidders returns», *Journal of Financial Economics*, vol. 29, pp. 315-335.
- LEE, I. y WYATT, S. (1990): «The effects on international joint ventures on shareholder wealth», *The Financial Review*, vol. 25, n.º 4, pp. 641-649.
- LUMMER, S. y McCONNELL, J. (1990): «Stock valuation effects on international joint ventures» en Rhee, J. y Chand, L. (eds.): *Pacific Basin Capital Markets Research*, Elsevier Science Publishers, New York.
- MADHOK, A. y TALLMAN, S. B. (1998): «Resources, transactions and rents: Managing value through interfirm collaborative relationships», *Organization Science*, vol. 9, pp. 326-339.

- McCONNELL, J. y NANTEL, J. (1985): «Common stock returns and corporate combinations: The case of joint ventures», *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 519-536.
- MENGUZZATO, M. (1995): «La triple lógica de las alianzas estratégicas», en Cuervo (dir.): *Dirección de empresas de los 90. Homenaje al profesor Marcial-Jesús López Moreno*, Cívitas, Madrid.
- MERCHANT, H. y SCHENDEL, D. (2000): «How do international joint ventures create shareholder value?», *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 723-737.
- MOHANRAM, P. y NANDA, A. (1996): «When do joint ventures create value», *Academy of Management Proceedings*.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1990): «Do managerial objectives drive bad acquisitions?», *Journal of Finance*, vol. 45, n.º 1, pp. 31-48.
- NOHRIA, N. y GARCIA-PONT, C. (1991): «Global strategic linkages and industry structure», *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 105-124.
- NUEVA EMPRESA (1987-1997): Management Ediciones, Madrid.
- OCASIO, W. (1994): «Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial corporations», *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, pp. 285-312.
- OHMAE, K. (1989): «The global logic of strategic alliances», *Harvard Business Review*, March-April, pp. 143-154.
- PARK, S. y KIM, D. (1997): «Market valuation of joint ventures: Joint venture characteristics and wealth gains», *Journal of Business Venturing*, vol. 12, pp. 83-108.
- PARKHE, A. (1991): «Interfirm diversity, organizational learning, and longevity in global strategic alliances», *Journal of International Business Review*, 4th quarter, pp. 579-601.
- PFEFFER, J. (1972): «Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment», *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, pp. 218-228.
- (1981): *Power in organizations*, Pitman, Marshfield.
- PFEFFER, J. y SALANCIK, G. (1978): *The external control of organizations*, Harper & Row, New York.
- PISANO, G. (1989): «Using equity participation to support exchange: Evidence from the biotechnology industry», *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 35, pp. 109-126.
- PISANO, G.; RUSSO, M. y TEECE, D. (1988): «Joint ventures and collaborative arrangements in the telecommunications equipment industry» en *International collaborative ventures in U.S. manufacturing*, Mowery, D. (ed.), Cambridge, MA: Ballinger.
- PORTER, M. y FULLER, M. (1986): «Coalitions and global strategy», en Porter, M. (ed.): *Competition in global industries*, Harvard Business School Press, Boston.
- RIALP, J. y SALAS, V. (2002): «La colaboración empresarial desde la teoría de los derechos de propiedad», *Investigaciones Económicas*, vol. 26, n.º 1, pp. 113-144.
- RING, P. (2000): «The three T's of alliance creation: Task, team and time», *European Management Journal*, vol. 18, pp. 152-163.
- RING, P. S. y VAN DE VEN, A. H. (1994): «Developmental processes of cooperative interorganizational relationships», *Academy of Management Review*, vol. 19, pp. 90-118.
- SALAS, V. (1989): «Acuerdos de cooperación entre empresas. Bases teóricas», *Economía Industrial*, vol. 266, pp. 47-60.
- SELZNICK, P. (1957): *Leadership in Administration*, Harper & Row, New York.
- THOMPSON, J. D. (1967): *Organizations in action*, McGraw-Hill, New York.
- THOMPSON, J. D. y McEWEN, W. (1958): «Organizational goals and environment: Goal setting as an interaction process», *American Sociological Review*, vol. 23, pp. 23-41.
- VIDAL, M. (2000): «Las alianzas estratégicas globales para la internacionalización. Su contribución a la creación de valor en la empresa», *Economía Industrial*, n.º 333, pp. 49-56.

- WESTPHAL, J. y ZAJAC, E. (1994): «Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans» *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, pp. 367-390.
- YOSHINO, M. y RANGAN, S. (1995): *Strategic alliances. An entrepreneurial approach to globalization*, Harvard Business School Press.
- ZHARA, S. A.; IRELAND, R. D.; GUTIÉRREZ, I. y HITT, M. A. (2000): «Privatization and entrepreneurial transformation. Emerging issues and a future research agenda», *Academy of Management Review*, vol. 25, n.º 3, pp. 509-524.