

MARÍA IBORRA JUAN

*Profesora titular del Departamento de Dirección de Empresas.  
Vicedecana de la Facultad de Ciencias Económicas*

**Extracto:**

EN este trabajo pretendemos abordar la problemática de la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición; para ello analizamos en primer lugar cómo la literatura ha evaluado y ha interpretado los altos niveles de rotación directiva que acompañan a dichas opciones estratégicas, recurrimos para ello a tres teorías que en el ámbito de las fusiones y adquisiciones ofrecen respuestas diferentes a dicho fenómeno. Concretamente hacemos referencia a la teoría del mercado por el control corporativo, al enfoque del proceso, y al enfoque de recursos y capacidades.

En segundo lugar presentamos las conclusiones de los principales estudios que han tratado de explicar las causas de los altos niveles de rotación que caracterizan a las fusiones y adquisiciones, apostando por aquellas explicaciones relacionadas con el posicionamiento relativo y las diferencias de poder y estatus. Asimismo intentamos poner de manifiesto las limitaciones que, a nuestro parecer, tienen los estudios desarrollados hasta el momento y que contribuyen sólo a ofrecer una respuesta parcial al fenómeno de la rotación de la alta dirección en las fusiones y adquisiciones.

En tercer y último lugar, y a partir de las conclusiones anteriores llevamos a cabo un estudio empírico, cuya metodología difiere de la utilizada por los estudios realizados hasta la fecha, centrándonos en el estudio de un caso, y analizando y evaluando la cuantía, cadencia y causas de la rotación de la alta dirección en el marco de los procesos de fusión y adquisición de la banca privada española en el período 1987-1993. Dicho estudio nos permite afirmar que la rotación directiva en los bancos que han participado en procesos de fusión y adquisición es significativamente superior a la de los bancos españoles que no han participado. Asimismo se puede afirmar que se trata de una rotación temprana que se produce en los primeros años tras la operación y en la que las causas relacionadas con el posicionamiento relativo parecen ofrecer una explicación de dicha rotación.

Creemos que los resultados de este trabajo deberían ser utilizados como un indicador claro de los problemas de integración inherentes a las opciones estratégicas de crecimiento externo por fusión y adquisición y como un elemento de reflexión y ayuda para la alta dirección de las empresas que decidan involucrarse en estas opciones estratégicas.

---

## Sumario:

---

- I. Introducción.
  - II. La rotación directiva en los procesos de fusión y adquisición: su importancia y su interpretación en la literatura.
  - III. La rotación directiva en los procesos de fusión y adquisición: cuantía, cadencia y causas.
    1. La cuantía de la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición.
    2. La cadencia de la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición.
    3. Las causas de la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición.
  - IV. El estudio empírico.
    1. Definición de variables.
      - A) Rotación directiva.
      - B) Rotación directiva acumulada.
      - C) Clasificación de las entidades.
      - D) Tamaño relativo.
      - E) *Performance* relativo.
  - V. Análisis de los resultados.
    1. Cuantía de la rotación.
  - VI. Conclusiones.
- Bibliografía.

## I. INTRODUCCIÓN

Las fusiones y adquisiciones han sido una estrategia característica de la actividad empresarial española, con una intensidad desconocida desde nuestra incorporación a la entonces Comunidad Económica Europea y con los ojos situados en el reto del 92. Quizás las fusiones y adquisiciones sean uno de los rasgos más específicos del comportamiento empresarial de algunos sectores en nuestro país.

A pesar de la importancia que las fusiones y adquisiciones han tenido en la configuración de nuestra realidad empresarial los resultados que se obtienen de estas estrategias han sido y siguen siendo objeto de discusión y de polémica. Así desde la perspectiva financiera, los estudios determinan que existen claras ganancias para los accionistas de la empresa tomada, y en función del estudio ganancias nulas, ligeramente positivas o negativas para los de la empresa tomadora (JENSEN y RUBACK, 1983). Desde la economía industrial y desde el enfoque estratégico, los resultados son más desalentadores, y las fusiones y adquisiciones son caracterizadas en estos estudios por un bajo *performance* postadquisición, y un alto nivel de desinversiones (CAVES, 1989; MUELLER, 1989; PORTER, 1987; RAVENS CRAFT y SCHERER, 1989).

Desde esta constatación, en los últimos años se ha producido un esfuerzo considerable por el análisis de diversos factores que pueden ayudar a mejorar los resultados de estas estrategias de crecimiento externo. Así la literatura ha hecho esfuerzos notables por determinar qué factores ayudan a una correcta decisión estratégica, factores que se han estructurado en torno a los denominados ajuste estratégico (CHATTERJEE, 1986; FOWLER y SCHMIDT, 1989; HUNT, 1990; KITCHING, 1967; KUSEWITT, 1985; PORTER, 1987; SETH, 1990a; 1990b; SHELTON, 1988), ajuste organizativo

(BUONO, BOWDITCH y LEWIS, 1985; DATTA, 1991) y ajuste cultural (BUONO, BOWDITCH y LEWIS, 1985; CHATTERJEE, LUBATKIN, SCHWEIGER, y WEBER, 1992) y cómo dichos factores afectan al resultado de las adquisiciones <sup>1</sup>.

El análisis de dichos ajustes ha permitido mejorar las decisiones sobre los candidatos a una fusión o adquisición y todos estos estudios comparten una perspectiva que concibe estas decisiones estratégicas como decisiones racionales y maximizadoras. A pesar del avance que suponen estas aportaciones, la perspectiva de elección racional y maximizadora implica una visión parcial de los procesos de fusión y adquisición y por tanto ofrece tan sólo una respuesta limitada a las causas de los resultados de las fusiones y adquisiciones.

Desde otras perspectivas, y específicamente desde la perspectiva de proceso, se defiende que las fusiones y adquisiciones son procesos en los que juegan un papel fundamental la racionalidad limitada de los individuos, las rutinas organizativas y el componente político de las organizaciones (HASPELAGH y JEMISON, 1991a, b, c, 1994; HASPELAGH y FARQUHAR, 1994; JEMISON y SITKIN, 1986a; 1986b). Desde esta perspectiva conocer los impedimentos que se generan en el proceso de negociación e integración y que dificultan decisiones maximizadoras son fundamentales para explicar los resultados de estas alternativas.

Uno de los muchos elementos que dificulta el proceso de integración es la ausencia de capacidad directiva que pueda liderar el proceso en el que se ve inmerso la organización adquirida. Ya en el año 1967, KITCHING consideraba que una de las principales causas de fracaso era la ausencia de capacidad directiva. Otros autores han hecho referencia a la misma al poner de manifiesto la necesidad de digerir el crecimiento y mantenerlo bajo control. En este sentido analizan la relación entre el ratio de adquisición y el tamaño de las mismas y su relación con la *performance* (BRUTTON, OVIATT y WHITE, 1994; FOWLER y SCHMIDT, 1989; KUSEWITT, 1985), de tal forma que adquisiciones excesivamente grandes pueden generar dificultades para controlar el proceso de integración (INGHAM, KRAN y LOVESTAN, 1992), mientras que las muy pequeñas pueden provocar problemas por ausencia de atención directiva durante la integración (HUNT, 1990; KITCHING, 1967).

A esta ausencia de capacidad directiva colabora en gran medida el nivel extraordinariamente elevado de rotación directiva que caracterizan a estos procesos (HAMBRICK y CANNELLA, 1993; WALSH, 1988; WALSH, 1989) y que se sitúa en los escasos estudios sobre el tema en más de un 55 por 100 en los cinco años tras la operación. Por su parte KESNER y DALTON (1994) proponen una relación curvilínea entre *performance* y rotación directiva, pues consideran que un elevado nivel de rotación directiva puede ser disfuncional. Aunque dicha relación se aborda en un marco general y no ha sido demostrada hasta la fecha en las fusiones y adquisiciones, sí que se encuentra presente en la mayor parte de textos que abordan los retos del proceso de integración de estas operaciones (HASPELAGH y JEMISON, 1991b; KITCHING, 1967; PRITCHETT, 1985).

---

<sup>1</sup> Una recopilación sobre las variables que han sido utilizadas por la literatura para el análisis del ajuste estratégico, organizativo y cultural y su impacto sobre los resultados puede encontrarse en IBORRA (1997).

En este trabajo se pretende abordar los aspectos más relevantes que caracterizan a la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición y que pueden ayudar a los especialistas en el tema y a los responsables de estas operaciones a mejorar los resultados de estas estrategias mediante una mayor eficiencia en la dirección de los procesos de integración de las fusiones y adquisiciones.

Para ello y en un primer lugar abordaremos las perspectivas desde las cuales se ha interpretado la rotación de la alta dirección y las implicaciones que en la evaluación de la rotación tienen dichas perspectivas. En segundo lugar trataremos de caracterizar, a partir de la revisión de la literatura, la rotación de la alta dirección en las fusiones y adquisiciones como una rotación elevada y temprana sobre cuyas causas se mantienen posturas divergentes. Por último intentaremos aportar cierta luz sobre el tema mediante el análisis de la rotación de la alta dirección en la banca privada española entre 1987-1993.

## II. LA ROTACIÓN DIRECTIVA EN LOS PROCESOS DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN: SU IMPORTANCIA Y SU INTERPRETACIÓN EN LA LITERATURA

La rotación de los equipos de alta dirección de empresas que han participado en procesos de fusión y adquisición es extraordinariamente elevada como han demostrado los escasos estudios existentes al respecto. La interpretación de dicha rotación no es sin embargo unánime y depende de la perspectiva desde la que se analicen las fusiones y adquisiciones.

La teoría del mercado para el control corporativo considera que las adquisiciones son una de las vías de las que dispone el mercado para disciplinar directivos ineficientes (MANNE, 1965). Desde esta perspectiva las adquisiciones obedecen a la creencia de que, bajo la nueva dirección, el valor de retorno para los accionistas se verá incrementado (JENSEN y MECKLING, 1976).

Partiendo de esta perspectiva, la rotación no voluntaria tras una adquisición no es otra cosa que una consecuencia lógica del modelo y por tanto una aplicación de disciplina a directivos que se han manifestado ineficientes. Así MARTIN y McCONNELL (1991) utilizan la rotación directiva involuntaria del directivo de máximo nivel para calificar una adquisición como disciplinaria o no.

De hecho, en los estudios desde esta perspectiva, el miedo a la rotación, o lo que es lo mismo, el miedo a la pérdida de trabajo, se presenta como la variable explicativa del conflicto de intereses que se genera entre accionistas y directivos en las adquisiciones y que ayuda a determinar por qué una empresa es la tomada y otra la tomadora en ofertas en las que no existe competencia de tomadores (HARRIS, 1994), o el papel que pueden jugar determinados incentivos<sup>2</sup> para evitar dicho conflicto de intereses (BUCHHOLTZ y RIBBENS, 1994).

---

<sup>2</sup> En concreto estos autores analizan el impacto de los *golden parachutes* y de la propiedad de capital en la resistencia hacia las adquisiciones.

La teoría de la agencia sólo se detiene en el análisis de la rotación involuntaria. Es ésta la que plasma el funcionamiento del control por parte del mercado de los directivos ineficientes. A nivel empírico los resultados no permiten avalar la relación ineficiencia directiva-adquisición. Una consecuencia lógica del modelo es que la disciplina del mercado se plasmase en una relación entre el nivel de rotación directiva y los resultados de la empresa adquirida antes de la operación. Sin embargo el trabajo de WALSH y ELLWOOD (1991) no encuentra una relación significativa entre el *performance* preadquisición de la compañía adquirida y la rotación postadquisición de dicha empresa.

Por su parte, para el enfoque de proceso es importante entender el porqué de la rotación directiva tanto en su vertiente voluntaria como involuntaria, su cadencia, y el control que la empresa tomadora tiene sobre la misma. Desde esta perspectiva la rotación directiva es una consecuencia de las características de los procesos de fusión y adquisición y una consecuencia no siempre deseable, y sobre todo, difícilmente controlable por parte de la empresa.

Desde esta perspectiva no sólo es importante conocer el nivel de rotación directiva, sino también por qué se produce, qué factores pueden ayudar a su interpretación y de qué forma puede la empresa manejar el nivel, la procedencia y la velocidad de dicha rotación.

Además, y en esta perspectiva de proceso, reciben una atención considerable las implicaciones que la rotación de la alta dirección tiene sobre la dinámica de los procesos políticos y culturales que caracterizan a estas operaciones. Así la rotación directiva tiene un importante componente simbólico, que define en alguna medida los roles de vencedores y vencidos que aparecen tras la operación y que influyen en los problemas de integración tras la adquisición y en el clima que se genere tras las negociaciones (IBORRA, 1995; SCHWEIGER, IVANCEVICH y POWER, 1990) y que suele generar consecuencias no deseadas, y en ocasiones no previstas, como pérdidas a corto plazo en la cuota de mercado o paralización de la toma de decisiones y pérdida de control en la empresa adquirida. Para entender el papel simbólico que tiene la rotación de la alta dirección en las fusiones y adquisiciones hay que diferenciar tres fuentes de rotación directiva: las salidas voluntarias, los despidos y las nuevas incorporaciones. Dos de ellas son controladas por la organización directamente (los despidos y las nuevas incorporaciones), mientras que las salidas voluntarias sólo pueden ser controladas de forma indirecta. Las tres tienen, a nuestro entender, implicaciones culturales distintas. Por un lado, las nuevas incorporaciones y los despidos van a tener un importante valor simbólico. Los criterios que las guíen y la forma en que se lleven a cabo serán interpretados como la nueva forma de actuar de la organización, y agudizarán o limarán en su caso los roles de superioridad-inferioridad del proceso. Por otro lado, las salidas voluntarias adquieren una relevancia inusual. Las fusiones y adquisiciones parecen desencadenar una situación en la que los directivos de las empresas chequean su posición y adquieren una sensibilidad especial ante las ofertas del mercado laboral. Por tanto, la organización tomadora o las organizaciones fusionadas deberían estar preparadas para este alto nivel de rotación voluntaria y, para en la medida de lo posible, dirigirlo con el uso de diversas herramientas en función de sus necesidades directivas. Desde el enfoque de recursos (GRANT, 1991, 1996; HALL, 1992, 1993; PETERAF, 1993; PRAHALAD

y HAMEL, 1991; WERNERFELT, 1995) el interrogante que plantea el alto nivel de rotación directiva no controlada por la empresa tomadora es mayor, pues aparece como una fuente de potencial pérdida de los recursos intangibles de la empresa tomada y más concretamente de las habilidades y competencias de la misma.

A pesar de la importancia cuantitativa de la rotación directiva en los procesos de fusión y adquisición y de sus implicaciones en la integración, los estudios existentes al respecto son escasos y por ello creemos que este trabajo puede ayudar a avanzar en su conocimiento.

### III. LA ROTACIÓN DIRECTIVA EN LOS PROCESOS DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN: CUANTÍA, CADENCIA Y CAUSAS

Tres preguntas nos interesan para caracterizar y para explicar la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición: su cuantía, su cadencia y sus causas.

Los estudios previos sobre el tema [WALSH (1988; 1989), WALSH y ELWOOD (1991), WALSH y KOSNICK (1993); HAMBRICK y CANNELLA (1993)] han analizado la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición mediante la elección de una muestra entre la población de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos para un período determinado de tiempo. Aunque dichos trabajos han permitido demostrar empíricamente la importancia del fenómeno de la rotación, han dejado abiertos muchos interrogantes sobre la cuantía, la cadencia y las causas de la rotación. Dichos estudios a nuestro entender ofrecen algunas limitaciones derivadas de la metodología empleada: en primer lugar para poder comparar los niveles de rotación entre las empresas adquiridas y un grupo de control deben generar un momento artificial cero (momento de la operación) que puede ocultar la rotación derivada de otras causas; en segundo lugar analizan adquisiciones y no fusiones no existiendo estudios que analicen el fenómeno de la rotación en este último tipo de operaciones; en tercer lugar los estudios incluyen tanto operaciones horizontales como aquellas que responden a una diversificación relacionada o conglomerada, cuando los niveles esperados de rotación, como demostraremos más adelante, deberían diferir en función del tipo de operación.

Proponemos una aproximación distinta al estudio de la rotación directiva de las fusiones y adquisiciones mediante el análisis de la misma en un entorno más homogéneo que el llevado a cabo por estudios anteriores, el del análisis de la rotación directiva en la banca privada en el período 1987-1993. El volumen de operaciones de fusión y adquisición acontecidas durante dicho período en el sector y el número de entidades del mismo debería permitir avanzar algunas conclusiones sobre este fenómeno, y más concretamente deberían aportar respuestas sobre la cuantía, la cadencia y las causas de esta rotación.

## 1. La cuantía de la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición.

Los estudios de WALSH (1988; 1989) y de HAMBRICK y CANNELLA (1993) sitúan el nivel de rotación de la alta dirección en las adquisiciones en un 60-65 por 100 aproximadamente en los cinco años posteriores a la fusión o adquisición, siendo cuantitativamente especial dicho nivel en el primer y segundo año tras la operación. En concreto en un 67 por 100 en los cuatro años siguientes a la operación en HAMBRICK y CANNELLA (1993); en WALSH (1988) un 59 por 100 en cinco años tras la fusión o adquisición; en WALSH (1989) un 61 por 100. Además los estudios de WALSH (1988, 1989) demuestran que la rotación de la alta dirección en estas operaciones es significativamente distinta a la de un grupo de empresas de control que no han participado en operaciones de adquisición.

Sin embargo, dichos estudios no tienen en cuenta dos efectos que pueden alterar la cuantía de la rotación. En primer lugar, los estudios de WALSH (1988; 1989) generan un momento artificial cero para todas las adquisiciones y lo comparan con el nivel de rotación en un grupo de control, en donde el primer año se corresponde con la primera observación. La generación de un momento artificial puede suponer que los niveles de rotación de años reales distintos no sean comparables.

En segundo lugar, los trabajos previos comparan los niveles de rotación directiva de un conjunto de empresas adquiridas, con un grupo de control, pudiéndose ver afectados dichos niveles de rotación por la distribución sectorial de dicho grupo (HARRISON *et al.*, 1988).

Nuestro estudio pretende comparar la rotación directiva de empresas adquiridas y no adquiridas en un único sector y ofrecer por tanto conclusiones definitivas al respecto. Es decir, esperamos demostrar que *H1: el nivel de rotación anual directiva en las entidades de un sector que han participado en procesos de fusión y adquisición es superior al de las entidades de ese sector que no han participado en dichos procesos.*

Además, y siguiendo con la cuantía, el nivel de rotación directiva no tiene por qué tener a nivel cuantitativo la misma importancia en todos los tipos de fusión y adquisición; en las fusiones o adquisiciones horizontales, en las que se espera una total integración de las operaciones, las duplicidades a nivel directivo serán evidentes y la rotación directiva es de esperar que sea alta. Sin embargo, en las adquisiciones no relacionadas, en las que por tanto la empresa tomadora desconoce el entorno de la tomada, dicho nivel elevado de rotación directiva puede poner en entredicho la posibilidad de creación de valor que fue planificada en el proceso de toma de decisiones. Los estudios de WALSH (1988; 1989) y de HAMBRICK y CANNELLA (1993) analizan la rotación directiva tanto en operaciones entre entidades relacionadas como en entidades no relacionadas. Por tanto, y dado que nuestro estudio se caracteriza por el análisis de la rotación directiva en operaciones que podríamos calificar de horizontales, podemos esperar que: *el nivel de rotación de la alta dirección en las fusiones y adquisiciones de las analizadas en esta investigación sea superior al encontrado en los estudios previos sobre el tema.*



## 2. La cadencia de la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición.

Los estudios previos existentes concluyen que la rotación directiva es una rotación temprana. Sin embargo, los trabajos de WALSH (1988; 1989) analizan las diferencias en la rotación acumulada pero no en la rotación interanual generando además y como ya hemos planteado un momento artificial para dicha comparación. Este estudio, al no generar un momento artificial para la comparación de las operaciones pretende contrastar *si existe un comportamiento distinto en función del tiempo transcurrido desde la operación en la rotación anual, esperando que dicha rotación sea decreciente*.

Además el comportamiento que se puede esperar en las operaciones de adquisición respecto a las fusiones no es el mismo. Así en las adquisiciones en las que la creación de valor exige una elevada interdependencia estratégica, y sin embargo, una baja necesidad de autonomía organizativa, suelen requerir de una aproximación de absorción (HASPESLAGH y JEMISON, 1991b)<sup>3</sup> y en este tipo -la absorción- entrarían las adquisiciones horizontales que son objeto de análisis en este trabajo. Dicha aproximación de absorción parece caracterizarse por una tendencia a procesos de integración más rápidos. Por el contrario, entendemos que las fusiones por sí mismas generan un proceso de integración más pausado<sup>4</sup> y con mayores necesidades de entendimiento recíproco y de flexibilidad (HASPESLAGH y JEMISON, 1991b). Es por ambas razones que creemos que la rotación directiva en los procesos de adquisición se produce más tempranamente y es mayor que en los procesos de fusión<sup>5</sup>. Podemos en consecuencia esperar que se cumplan las siguientes afirmaciones: *H2: la rotación directiva es mayor en los procesos de adquisición que en los procesos de fusión*.

*H3: la rotación directiva es más temprana en los procesos de adquisición que en los procesos de fusión*.

## 3. Las causas de la rotación de la alta dirección en los procesos de fusión y adquisición.

Parece que las fusiones y adquisiciones se enfrentan en general a elevados niveles de rotación, sin que las causas de la misma hayan podido obtener contraste empírico.

<sup>3</sup> Las posibilidades de aproximación que plantean los autores son: la absorción, la preservación, la simbiosis, y el *holding*, y dependen básicamente del propósito estratégico y de las características organizativas. Para los autores la aproximación que hay que seguir en el proceso de integración varía no sólo en función del ajuste estratégico entre las compañías implicadas, sino también en función de la necesidad de mantener la autonomía organizativa para preservar las fuentes de creación de valor de la operación.

<sup>4</sup> De hecho la literatura considera que el período de tiempo que requiere una adquisición es inferior al de una fusión aunque ambas requieran una integración completa de las actividades (CARTWRIGHT y COOPER, 1992; MAGNET, 1990).

<sup>5</sup> La pregunta sobre un comportamiento distinto entre fusiones y adquisiciones es sugerida entre otros por KESNER y DALTON (1994) como una de las futuras líneas de investigación dentro de la relación rotación directiva y resultados empresariales.

Los estudios de WALSH (1988; 1989) determinan y demuestran que el nivel de rotación en los procesos de fusión y adquisición es significativamente superior a los de entidades que no han participado en ese proceso; sin embargo, las diferentes hipótesis explicativas de dicho nivel de rotación inicial no obtienen evidencia empírica. El estudio de HAMBRICK y CANNELLA (1993), partiendo de los trabajos anteriores, obtiene cierta evidencia empírica de que el nivel de rotación directiva puede ser explicado por las percepciones que existan en las empresas participantes sobre el posicionamiento relativo. Dichos factores estarían en consonancia, a nuestro entender, con una de las características de los procesos de fusión y adquisición puestas de relieve por JEMISON y SITKIN (1986a) y que generan impedimentos a la racionalidad del proceso. Estamos haciendo referencia a lo que JEMISON y SITKIN (1986a) denominan «aplicación errónea de los sistemas de dirección» y que se deriva de posiciones y roles de superioridad e inferioridad, de vencedores y vencidos que caracterizan la toma de decisiones y las actuaciones tras el cierre de las negociaciones.

HAMBRICK y CANNELLA (1993) consideran que parte de la rotación directiva y en especial la rotación inicial puede encontrar su razón de ser en el área del estatus social. En esta línea HAMBRICK y CANNELLA (1993; pág. 735) plantean «si los tomadores se sienten dominantes o superiores, y revelan esos sentimientos en sus interacciones con, o en sus políticas hacia los ejecutivos adquiridos, la tasa de salida de los ejecutivos de la adquirida se verá afectada. De forma similar, si los ejecutivos de la adquirida se sienten inferiores, despojados de su estatus o bloqueados en una lucha con sus tomadores, tenderán a irse». Contrastan para ello que la tasa de rotación directiva, principalmente la de los momentos iniciales, guarda relación con los cambios en el estatus relativo. Dicha medición se instrumentaliza a través de las variables indirectas del tamaño relativo, del *performance* relativo, del clima de la operación, y el grado de autonomía, entre otros; los resultados del estudio confirman que el posicionamiento relativo puede explicar parte de la rotación inicial en los procesos de fusión y adquisición.

Los indicios hacia esta explicación de la rotación inicial aparecen por primera vez en las propias conclusiones de WALSH (1989) y en un trabajo posterior de WALSH y ELLWOOD (1991). La rotación inicial, es decir, en el primer y segundo año tras la operación podría venir explicada por relaciones de superioridad y arrogancia (WALSH, 1989). En el trabajo de WALSH y ELLWOOD (1991) aparece un patrón de comportamiento entre la rotación inicial y el *performance* relativo de las entidades, de tal forma que en los casos en los que la compañía tomadora ha tenido un *performance* bajo en alguno de los cinco años anteriores a la operación se produce una importante salida en la dirección de la tomada en el primer año tras la operación. Por tanto, el *performance* relativo como indicador del estatus aparece como una variable explicativa del nivel de rotación inicial. Entendemos que al analizar fusiones y adquisiciones horizontales las percepciones sobre el poder y estatus relativo de los participantes se manifestarán en todo su auge. De hecho uno de los problemas que se plantea HAMBRICK y CANNELLA (1993) es la dificultad de interpretar los resultados interindustriales y, por tanto, la necesidad de ajustar los resultados empresariales a la industria a la que pertenecen las compañías participantes.

Pasamos pues a analizar las variables que pueden servir de indicador del posicionamiento relativo y que son objeto de análisis en el presente trabajo:

**Tamaño relativo:** cuando las diferencias de tamaño entre la compañía tomada y tomadora son muy elevadas es de esperar que la pérdida de estatus, de autonomía y discrecionalidad de los directivos de la empresa tomada sea mayor que en los casos en los que la empresa tomada y tomadora son más similares. Probablemente exista en el primer caso una pérdida mayor de poder.

Además, y en el caso que nos ocupa, operaciones entre empresas que operan en un mismo sector, el tamaño relativo parece un indicador evidente de la posición relativa de cada una de las empresas implicadas.

Por otro lado, los estudios que analizan la relación entre el tamaño relativo y la *performance* de las operaciones de fusión y adquisición parecen recomendar que se eviten operaciones con disparidades notables en cuanto a tamaño relativo. Así, el estudio de KITCHING (1967) plantea que en el 84 por 100 de los fracasos la compañía tomada representaba menos de un 2 por 100 de las ventas de la compañía tomadora. En el estudio de HUNT (1990) el porcentaje de fracasos aunque disminuye sigue siendo extraordinariamente elevado, el 67 por 100. También KUSSEWITT (1985) aboga por evitar estas situaciones.

Aunque no es posible con los trabajos desarrollados hasta la fecha obtener conclusiones definitivas sobre el impacto del tamaño relativo sobre los resultados de las fusiones y adquisiciones, sí que parece desprenderse que las diferencias importantes de tamaño generan problemas en el proceso de integración derivados de las diferencias en características organizativas asociados con el tamaño.

Por todo ello creemos que es posible esperar que *H4: cuanto mayor es la diferencia en el tamaño relativo, entre la empresa tomada y la tomadora (o entre las empresas que participan en un proceso de fusión) mayor será el nivel de rotación de la alta dirección.*

**Performance relativo:** diferentes estudios, y un ejemplo de ellos son los inscritos bajo la teoría del mercado para el control corporativo, plantean una relación evidente entre la *performance* de una compañía y la capacidad de sus directivos.

El estudio de WALSH y ELLWOOD (1991), y a diferencia de lo que cabría esperar de la teoría del mercado por el control corporativo, obtiene evidencia de que la tasa de rotación directiva de la empresa tomada guarda relación con la *performance* pre-adquisición de la tomadora de tal forma que si en los cinco años antes de la operación ésta ha tenido resultados negativos los directivos de la tomada tenderán a salir.

En el entorno de un sector concreto, el *performance* relativo de la compañía tomada respecto de la tomadora o de las compañías fusionadas es todavía más claramente imputado a los directivos de las compañías, y por tanto, las diferencias importantes en los resultados de las compañías reforzarán las posiciones de superioridad e inferioridad. Por tanto, cabe esperar que: *H5: cuanto menor*

*sea la performance relativa pre-adquisición de la empresa tomada y tomadora (o de las empresas que participan en una fusión) mayor será el nivel de rotación directiva.*

**Nivel o grado de autonomía:** no todas las operaciones de fusión o adquisición requieren el mismo nivel de integración, de hecho, la decisión sobre el nivel de integración, y por tanto el grado de autonomía que se mantiene en la empresa adquirida, ha recibido una notable atención por parte de la literatura (PABLO, 1994; HASPELAGH y JEMISON, 1991b; HASPELAGH y FARQUHAR, 1994; HUNT, LEES, GRUMBAR y VIVIAN, 1987; PORTER 1987). A mayor nivel de integración mayores son las disrupciones y costes del proceso de integración, sin embargo, niveles bajos de integración pueden poner en entredicho las sinergias de la operación. Lógicamente, cuanto menor sea el nivel de integración, menores serán las interacciones entre las firmas, y por tanto, menor impacto cabe esperar del posicionamiento relativo. Siguiendo a DAVIDSON (1991), creemos que tiene más sentido plantear esta variable en el sentido, no de un cambio de grado de autonomía, sino de cambio de naturaleza.

Es decir, los cambios en el posicionamiento relativo serán más evidentes cuando las organizaciones implicadas no hayan tenido una relación de dependencia previa. Por el contrario, en los casos en los que existía una dependencia previa de otra entidad, un nivel de integración elevado con la entidad tomadora no tiene por qué suponer una pérdida de discrecionalidad por parte de los ejecutivos de la empresa tomada, sino simplemente puede suponer un cambio de dependencia (IBORRA, 1995).

Sea cual sea el nivel de integración por el que se opte, cabe esperar que en los casos en los que existía una dependencia previa de otra organización las alteraciones en el posicionamiento relativo sean inferiores y por tanto que *H6: en los casos en los que las entidades adquiridas o fusionadas dependían de otra entidad previamente a la fusión o adquisición, cabe esperar una menor rotación directiva que en los casos en que dichas entidades eran autónomas.*

#### IV. EL ESTUDIO EMPÍRICO

Para poder contrastar las hipótesis anteriormente apuntadas se decidió llevar a cabo el análisis en un sector en donde el número de operaciones realizadas hubiese sido elevado y en donde existiese información disponible sobre los puestos directivos. Se eligió por ambos motivos analizar la rotación directiva en la banca privada española en el período de 1987-1993.

Se han examinado todas las entidades que han actuado en el sector en dicho período excluyendo solamente aquellas en las que el Anuario Estadístico de la Banca Privada recogía información de un único puesto directivo para una entidad durante varios períodos o aquellas en las que debido a una intervención del Banco de España, los datos de algún período intermedio eran desconocidos.

## 1. Definición de variables.

### A) Rotación directiva.

La rotación directiva del año  $n$  ( $R_n$ ) se define como aquellos directivos que estando presentes en el año  $n - 1$  no permanecen en el año  $n$ , dividido por el número de directivos del año  $n - 1$ <sup>6</sup>.

No se distingue por tanto entre rotación voluntaria e involuntaria y las nuevas incorporaciones en el año  $n$  sí que son tomadas en consideración para evaluar la rotación del año  $n + 1$ .

Dado que la desagregación de niveles directivos facilitada por la información publicada por la Corporación Española de Banca no es homogénea ni para todas las entidades ni para todos los años, se procedió a realizar dos controles diferentes.

En primer lugar, y para homogeneizar los datos intraentidad se comparan los directivos del año  $n - 1$  con los del año  $n$ , tomando el nivel de desagregación de niveles jerárquicos presente en el año  $n$ , de tal forma que no se considere una rotación aquello que obedece a una menor desagregación de datos de una misma entidad en dos años consecutivos. Se han incluido en función de la información disponible los puestos de Presidente, Consejeros Delegados, Director General, Subdirector General y/o Director General Adjunto.

En segundo lugar, se analizó si el número de puestos considerados para cada entidad afectaba positiva o negativamente a los niveles de rotación, pudiendo afirmar que el nivel de rotación directiva no guarda relación estadística con el número de puestos analizados.

La aplicación de estos criterios dio como resultado el análisis de una media que oscila entre un mínimo de 4,48 puestos por entidad para el año 1993 y de 5,12 puestos para el año 1990.

### B) Rotación directiva acumulada.

$R_1$ : directivos que estando presentes en el año  $k$  no lo están en el año  $k + 1$ .

$R_2$ : directivos que estando presentes en el año  $k$  no lo están en el año  $k + 2$ .

$R_3$ : directivos que estando presentes en el año  $k$  no lo están en el año  $k + 3$ .

$K$ : año en que se produce la adquisición o fusión.

<sup>6</sup> En el caso de las fusiones se comparan los directivos de ambas entidades en los periodos  $n - 1$  y  $n$ .

C) *Clasificación de las entidades.*

Para cada uno de los años objeto del análisis se caracterizó a cada una de las entidades de la siguiente forma:

*NF*: bancos no fusionados ni adquiridos.

*A*: bancos fusionados o adquiridos, creando seis subgrupos en función del número de años transcurridos tras la operación ( $A_1, A_2, \dots, A_6$ ).

*F*: filiales de bancos fusionados, creando seis subgrupos en función del número de años transcurridos tras la operación ( $F_1, F_2, \dots, F_6$ ).

D) *Tamaño relativo.*

Pretende ser medido a través de diversas variables operativas:

$T_k$ : activos totales de la adquirida en  $k - 1$  / activos totales de la tomadora en  $k - 1$ .

$IC_k$ : inversión crediticia de la adquirida en  $k - 1$  / inversión crediticia de la tomadora en  $k - 1$ .

$O_k$ : número de oficinas de la adquirida en  $k - 1$  / número de oficinas de la tomadora en  $k - 1$ .

$E_k^7$ : número de empleados de la adquirida en  $k - 1$  / número de empleados de la tomadora en  $k - 1$ .

E) *Performance relativo.*

Pretende ser instrumentada a través de relación entre los beneficios netos relativos, beneficios netos sobre los recursos propios relativos (ROE) y beneficios netos sobre activos totales relativos (ROA), antes de la operación.

$B_k$ : beneficios netos de la adquirida en  $k - 1$  / beneficios netos de la tomadora en  $k - 1$ .

<sup>7</sup> La elección de estas dos últimas variables pretende reflejar no sólo un indicador de diferencias en el volumen de actividad de las empresas participantes, sino también diferencias de carácter organizativo.

$ROE_k$ : ROE de la adquirida en  $k - 1$ /ROE de la tomadora en  $k - 1$ .

$ROA_k$ : ROA de la adquirida en  $k - 1$ /ROA de la tomadora en  $k - 1$ .

## V. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

La media de rotación de la alta dirección en el sector bancario en el período 1987-1993 es alta y se sitúa entre un mínimo del 11 por 100 de los equipos directivos para el año 1990 y un 20 por 100 como máximo en el año 1993, tal y como puede observarse en la **tabla 1**.

AÑOS	MEDIA	$\sigma$	N.º BANCOS
R <sub>88</sub>	19%	0,23	61
R <sub>89</sub>	16%	0,29	62
R <sub>90</sub>	11%	0,22	66
R <sub>91</sub>	15%	0,24	66
R <sub>92</sub>	19%	0,29	68
R <sub>93</sub>	20%	0,27	67

**TABLA 1.** Rotación directiva en la Banca Española (1988-1993)

### 1. Cuantía de la rotación.

Para poder contrastar la primera hipótesis llevamos a cabo un análisis de varianza entre los grupos definidos en el estudio para cada uno de los años. En este análisis sólo se consideraron los dos grupos de entidades fusionadas o adquiridas *versus* no (no se incluyen las filiales). Los resultados del contraste de la hipótesis *H1* obtenidos a través de un análisis de varianza aparecen recogidos en la **tabla 2**, en la que, como puede observarse, la rotación de la alta dirección es significativamente distinta para las entidades fusionadas (o adquiridas) y las no fusionadas en todos los años del estudio a excepción del primero en el que el número de operaciones analizadas es muy pequeño<sup>8</sup>. Los resul-

<sup>8</sup> El número de operaciones es únicamente de dos y se corresponden con la fusión del Banco Bilbao y el Banco Vizcaya y la adquisición por parte del grupo March del entonces Banco Urquijo-Unión hasta entonces en manos del Banco Hispano Americano.

tados que se recogen en la **tabla 2** ofrecen en primer lugar los principales descriptivos del análisis y en la segunda parte de la tabla los resultados del ANOVA. El test *post-hoc* de Bonferroni confirmó que para todos los años analizados las diferencias de medias eran ocasionadas por el grupo  $A_1$ , es decir, por el grupo formado por los bancos tras el primer año de la operación de fusión y adquisición.

	$R_{88}$		$R_{89}$		$R_{90}$		$R_{91}$		$R_{92}$		$R_{93}$	
	MEDIA	$\sigma$	MEDIA	$\sigma$	MEDIA	$\sigma$	MEDIA	$\sigma$	MEDIA	$\sigma$	MEDIA	$\sigma$
$NF$	0,1961 (51)	0,2384	0,1011 (50)	0,1955	0,0757 (52)	0,1449	0,1145 (41)	0,1993	0,1501 (40)	0,2297	0,1267 (35)	0,1719
$A_1$	0,3665 (2)	0,0474	0,8055 (4)	0,3890	0,5000 (4)	0,4082	0,4934 (7)	0,3439	0,8588 (5)	0,3157	0,9200 (5)	0,1789
$A_2$			0,1110 (2)	0,1570	0,1665 (2)	0,2355	0,0000 (2)	0,0000	0,1879 (7)	0,2308	0,0526 (5)	0,0868
$A_3$					0,1180 (2)	0,0255	0,0000 (2)	0,0000	0,1665 (2)	0,2355	0,2000 (7)	0,2062
$A_4$							0,2540 (2)	0,0453	0,2500 (2)	0,3536	0,1665 (2)	0,2355
$A_5$									0,0530 (1)		0,1715 (2)	0,0403
$A_6$											0,1580 (1)	

**TABLA 2.** Rotación de la alta dirección en función del tiempo desde la adquisición



AÑO	FUENTE	SUMA DE CUADRADOS	GRADOS DE LIBERTAD	VARIANZA	F <sup>9</sup>
1988	Entre Grupos	0,0559	1	0,559	1,0024
	Intragrupos	2,8432	51	0,0557	
	Total	2,8990	52		
1989	Entre Grupos	1,8409	2	0,9205	20,7486***
	Intragrupos	2,3512	53	0,0444	
	Total	4,1922	55		
1990	Entre Grupos	0,6761	3	0,2254	7,7561***
	Intragrupos	1,6272	56	0,0291	
	Total	2,3033	59		
1991	Entre Grupos	0,9833	4	0,2458	5,2377**
	Intragrupos	2,2998	49	0,0469	
	Total	3,2831	53		
1992	Entre Grupos	2,2782	5	0,4556	7,8613***
	Intragrupos	2,9560	51	0,0580	
	Total	5,2343	56		
1993	Entre Grupos	2,8939	6	0,4823	16,3522***
	Intragrupos	1,4748	50	0,0295	
	Total	4,3687	56		

\*Significativas al 5%. \*\*Significativas al 1%. \*\*\*Significativas al 0,1%.

Como puede observarse en la tabla la rotación directiva tras el primer año de la fusión es de más del 49 por 100 en el año 1991 y llega a alcanzar al 92 por 100 de los equipos directivos que se fusionaron en el año 1992. La lectura no puede ser en este caso más evidente: la rotación

<sup>9</sup> En todos los análisis se cumple la condición de homoscedasticidad para  $p < 0,05$ .

directiva en los procesos de fusión y adquisición es una rotación temprana que se produce principalmente en el primer año tras la fusión o adquisición, siendo posteriormente claramente inferior. La diferencia de medias entre bancos fusionados y no fusionados es provocada en todos los casos por el comportamiento de rotación del primer año de fusión o adquisición. Es decir, la rotación directiva en las entidades bancarias que han participado en procesos de fusión y adquisición no sólo es elevada sino que es además una rotación temprana que se fija principalmente para el primer año tras la fusión<sup>10</sup>. La rotación de los bancos tras el primer año tras la fusión es diferente a la de los no fusionados en todos los años.

Antes de pasar a analizar diversos factores que consideramos relacionados con el nivel de rotación queremos señalar que no sólo los niveles encontrados son significativamente más elevados que los de empresas no fusionadas o adquiridas, sino que son superiores a los encontrados por la literatura. Así, los trabajos de HAMBRICK y CANNELLA (1993), WALSH (1988; 1989) obtienen un nivel de rotación acumulada en los cinco años tras la fusión o adquisición entre el 59 por 100 y el 67 por 100, y la rotación tras el primer año es del 26 por 100 (WALSH, 1989), mientras que en nuestro estudio, la rotación acumulada de la alta dirección es del 68 por 100 en el primer año tras la fusión, del 78 por 100 acumulado el segundo año, y del 81 por 100 acumulado a los tres años de la operación.

Tal y como recogía la  $H_2$ , el nivel de rotación directiva es significativamente superior en las adquisiciones que en las fusiones<sup>11</sup> para cada uno de los tres años posteriores a la fusión, siendo los resultados obtenidos los que aparecen en la siguiente tabla:

	R <sub>1</sub>			R <sub>2</sub>			R <sub>3</sub>		
	MEDIA	σ	TVALUE	MEDIA	σ	TVALUE	MEDIA	σ	TVALUE
Fusionadas	26,03	0,094	5,32***	38,17	0,105	2,60*	41,10	0,092	2,17*
Adquiridas	73,01	0,341		83,00	0,292		84,52	0,277	

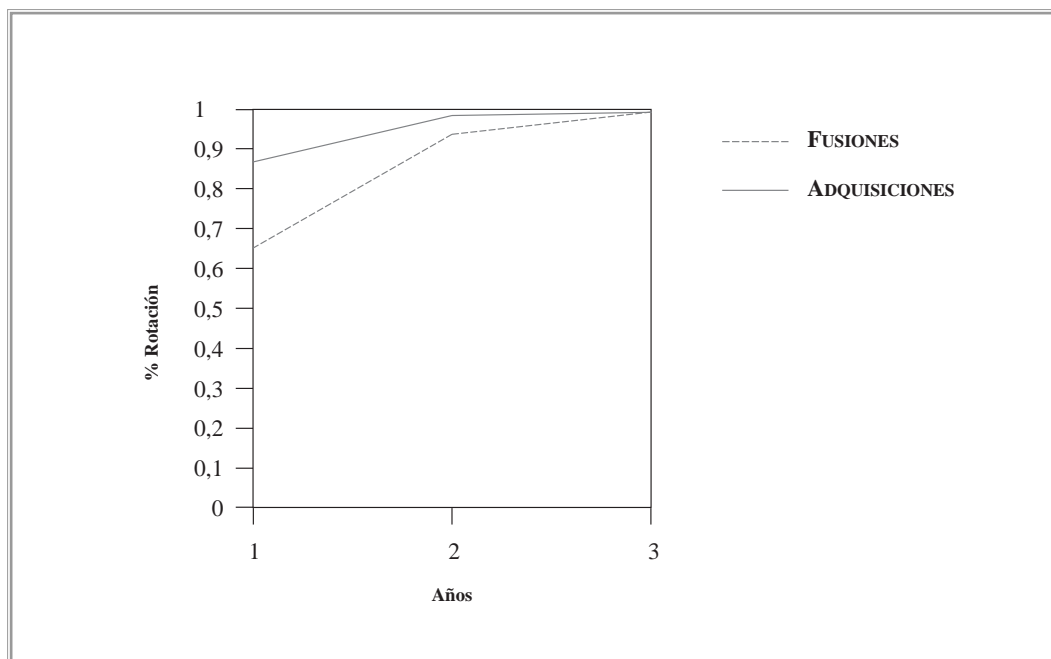
\*Significativas al 5%. \*\*Significativas al 1%. \*\*\*Significativas al 0,1%.

**TABLA 3.** Medias de rotación directiva acumulada para las fusiones y adquisiciones

<sup>10</sup> A partir de esta constatación decidimos trabajar para las demás hipótesis, y en consonancia con los estudios sobre el tema, con el nivel de rotación para los tres primeros años tras la fusión o adquisición, y trabajando por tanto con el nivel de rotación acumulada  $R_1$ ,  $R_2$ , y  $R_3$ .

<sup>11</sup> Aun así la validez de la hipótesis contrastada queda matizada por el escaso número de operaciones de fusión (2-3) en función de que trabajemos con la acumulada de uno, dos o tres años.

En cuanto a la tercera hipótesis en el **gráfico 1** puede observarse cómo la tasa de crecimiento de la rotación es distinta en las fusiones y en las adquisiciones. Mientras que en las primeras sólo se produce el 63,33 por 100 de la rotación acumulada en el primer año tras la fusión, en las adquisiciones el 86,38 por 100 de la rotación acumulada se produce el primer año.



**GRÁFICO 1.** Rotación acumulada de fusiones frente a adquisiciones

Hasta este momento de análisis hemos dejado de lado el comportamiento de las filiales. Los análisis de varianza permiten afirmar que la rotación directiva tras las adquisiciones y fusiones en las empresas filiales no es significativamente distinta de aquellas entidades que no han participado en estos procesos.

*Variables explicativas del nivel de rotación en las fusiones y adquisiciones:* el estudio obtiene evidencia empírica de que la rotación directiva guarda relación con el tamaño relativo de las entidades implicadas sea cual sea el indicador que utilicemos (véase **tabla 4**)<sup>12</sup>. Todos los coeficientes de correlación son significativos a excepción del volumen de inversión crediticia con res-

<sup>12</sup> El número de operaciones consideradas es ligeramente inferior pues en algunos de los casos no fue posible o no tenían sentido los indicadores utilizados.

pecto a la media de rotación de la alta dirección tras el primer año de la fusión. Además todos los indicadores muestran un comportamiento en la dirección esperada; es decir, cuanto menor es el tamaño relativo de las firmas implicadas en la operación mayor es el nivel de rotación acumulado en los tres años de la fusión. Es importante que los índices que guardan un mayor nivel de correlación, y además son más significativos, son los del número relativo de empleados y en menor medida el número relativo de oficinas, ambos relacionados de una forma más directa con las posibles características organizativas de las empresas implicadas que la inversión crediticia o los activos totales.

	T	IC	O	E
$R_1$	-4842* (22)	-3939 (22)	-5019* (22)	-5713** (22)
$R_2$	-5787** (21)	-5044* (21)	-6209** (21)	-7005*** (21)
$R_3$	-5875** (20)	-4819* (20)	-6209** (20)	-7131*** (20)

\*Significativas al 5%. \*\*Significativas al 1%. \*\*\*Significativas al 0,1%.

**TABLA 4.** Coeficientes de correlación de Pearson entre rotación de la alta dirección e indicadores de tamaño relativo

En cuanto a la  $H_4$  los coeficientes de correlación entre los beneficios sobre activos totales relativos y sobre recursos propios relativos no son significativos con la rotación acumulada de ninguno de los años. Con estos resultados nos planteamos analizar la relación entre los beneficios netos de ambas participantes en el proceso en el período anterior a la operación, eliminando del cálculo los casos en los que el adquirente era una entidad no nacional<sup>13</sup>. Los resultados aparecen en la siguiente tabla:

<sup>13</sup> La razón de llevar a cabo este ajuste en los datos obedece a que en general se trata de entidades con limitaciones muy relevantes en esos años en su operatoria y en los que sus resultados en España no parecen un correcto indicador de su situación real.

	ROA	ROE	B
R <sub>1</sub>	-,2351 (16)	-,1268 (16)	-,5895* (16)
R <sub>2</sub>	-,2685 (15)	-,0684 (15)	-,7148** (15)
R <sub>3</sub>	-,4090 (14)	-,2266 (14)	-,7814** (14)

\*Significativas al 5%. \*\*Significativas al 1%. \*\*\*Significativas al 0,1%.

**TABLA 5.** Coeficientes de correlación entre rotación directiva acumulada e indicadores de *performance* relativo

De los datos que ofrece la tabla creemos que aunque no es posible confirmar la existencia de una relación significativa entre la *performance* y el nivel de rotación de la alta dirección, sí que el signo de la relación va en el sentido de la hipótesis y existen al menos indicios de que dicha relación pueda existir.

Para finalizar, la hipótesis quinta no ha sido confirmada. Es decir, no aparece un comportamiento significativamente distinto entre la media de rotación de la alta dirección entre aquellas entidades que tenían una dependencia previa antes de la fusión y adquisición y aquellas que eran autónomas.

## VI. CONCLUSIONES

Hasta el momento el presente trabajo ha tratado de presentar de una forma descriptiva el comportamiento que han tenido los equipos de alta dirección de la banca española, sin entrar en valoraciones sobre lo esperable o incluso lo deseable de la misma.

Los resultados evidencian que la rotación de la alta dirección de las entidades adquiridas o en los bancos fusionados es extraordinariamente alta y significativamente distinta al de las entidades no involucradas en dichos procesos reafirmando de este modo la importancia del tema estudiado. En las adquisiciones analizadas el 84,52 por 100 de los equipos de la empresa adquirida no

estaban presentes a los tres años de la operación. En el caso de las fusiones la cifra, aunque claramente inferior, alcanza a un 41,10 por 100 de ambos equipos. Como ha quedado demostrado la rotación de la alta dirección en las adquisiciones horizontales en la banca privada española ha sido muy superior a la encontrada en estudios previos que la situaban, como ya hemos visto, en torno a un 60-65 por 100.

Pero además de alta se trata de una rotación temprana, rápida, que se produce en las primeras etapas del proceso, y en donde tras el primer año de la fusión ha salido como media el 73,01 por 100 de los equipos directivos en las adquisiciones y sólo el 26 por 100 en las fusiones. Hay que destacar que este nivel de rotación es muy superior al encontrado en los estudios previos donde las operaciones analizadas son bastante más heterogéneas. Si bien es verdad que en las adquisiciones horizontales cabe esperar una mayor rotación que en otros tipos, la cuantía es mucho más elevada que la encontrada en los estudios en los que se mide la rotación de empresas relacionadas frente a las no relacionadas. La probabilidad de pérdida del puesto de trabajo o de salida es muy alta y lógicamente debe ser tenida en cuenta en el análisis de las reacciones ante una adquisición. La velocidad con la que se produce esta rotación debe hacernos pensar a los estudiosos del tema y a los directivos implicados en dichas operaciones si existe alguna capacidad para controlar *a priori* quién deja la organización tomada y cuándo la deja o, en caso contrario, asumir la pérdida incontrolada de una fuente de capacidades y habilidades no siempre sustituibles a corto plazo.

Dicha rotación presenta consonancia con algunas variables representativas de la posición relativa de las empresas participantes en la operación, aunque menos de lo esperado. La principal relación aparece con el tamaño relativo de las empresas implicadas y sobre todo y con más fuerza con aquellas variables del tamaño más asociadas a la realidad organizativa, es decir, con el número de empleados y el número de oficinas.

Además la rotación directiva en estas entidades no parece afectar con el mismo ímpetu a las filiales bancarias de estas entidades y por tanto no cabe esperar el mismo nivel de rotación en matrices y filiales.

En cuanto a las limitaciones del estudio, esta investigación no ha separado la rotación voluntaria de la involuntaria, no teniendo las dos la misma relevancia en los procesos de integración ni existiendo el mismo nivel de control por parte de la empresa tomadora en ambos casos.

Ahora bien, ¿es por su cuantía negativa dicha rotación? La respuesta inicial es a nuestro entender no; en las fusiones o en las adquisiciones que hemos analizado donde el nivel de relación entre las empresas implicadas es extraordinariamente alto en todos los casos, gran parte de los beneficios de las mismas deben provenir del compartir recursos y de la reestructuración, y por tanto la rotación directiva no sólo se podía esperar que fuese alta sino que también teóricamente era deseable.

Una reflexión más pausada, sin embargo, nos plantea nuevas líneas de investigación, ¿es la rotación directiva una cuestión meramente cuantitativa, relacionada en exclusiva con el ahorro de costes y la reestructuración de actividades? o por el contrario ¿tiene un componente altamente cualitativo en donde no importa sólo la cantidad de los recursos como la calidad de los mismos? Si esta segunda visión es la que impera ¿parece posible concluir que dada su cuantía y su rapidez, las empresas han tenido algún tipo de control sobre la calidad de los que se han ido?

Si se confirmase que la rotación es explicada por cuestiones relacionadas con el posicionamiento relativo, ¿sigue siendo dicha rotación deseable? Probablemente en su cuantía sí, pero no necesariamente en las personas a las que afecta. Más aún ¿no habrán sido las fusiones y adquisiciones en la banca una vía de escape de capacidades de algunos de los participantes hacia sus rivales?

Para finalizar queremos concluir que las empresas que participan en procesos de fusión y adquisición deberían esperar un elevado nivel de rotación que se produce de una forma temprana y que por tanto la empresa tomadora o los socios en su caso deberían en los inicios de estos procesos llevar a cabo las acciones pertinentes que eviten la salida de algunos de sus recursos más preciados. Además y al analizar los conflictos en las negociaciones de la operación deberían tener presentes que puede existir un claro conflicto de intereses entre los motivos expuestos y que dificultan la negociación y los motivos no expuestos, y entre ellos cabría citar la razonable probabilidad que se deriva del estudio de pérdida del puesto de trabajo.

## BIBLIOGRAFÍA

BRUTTON, G.D., OVIATT, B.J. y WHITE, M.A. (1994): «Performance of Acquisitions of Distressed Firms», *Academy of Management Journal*, vol. 37, núm. 4, págs. 972-989.

BUCHHOLTZ, A.K. y RIBBENS, B.A. (1994): «Role of Chief Executive Officers in Takeover Resistance: effects of CEO incentives and individual characteristics», *Academy of Management Journal*, vol. 37, núm. 3, págs. 554-579.

BUONO, A.F. y BOWDITCH, J.L. (1989): *The human side of mergers and acquisitions*, Jossey-Bass, San Francisco.

- BUONO, A.F.; BOWDITCH, J.L. y LEWIS III, J.W. (1985): «When Cultures Collide: anatomy of a merger», *Human Relations*, vol. 38, núm. 5, págs. 477-500.
- CARTWRIGHT, S. y COOPER, C.L. (1992): *Mergers and Acquisitions: the Human Factor*, Butterworth-Heinemann, Oxford.
- CAVES, R.E. (1989): «Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency: foresight vs hindsight», *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7, núm. 1, págs. 151-174.
- CHATTERJEE, S. (1986): «Types of Sinergy and economic Value: the impact of acquisitions on merging and rival firms», *Strategic Management Journal*, vol. 7, págs. 119-139.
- CHATTERJEE, S.; LUBATKIN, M.H.; SCHWEIGER, D.M. y WEBER, Y. (1992): «Cultural Diferences and Shareholder Value in Related Mergers: linking equity and human capital», *Strategic Management Journal*, vol. 13, págs. 319-334.
- DATTA, D.K. (1991): «Organizational fit and Acquisition Performance: effects of post-acquisition integration», *Strategic Management Journal*, vol. 12, págs. 281-297.
- DAVIDSON, K.M. (1991): «Innovations And Corporate Mergers», *The Journal of Business Strategy*, January-February, págs. 42-44.
- FOWLER, K.L. y SCHMIDT, D.R. (1989): «Determinants of Tender Offer Post-Acquisition Financial Performance», *Strategic Management Journal*, vol. 10, págs. 339-350.
- GARCÍA ROA, J. (1994): *Las Cajas de Ahorros Españolas: cambios recientes, fusiones y otras estrategias de dimensionamiento*, Editorial Civitas, Madrid.
- GRANT, R.M. (1991): «The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation», *California Management Review*, Spring, págs. 114-135.
- GRANT, R.M. (1996): «Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm», *Strategic Management Journal*, vol. 17, Winter Special Issue, págs. 109-122.
- HALL, R. (1992): «The Strategic Analisis of Intangible Resources», *Strategic Management Journal*, vol. 13, págs. 135-144.
- HALL, R. (1993): «A Framework Linking Intangible Resources and Capabilities to Sustainable Competitive Advantage», *Strategic Management Journal*, vol. 14, págs. 607-618.



- HAMBRICK, D.C. y CANNELLA, A.A. (1993): «Relative Standing: a framework for understanding Departures of Acquired Executives», *Academy of Management Journal*, vol. 36, núm. 4, págs. 733-762.
- HARRIS, E.G. (1994): «Why One Firm is the Target and the Other the Bidder in Single-Bidder, Synergistic Takeovers», *Journal of Business*, vol. 67, núm. 2, págs. 263-280.
- HARRISON, J.R.; TORRES, D.L. y KUBALIS, S. (1988): «The Chancing of the Guard: turnover and structural change in top management positions», *Administrative Science Quarterly*, 33, págs. 211-232.
- HASPESLAGH, P. y FARQUHAR, A.B. (1994): «The Acquisition Integration Process: A Contingent Framework» en Von Krogh, G.; Sinatra, A. y Singh, H. (Eds): *The Management of Corporate Acquisitions: international perspectives*, Ed. MacMillan, London, págs. 414-447.
- HASPESLAGH, P. y JEMISON, D. (1991a): «How Experienced Buyers Manage The Acquisition Decision Process», *Mergers and Acquisitions*, marzo-abril, págs. 37-48.
- HASPESLAGH, P. y JEMISON, D. (1991b): *Managing Acquisitions*, The Free Press, New York.
- HASPESLAGH, P. y JEMISON, D. (1991c): «Postmerger Integration: the Crucial Early Steps», *Mergers and Acquisitions*, may-june, págs. 47-57.
- HASPESLAGH, P. y JEMISON, D. (1994): «Acquisition Integration: Creating the Atmosphere for Value Creation» en Von Krogh, G.; Sinatra, A. y Singh, H. (Eds): *The Management of Corporate Acquisitions: international perspectives*, Ed. MacMillan, London, págs. 448-479.
- HUNT, J.W. (1990): «Chancing Pattern of Acquisition Behaviour in Takeovers and the Consequences for Acquisition Processes», *Strategic Management Journal*, vol. 11, págs. 69-77.
- HUNT, J.W., LEES, S., GRUMBAR, J.J. y VIVIAN, P.D. (1987): *Acquisitions-The Human Factor*, Ed. London Business School- Ego Zehnder International, London.
- IBORRA, M (1995): *Fusiones y Adquisiciones: una perspectiva de proceso*, Tesis Doctoral no publicada, Valencia.
- IBORRA, M. (1997): «Las Fusiones y Adquisiciones como proceso», *Dirección y Organización*, núm. 18, págs. 75-89.
- INGHAM, H.; KRAN, I. y LOVESTAM, A. (1992): «Mergers and Profitability: A Managerial Success Story?», *Journal of Management Studies*, 29:2, march, págs. 195-208.

- JEMISON, D.B. y SITKIN, S.B. (1986a): «Corporate Acquisitions: a Process Perspective», *Academy of Management Review*, vol. 11, núm. 1, págs. 145-163.
- JEMISON, D.B. y SITKIN, S.B. (1986b): «Acquisitions: The Process Can Be a Problem», *Harvard Business Review*, marzo-abril, págs. 107-116.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): *Teoría de la Empresa: la gerencia; costes de agencia y estructura de la propiedad* en Putterman, (Ed.) (1994): *La naturaleza económica de la empresa*, Ed. Alianza Económica, págs. 261-285.
- JENSEN, M.C. (1984): «Takeovers: folklore and Science», *Harvard Business Review*, Nov-Dic, págs. 109-121.
- JENSEN, M.C. y RUBACK, R.S. (1983): «The Market of Corporate Control: the scientific evidence», *Journal of Financial Evidence*, 11, págs. 5-50.
- KESNER, I.F. y DALTON, D.R.(1994): «Top Management Turnover and CEO Succession: an investigation of the effects of turnover on performance», *Journal of Management Studies*, 31: 5, september, págs. 701-713.
- KITCHING, J. (1967): «Why Do Mergers Miscarry?», *Harvard Business Review*, nov.-dic., págs. 84-101.
- KUSEWITT, J.B. Jr. (1985): «An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relaiting to Performance» *Strategic Management Journal*, vol. 6, págs. 151-169.
- MAGNET, M. (1990): *Adquirir sin aplastar*, en COS (Eds.); *Fusiones y Adquisiciones: aspectos culturales y organizativos*, Ed. Gestión 2000, Barcelona, págs. 93-100.
- MANNE, H.G. (1965): *Mergers and The Market for Corporate Control* en Machildon, G.P. (Eds.); (1991): *Merger and Acquisitions*, Ed. Edward Eldgard, Cambridge, págs. 163-172.
- MARTIN, K.J. y McCONNELL, J.J. (1991): «Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover», *The Journal of Finance*, vol. XLVI, núm. 2, june, págs. 671-687.
- MUELLER, D.C. (1989): «Mergers: Causes effects and policies», *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7, núm. 1, págs. 1-10.
- PABLO, A.L. (1994): «Determinants of Integration Acquisition Level: a decision making perspective», *Academy of Management Journal*, vol. 37, núm. 4, págs. 803-836.

- PETERAF, M.A. (1993): «The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View», *Strategic Management Journal*, vol. 14, págs. 179-191.
- PORTER, M.E. (1987): «From Competitive Advantage to Corporate Strategy», *Harvard Business Review*, may-june, núm. 3, págs. 43-59.
- PRITCHETT, P. (1985): *After the Merger: Managing the Shockwaves*, Ed. Dow Jones-Irwin, New York.
- RAVENSRAFT, D.J. y SCHERER, F.M. (1989): «The profitability of Mergers», *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7, núm. 1, págs. 101-116.
- SALTER, M.S. y WEINHOLD, W.A. (1979): *Diversification Through Acquisitions*, Ed. The Free Press, New York.
- SCHWEIGWER, D.M.; IVANCEVICH, J.M. y POWER, F.R. (1990): *Acciones Directivas para Gestionar los Recursos Humanos antes y después de la Adquisición*, en COS (Eds.); *Fusiones y Adquisiciones: aspectos culturales y organizativos*, Ed. Gestión 2000, Barcelona, págs. 145-166.
- SETH, A. (1990a): «Value Creation in Acquisitions. A re-examination of Performance issues», *Strategic Management Journal*, vol. 11, págs. 90-115.
- SETH, A. (1990b): «Sources of Value Creation in Acquisitions. An Empirical Investigation», *Strategic Management Journal*, vol. 11, págs. 431-446.
- SHELTON, L.M. (1988): «Strategic Business Fits and Corporate Acquisitions: empirical evidence», *Strategic Management Journal*, vol. 9, págs. 279-287.
- TRAUTWEIN, F. (1990): «Mergers Motives and Merger Prescriptions», *Strategic Management Journal*, vol. 11, págs. 283-295.
- WALSH, J.P. (1988): «Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions», *Strategic Management Journal*, vol. 9, págs. 173-183.
- WALSH, J.P. (1989): «Doing a Deal: Merger and Acquisitions Negotiations and their Impact upon Target Company Top Management Turnover», *Strategic Management Journal*, vol. 10, págs. 307-322.
- WALSH, J.P. y ELWOOD, J.W. (1991): «Mergers, Acquisitions, and the Pruning of Managerial Deadwood», *Strategic Management Journal*, vol. 12, págs. 201-217.

- WALSH, J.P. y KOSNIK, R.D. (1993): «Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in The Market of Corporate Control», *Academy of Management Journal*, vol. 36, núm. 4, págs. 671-700.
- WALSH, J.P. y SEWARD, J.K. (1994): «On The Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms», en Von Krogh, G.; Sinatra, A. y Singh, H. (Eds.); *The Management of Corporate Acquisitions: international perspectives*, Ed. MacMillan, London, págs. 307-336.
- WERNERFELT, B. (1995): «The Resource-Based View of the Firm: Ten Years After», *Strategic Management Journal*, vol. 16, págs. 171-174.