

AÑO 31 ESPECIAL 15, 2026  
ENERO-JUNIO



AÑO 31 ESPECIAL 15, 2026

ENERO-JUNIO

# Revista Venezolana de Gerencia



UNIVERSIDAD DEL ZULIA (LUZ)  
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales  
Centro de Estudios de la Empresa

ISSN 1315-9984

Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons  
Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 3.0 Unported.  
[http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/deed.es\\_ES](http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/deed.es_ES)

Como citar: Arroyo-Rodríguez, L. F., Burbano-Vallejo, E. L., y Coral-Vallejo, Á. A. (2026). Desempeño financiero, operativo y gobierno corporativo de empresas estadounidenses que cotizan en el mercado bursátil. *Revista Venezolana De Gerencia*, 31(Especial 15), e31e159. <https://doi.org/10.52080/rvgluz.31.e15.9>

Universidad del Zulia (LUZ)  
Revista Venezolana de Gerencia (RVG)  
Año 31 No. Especial 15, 2026, e31e159  
Enero-Junio  
ISSN 1315-9984 / e-ISSN 2477-9423



# Desempeño financiero, operativo y gobierno corporativo de empresas estadounidenses que cotizan en el mercado bursátil

Arroyo-Rodríguez, Lina Fernanda\*  
Burbano-Vallejo, Edy Lorena\*\*  
Coral –Vallejo, Alvaro Andrés\*\*\*

## Resumen

El estudio hace un análisis del desempeño financiero, operativo y del gobierno corporativo de empresas estadounidenses que cotizan en el mercado bursátil durante el período 2015-2023; se incluye el marco regulatorio en la adopción de las medidas de antitoma de control. La metodología fue un modelo de regresión lineal múltiple; los datos fueron recolectados de REFINITIV. A partir de la información de corte transversal recopilada, se construyó como variable dummy la medida preventiva, defensiva y de protección Golden Parachutes, y Staggered Board Structure y antitakeover, que se creó como la unión de la medida preventiva y defensiva. Se encontró una relación entre las variables que presentan las características de las empresas y las variables de las medidas de antitoma de control. El principal resultado de la investigación se encuentra en la toma de decisiones que debe tomar el director o administrador de la empresa, donde su elección se enmarca en elegir una mayor o menor medida de antitoma de control que está más influenciada por los rubros contables que miden su situación financiera, en comparación con los mecanismos de desempeño financiero y operativo que miden su gestión financiera. De igual manera, se evidenció que la medida de la modificación estatutaria, implementada en sus estatutos corporativos, tiene una mayor influencia en la elección de la medida de antitoma de control ante el anuncio de la oferta pública de adquisición hostil.

**Palabras clave:** adquisición hostil; empresas estadounidenses; medida defensiva; medida preventiva; medidas financieras.

**Recibido:** 14.07.25

**Aceptado:** 14.10.25

\* Magister en Administración Financiera, Especialista en Finanzas, Economista de la Universidad de San Buenaventura Cali. Email: [lfarroyo1@usbcali.edu.co](mailto:lfarroyo1@usbcali.edu.co), ORCID: <https://orcid.org/0009-0009-3417-9006>

\*\* Doctor en Ciencias Económicas Magister en Economía aplicada, Economista. Docente investigadora de la Universidad de San Buenaventura Cali, integrante del Grupo de Investigación Economía, Gestión, Territorio y Desarrollo Sostenible, GEOS. Email: [director.economia@usbcali.edu.co](mailto:director.economia@usbcali.edu.co), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4366-9172>.

\*\*\* Magister en Economía, Docente investigador de la Universidad de San Buenaventura Cali. Email: [aacoralv@usbcali.edu.co](mailto:aacoralv@usbcali.edu.co), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4714-3784>.

# *Financial and operational performance and corporate governance of US companies listed on the stock market*

## **Abstract**

The study analyzes the financial, operational, and corporate governance performance of U.S. companies listed on the stock market during the 2015–2023 period; it includes the regulatory framework governing the adoption of anti-takeover measures. The methodology employed a multiple linear regression model; data were collected from REFINITIV. Based on the cross-sectional data collected, the preventive, defensive, and protective measures “Golden Parachutes” and “Staggered Board Structure” were constructed as dummy variables, and “anti-takeover” was created as the combination of the preventive and defensive measures. A relationship was found between the variables reflecting company characteristics and the variables related to anti-takeover measures. The main finding of the research lies in the decisions that the company’s director or manager must make, where their choice involves selecting a greater or lesser anti-takeover measure that is more influenced by the accounting items measuring the company’s financial situation, compared to the financial and operational performance metrics that measure its financial management. Similarly, it was found that the statutory amendment, implemented in the company’s articles of incorporation, has a greater influence on the choice of anti-takeover measure in response to the announcement of a hostile takeover bid.

**Keywords:** hostile takeover bid; U.S. companies; defensive measure; preventive measure; financial indicators.

## **1. Introducción**

En los mercados bursátiles, las tomas de control hostiles constituyen una preocupación persistente para los equipos directivos y accionistas. Durante la década de 1980, el volumen de Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) hostiles en Estados Unidos se multiplicó, motivando la creación de mecanismos corporativos que restringen o encarecen estas operaciones. Aun cuando la literatura ha documentado los efectos de las medidas de antitoma de control (MAC) sobre el valor de las empresas, existe un vacío respecto de qué factores

impulsan su adopción y cómo estos factores interactúan con la normativa WILLIAMS ACT 1968 y regulaciones posteriores. Teniendo en cuenta que una OPA se define como toda oferta que busca adquirir el control o participación en una empresa a través de la compra de las acciones de una empresa que cotiza en bolsa por otra empresa o inversionista (Guarniz, 2010; Ramírez, 2017).

Según la postura de Bustamante & Sánchez (2022) y Gómez & Gómez (2022), una OPA es un mecanismo diseñado, en principio, para proteger

los derechos de los accionistas de una sociedad que cotiza en bolsa.

De esta forma, una OPA es una operación donde una o varias personas jurídicas o naturales ofrecen a los accionistas de una compañía que cotiza en bolsa la compra de sus acciones bajo unas condiciones establecidas, mediante operaciones que tienen lugar en el mercado secundario<sup>1</sup>. En consecuencia, el inversionista logra tener una participación mayoritaria en la empresa a través de un capital sólido. Sin embargo, si lo que se busca es incrementar el capital de una empresa, los socios pueden realizar una capitalización que provenga de ellos mismos o de otras fuentes de inyección de capital. Cobra relevancia esta mención debido a que, con las OPAs, el capital social no se altera, entendiendo que este es un mecanismo entre accionistas y, por tanto, no se altera el patrimonio (Gómez & Gómez, 2022).

Las OPAs existen en todas partes del mundo con ciertas diferencias fundamentales. En el caso especial de Estados Unidos, quien desea adquirir el control de una empresa no está obligado a lanzar una oferta a todos sus accionistas; este inversionista puede simplemente negociar y contratar con quien ostente la posición de control que desea alcanzar. Sin embargo, en los países donde existe el sistema de OPA obligatoria, esta transacción no sería legal, a menos que estuviera apoyada en alguna de las excepciones que las normas del sistema de OPA obligatoria suelen contemplar (Guarniz, 2010).

Para el estudio se analizó las OPAs hostiles en línea con Payet (2021), quien

define como ofertas presentadas con la finalidad de adquirir el control de una sociedad en contra de la voluntad de los administradores y/o los accionistas que detentan el control. Ante este fenómeno, se han diseñado mecanismos jurídicos que permiten evitar o dificultar la toma de control de una sociedad por un tercero o, de permitir a los administradores, la defensa de su posición o interés de cara a una opa ya presentada. Cañas (2018) define que este tipo de opas se refiere a la adquisición total del control de una empresa que cotiza en bolsa, sin tener en cuenta el acuerdo o aprobación por parte de la junta directiva de la entidad emitente; este tipo de opas suelen ser no concertadas, por lo que se define como hostil (Rodríguez & Torres, 2016).

Asimismo, este tipo de OPAs va en contra de los intereses de los administradores y/o accionistas de la empresa, al tener diferencias sobre las estrategias que quisiera implementar la empresa para lograr economías de escala, reducir costos, entre otros. Además, el administrador o CEO debe tomar esta decisión de la medida antitakeover alineada con los intereses de los accionistas por la influencia que tiene una OPA hostil en la estructura de propiedad y en la gestión de la empresa. En consecuencia, el periodo del análisis fue 2015-2023. Este rango de análisis del desempeño financiero permite hacer una valoración más acertada en la utilización de la medida antitoma de control que se encuentra regulada en el marco normativo, que a partir del 2015 presentó una mayor frecuencia de OPAS hostiles en Estados Unidos. De esta forma, el objetivo de la investigación

---

1 De acuerdo con el Autorregulador del Mercado de Valores, el mercado secundario es donde se negocian valores ya emitidos, que están en circulación en manos de inversionistas.

es analizar el desempeño financiero, operativo y del gobierno corporativo de empresas estadounidenses que cotizan en el mercado bursátil durante el período 2015-2023.

## **2. Adquisición hostiles y medidas antitakeover**

Para contextualizar teóricamente la toma de decisiones frente a las OPAs hostiles, se realizó la revisión de literatura de los conceptos, marco normativo y las principales medidas de protección antitoma de control utilizadas en las empresas de Estados Unidos. Según Rodríguez & Torres (2016), definen, en términos generales, una adquisición hostil como aquella en la que una o varias empresas denominadas oferentes realizan una oferta amplia con el objetivo fundamental de adquirir las acciones de todos los accionistas o de una parte significativa de los accionistas con el fin de alcanzar niveles cada vez mayores de control del capital, del derecho de voto y del gobierno corporativo de la empresa.

Para Cañas (2018), las empresas son una perspectiva financiera y de crecimiento en el mercado; asimismo, la empresa puede aumentar su participación en el mercado y/o incorporar nuevas líneas de negocio. Por su parte, Marín & Ketelhöhn (2005) postularon que el adquirente se dirige a los accionistas de la empresa objetivo, sin consultar con la junta directiva de

esta última, haciendo una oferta para la compra de sus acciones, incluyendo por lo regular un precio con prima respecto al valor de mercado. Las OPAs, al ser un mecanismo correctivo de la desviación de intereses entre administrador y accionistas, otorgan un poder al CEO para dificultar o bloquear las tomas de control por parte de un tercero (Agrawal et al., 1998; Payet, 2021).

## **3. Reglamentación de las ofertas públicas de adquisición de acciones en Estados Unidos**

Con relación al concepto de medidas *antitakeover*, como facultades que otorga el derecho de sociedades al director de la empresa, quien obtiene un rol en las operaciones de fusión y adquisición, al existir el conflicto de interés entre la administración por preservar el control de la sociedad y los accionistas por acceder a la prima de control en el contexto de una oferta de adquisición hostil, es decir, la administración toma una resistencia ante la opa hostil como una medida contra la toma de control, haciendo difícil para el inversionista adquirir una participación de control mediante negociaciones directas con accionistas individuales o a través de compras graduales en la bolsa. Dicho lo anterior, existen diferentes tipos de opa<sup>2</sup> al momento en que se realiza una

---

2 OPA Obligatoria: Díaz, Llanos y Rubiano (2022) definieron este tipo de OPA como aquellos eventos en los cuales las legislaciones internas de los países prevén determinados escenarios necesarios para el desarrollo de las OPA. OPA amistosa, Díaz et al. (2022) las definen como aquella operación de compra, aprobada por la junta directiva de la sociedad afectada; esto es, existe un acuerdo previo, sea tácito o expreso, entre la empresa oferente y la empresa adquirente. OPA Voluntaria, Vargas (2019), define este tipo de opa como aquella en la cual el adquirente, por decisión libre, establece las condiciones relacionadas con aspectos básicos de la oferta a su conveniencia. OPA competidora; Vargas (2019) la define como aquella que se formula cuando se ha presentado una OPA que está en curso por las acciones de la empresa objetivo, cuyo plazo de aceptaciones no ha finalizado. OPA Exclusión, Bustamante & Sánchez (2022) establecen que este tipo de OPAs son aquellas que se dan cuando el mismo emisor busca recomprar sus acciones que se encuentran en propiedad de accionistas minoritarios, con el fin de dejar de cotizar en bolsa, buscando centralizar la propiedad y el control de la compañía.

oferta pública de adquisición (Armour et al., 2011; Baldeón, 2013; Schwert, GW, 2000).

La regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPA) en Estados Unidos se encuentra estructurada en las reglas generales y regulación establecidas por las secciones Section IX y la Securities Exchange Act of 1934 Section XIV de la Securities Exchange Act of 1934. Este marco normativo permite comprender el funcionamiento de las OPAs en el contexto estadounidense.

Gómez & Gómez (2022) explicaron que el “Williams Act” de 1968 introdujo la necesidad de que el oferente (quien emite la OPA) suministre una divulgación completa de la información, de manera que los inversionistas estén bien informados. De esta manera, se crea un escenario justo para que se lleve a cabo la transacción. Si bien el *Williams Act* no define los casos en los que se debe presentar una opa, lo que indicaría, en principio, que esta es voluntaria, además, establece la obligación a todo adquirente del 5% o más de participación de una compañía, sin distinción de la fuente de adquisición (sea por una opa o no), pues el adquirente deberá suscribir una Declaración de Divulgación “Disclosure Statement”. De esta forma, la Oferta Pública de Adquisición se dirige a la totalidad de los accionistas de la empresa objetivo, sin limitarse a un grupo de personas determinadas, y todos gozan de las condiciones y valor establecido en la oferta. Por medio del *Williams Act*, se buscaba mantener un balance en la regulación de las OPAs que no beneficiara a las empresas o a los oferentes; sin embargo, el *Williams Act* combinado con las leyes corporativas estatales preexistentes en Estados Unidos pareciera crear mayores formas

de defensa para las empresas sujetas a la OPA, permitiendo que puedan resistir las tomas hostiles. (Gómez & Gómez, 2022; Gonzales, 2019; Sanz, 2020).

En el contexto de Estados Unidos, se les ha permitido el uso de estrategias de defensa para impedir la apropiación a través de la opa hostil. Es así que el *Williams Act* no limita la capacidad de defensa de las empresas, ya que su única limitante es la “Business Judgment Rule”, que puede ser definida como “una presunción de que en la toma de una decisión de negocios los administradores de una empresa actuaron de manera informada, de buena fe y en la creencia sincera de que la medida adoptada era en el mejor interés de la compañía” (Gómez & Gómez, 2022).

De acuerdo al marco normativo, el estudio de las dinámicas de control corporativo y de las adquisiciones hostiles no se limita a una simple operación financiera; por el contrario, constituye un elemento clave en la valoración y estabilidad de las empresas dentro de los mercados bursátiles actuales. Esta investigación ofrece una mirada crítica acerca de cómo la relación entre el gobierno corporativo y las decisiones estratégicas influye tanto en la capacidad de una organización para enfrentar ofertas no solicitadas (a través de mecanismos como la “píldora venenosa” o las juntas directivas escalonadas) como en la generación de valor para los accionistas.

Asimismo, se analiza cómo determinadas decisiones defensivas pueden incidir de manera significativa en la creación de sinergias y en el aprovechamiento de economías de escala. A partir del examen de casos representativos y de distintos marcos regulatorios internacionales, se pone de relieve que la solidez de las estructuras

de gobernanza resulta fundamental para reducir la volatilidad asociada a factores externos y a reacciones del mercado. En este sentido, una gobernanza corporativa consistente no solo fortalece

la posición estratégica de la empresa, sino que también contribuye a brindar mayor certidumbre y protección a la inversión en contextos caracterizados por una elevada competencia (cuadro 1).

### **Cuadro 1**

#### **Antecedentes relevantes sobre adquisición hostil**

Autor	Publicación	Conclusión
Forigua (2008)	Ofertas Públicas de Adquisición de Valores: El nuevo régimen de oferta pública de Adquisición en Colombia	El artículo examina la regulación de las ofertas públicas de adquisición en España, Chile y Estados Unidos, y ofrece una visión general del caso colombiano. Señala que el Decreto 1941 aportó mayor claridad jurídica y fortaleció la protección de inversionistas <sup>3</sup> .
Cardona (2014)	Análisis del Impacto de los Cambios del Control Corporativo Sobre el Valor de las Empresas en América Latina	Expone las fusiones y las adquisiciones en empresas latinoamericanas y muestra que los cambios en la estructura corporativa impactan el valor de las compañías, y evidencia que las sinergias y economías de escala explican el efecto positivo en precio bursátil.
Marcos (2006)	el Control de Concentraciones como Defensa Frente las Opas Hostiles: Reflexiones Sobre El Caso Oracle/Peoplesoft	Estudio revisa la adquisición hostil de Peoplesoft por Oracle en 2004 y evidencia las tensiones en el control corporativo, destacando las estrategias defensivas adoptadas, como la píldora venenosa y cambios en garantías para frenar la operación.
Dunn (2022)	Intento Hostil de Adquisición en Twitter	El estudio examina el intento de adquisición de Elo Musk por adquirir o/y ofertar por Twitter y describe las estrategias para frenar una OPA hostil, como la píldora venenosa y el mecanismo Flip-in también destaca la influencia de factores psicológicos y redes sociales en el comportamiento bursátil (Díaz, et al, 2022).

En efecto, tal como puede analizar en los antecedentes, a pesar de que existen investigaciones referentes al análisis de los diferentes impactos que tienen las Ofertas Públicas de Adquisición en las empresas y cómo el Estado lo regula, incluyendo las medidas defensivas que optan las empresas ante una OPA hostil, no hay una investigación que se dedique a lo que se aborda en el presente trabajo, por lo que se refuerza la relevancia y significancia de esta investigación, a raíz de la escasez de estudios con objetivos comparables y estrechamente relacionados. Así

entonces, es importante analizar los determinantes que influyen en la decisión que deben tomar los directivos o CEO de las empresas cuando se enfrentan a una OPA hostil, dado que, como se evidencia anteriormente, la OPA afecta el comportamiento del mercado, haciendo que las empresas se vean afectadas, no solo en su estructura de gobierno corporativo, sino también por el riesgo que tienen sus accionistas minoritarios al estar expuestos a una OPA hostil. Además, Lanke et al. (2022), Forigua (2008). Evidencia que en Estados Unidos hay una mayor

---

<sup>3</sup> Forigua (2008). Ofertas Públicas de Adquisición de Valores: el Nuevo Régimen de Oferta Pública de Adquisición en Colombia; Revista de Derecho Privado, Universidad Externado de Colombia, p.14.

incidencia en los casos de adquisición hostil que en otros países; las empresas listadas en Estados Unidos empezaron a ser vulnerables a ofertas hostiles, lo que generó el desarrollo de las medidas antitakeover para bloquear una OPA hostil.

#### 4. Comportamiento del mercado ante una oferta pública de adquisición de acciones en Estados Unidos

Es pertinente señalar que, en Estados Unidos, se evidencia que son más frecuentes las opas voluntarias y, con menor frecuencia, las opas obligatorias, habiendo una mayor inclinación por la legislación de opas voluntarias. En consecuencia, si bien existen otro tipo de OPAs, como son las OPAs competidoras y de exclusión, no existe mucha evidencia con respecto a estas. Las opas voluntarias, que comenzaron en los Estados Unidos, generaron que se volvieran más usadas en el continente americano, pero al momento del anuncio de una de estas opas, se pueden convertir en una opa amistosa o una hostil (Kataria & Girish, 2021; Gelfand et al., 2018).

En este sentido, Schwer, GW (2000), Chol & Talley (2001), Deans et al. (2002), Schwer (2000). Lanke et al. (2022), Thelisson (2020), Gómez & Gómez (2022) determinan que las OPAs en Estados Unidos son de un régimen de OPAs mixtas; por ende, las OPAs

son lanzadas con la finalidad de adquirir un porcentaje específico o la totalidad de las acciones de una empresa que cotiza en bolsa; las OPAs buscan ser lo más equitativas posible para proteger así a los accionistas minoritarios. En este sentido, las OPAs constituyen un mecanismo correctivo de la desviación de intereses entre los administradores y accionistas. Asimismo, la doctrina clasifica las medidas de protección en medidas preventivas y defensivas; esta clasificación no es rígida o hermética, sino que muchas medidas “antitoma de control” pueden implementarse antes o después del lanzamiento de una opa. Esto trae como consecuencia que, en Estados Unidos, se cuestionen sobre la licitud de estos mecanismos, puesto que, en ocasiones, los administradores, por buscar su bienestar, olvidan su deber de buscar el mayor beneficio para los accionistas (Payet, 2021; Forigua, 2008).

Ahora la medida preventiva se utilizó como variable en la MAC; ante una opa hostil, fue el golden parachute (paracaídas de oro)<sup>4</sup>. Existen otras medidas como son la modificación estatutaria, frecuentemente utilizada para dificultar la toma de control por un tercero, y las acciones privilegiadas; es una medida particularmente efectiva, es la creación de acciones con derechos de voto especiales, que se emiten a favor de los accionistas de la sociedad (Payet, 2021; Karpoff, et al., 2022), y también se utilizó la medida defensiva *Staggered*

4 Es una modalidad de uso bastante generalizado; es el acuerdo con los administradores de la sociedad, en el sentido de que, ante una toma de control por un tercero o ante la terminación del contrato de trabajo por parte de la sociedad luego de una toma de control, esta deba pagar al administrador una indemnización considerable (Plana, 2014; Bebchuk & Cohen, 2014).

Board Structure (consejo administrativo escalonado)<sup>5</sup>.

## 5. Rasgos metodológicos del estudio

El análisis empírico examinado en este trabajo se basa en la base de datos REFINITIV (proveedor global estadounidense-británico de datos e infraestructura del mercado financiero). Se obtuvieron datos de 2015-2023 de las empresas que cotizan en el mercado bursátil de Estados Unidos.

### 5.1. Definición de las variables

Para las estimaciones econométricas, se consideró el modelo lineal múltiple, donde la variable dependiente es la medida de protección defensiva *Staggered Board Structure* (SB), la medida preventiva *Golden Parachute* (GP) ante el anuncio de una opa hostil y, con base en esto, se creó como variable dummy, siendo la unión de la medida preventiva y defensiva donde

se obtiene una variable de medida de protección antitoma de control (ATC).

Las variables independientes que explican el modelo se agruparon en tres categorías: en la primera, se describe las variables de desempeño financiero como es el roa, roe, total debt / total equity, son utilizadas en la muestra como porcentaje, el *market cap*, *total assets*, *total liabilities* como logarítmicas, permitiendo una mejor estimación del modelo al interpretar la situación financiera de las empresas; de igual forma, se utilizó la variable margen ebitda como porcentaje siendo aquella influyente en la gestión operativa de las empresas, se utilizaron otras variables como el *total debt percentage of total equity*, *female on Board*, *board size*, *ceo board member*, *supermajority vote requirement* (mayoría calificada como una medida preventiva de modificación estatutaria) y, el sector económico, que en parte reflejan la conformación del gobierno corporativo de las empresas, en el siguiente cuadro 2 se describen estas variables.

## Cuadro 2

### Descripción de las variables de desempeño financiero, operativo, y gobierno corporativo

Categoría	Variable	Símbolo	Tipo de variable	Descripción	Signo esperado
	Medidas antitoma de control	MAC	Endógena/dicotómica	Variable dummy, codificándose 1, que indica que la empresa si ha utilizado esa medida de protección y, 0, que indica lo contrario.	+
Desempeño financiero	Return on Assets	ROA	Explicativa/Cuantitativa	Rentabilidad sobre los activos de la empresa, expresado en porcentaje.	- / +
	Return on Equity	ROE	Explicativa/Cuantitativa	Rentabilidad sobre el patrimonio de la empresa, expresado en porcentaje.	- / +

<sup>5</sup> Es una de las formas existentes para evitar una adquisición no deseada implementada por los administradores. Esta medida consiste en crear distintas clases de consejeros de numeración variada y nombrarlos por periodos de tiempo determinados de forma escalonada. Esta medida conlleva graves perjuicios para los posibles compradores, ya que, sin tener el visto bueno de la mayoría del consejo nombrado respecto a la operación de compraventa, deberán soportar esta situación hasta la renovación de los consejeros (Payet, 2021; Maeijer, JMM, & Geens, 2024; Vargas, 2019).

## Cont... Cuadro 2

	Capitalización de mercado	Market Cap	Explicativa/ Cuantitativa	Valor total de las acciones en circulación de una empresa, haciendo parte de su capital social siendo una partida importante del patrimonio, al ser una variable en millones se creó como una variable logarítmica	- / +
	Total Debt / Total Equity	D/P	Explicativa/ Cualitativa	Indicador financiero que permite conocer la proporción de deuda que tiene una empresa en relación con el patrimonio del que dispone, se determinó en porcentaje.	+
	Total Assets	TA	Explicativa/ Cuantitativa	Indica el total de activos de las empresas, al ser una variable en millones, se creó como una variable logarítmica.	-
	Total Equity	TE	Explicativa/ Cuantitativa	Indica los bienes de la empresa, al ser una variable en millones se creó como una variable logarítmica	+
<b>Desempeño operativo</b>	Margen EBITDA	ME	Explicativa/ Cuantitativa	Resultado operativo antes de intereses e impuestos, expresado como porcentaje.	-
<b>Gobierno corporativo</b>	Mujeres en la junta directiva	MJ	Explicativa/ Cualitativa	Número de mujeres que forman parte de la junta directiva.	- / +
	Tamaño de la junta directiva	TJ	Explicativa/ Cualitativa	Número total de miembros en la junta directiva.	- / +
	CEO miembro de la junta directiva	CEO	Explicativa/ dicotómica	Indica que, la empresa tiene dentro de su junta directiva al CEO como parte de los miembros; se creó como una variable dummy, codificado como 1, indica que la empresa si tiene al ceo como miembros de su junta y, 0, que indica lo contrario.	+
	Modificación estatutaria (mayoría calificada)	SVR	Explicativa/ dicotómica	Es una enmienda a los estatutos corporativos de una empresa, que requiere una gran mayoría de accionistas para decidir; se creó como una variable dummy, codificada como 1, que indica que la empresa si requiere la mayoría de sus accionistas para tomar la decisión de aprobar cambios y, 0, que indica lo contrario	+
	Sector económico	SE	Explicativa/ Cualitativa	Indica el sector de mercado al que pertenece la empresa.	- / +

## 5.2 Modelo econométrico

Se realizaron modelos de regresión lineal múltiple (MLR), que nos permitió ajustar las variables dependientes a predecir, siendo la medida de protección defensiva y preventiva, por medio de las variables independientes. Se recurrió a este modelo porque permitió estimar el comportamiento de las medidas de protección, teniendo en cuenta el gran número de variables independientes,

referentes a las características de las empresas que influyen en ella. Se estimaron los parámetros de los 9 modelos como se indica en la tabla 1, que permite conocer a las empresas desde su gestión operativa, financiera, su conformación del gobierno corporativo, y su medida de protección más implementada ante una opa hostil, aplicando mínimos Cuadrados Ordinarios (mco) como se describe a continuación:

$$MAC_i = \beta_0 + \beta_1 * ME_i + \beta_2 * ROA_i + \beta_3 * ROE_i + \beta_4 * MARKET\ CAP_i + \beta_5 * \frac{D}{P}_i + \beta_6 * MJ_i + \beta_7 * TJ_i + \beta_8 * CEOJ_i + \beta_9 * SVR_i + \beta_{10} * TC + \beta_{11} * TPatr + \beta_{12} * SE_i + \varepsilon$$

(Ecuación 1)

Donde:

MACi: Son las medidas *antitakeover*: *Staggered Board Structure*, *Golden Parachute* y la medida de protección antitoma de control.

MEi: Hace referencia al margen Ebitda, que corresponde a la utilidad de la empresa sin incluir intereses e impuestos, siendo una medida operativa de la empresa.

market Cap<sub>i</sub>: Es la capitalización del mercado, es decir, es el valor total de las acciones en circulación de la empresa.

D/P<sub>i</sub>: Es la ratio de la deuda y patrimonio de la empresa, es decir, es la proporción de deuda en relación con el patrimonio del que dispone.

MJ<sub>i</sub>: Hace referencia al número

de mujeres que pertenecen a la junta directiva.

TJ<sub>i</sub>: Es la conformación del tamaño de la junta directiva.

CEOJ<sub>i</sub>: Se refiere al número de directores ejecutivos que hacen parte de la junta directiva.

SVR<sub>i</sub>: Es la medida preventiva modificación estatutaria ante el anuncio de una OPA hostil.

TA<sub>i</sub>: Es el total de activos, es decir, son los recursos que posee la empresa para llevar a cabo sus operaciones.

TPatr<sub>i</sub>: Es el total patrimonio que refleja los bienes adquiridos por la empresa

SE<sub>i</sub>: Es el sector económico en el cual se encuentran las empresas analizadas.

**Tabla 1**  
**Modelos econométricos**

Variable	SB M1	SB M2	SB M3	GP M1	GP M2	GP M3	ATC M1	ATC M2	ATC M3
ROA	-0.78***	-0.73***	-0.69***	0.14	0.17	0.19*	-0.32***	-0.30***	-0.28***
ROE	-0.05	-0.06	-0.06	-0.09	-0.10*	-0.11**	-0.04	-0.06	-0.07
Margen EBITDA	-0.004*	-0.005*	-0.006**	-0.003	-0.004	-0.005*	-0.005**	-0.005**	-0.005**
Market Cap	0.09**	0.11***	0.13***	-0.02	-0.03	-0.03	-0.01	-0.01	-0.02
Activos	-0.03	-0.05	-0.07*	-0.12**	-0.11*	-0.10*	-0.11**	-0.09**	-0.08**
Pasivo	0.08	0.09	0.10	0.02	0.01	0.00	0.06	0.07	0.08
Ratio deuda/ patrimonio	0.0005843	0.002	0.003	0.0009882	-0.001	-0.001	0.0009435	0.005**	0.004*
Mujeres en la junta	0.015**	0.014*	0.013*	0.021*	0.020**	0.019**	0.018**	0.017**	0.016**
CEO en la junta	0.11*	0.12*	0.13*	0.20**	0.21***	0.22***	0.18***	0.19***	0.20***
Tamaño de la junta	-0.07**	-0.06**	-0.06**	-0.03	-0.02	-0.02	-0.05*	-0.04*	-0.04*
Modificación estatutaria	0.24***	0.23***	0.22***	0.31***	0.29***	0.27***	0.28***	0.27***	0.25***
<b>N (Observaciones)</b>	1,534	1,478	1,445	1,481	1,479	1,457	1,445	1,443	1,429
<b>R<sup>2</sup></b>	0.321	0.342	0.356	0.288	0.301	0.314	0.337	0.348	0.362

En consecuencia, los principales resultados de los modelos estimados dan respuesta a la relación entre las características y la implementación de las medidas antitoma de control, es decir, con estas estimaciones, se explica la influencia que tienen las características de las empresas escogidas de los Estados Unidos de diferentes sectores socioeconómicos, que hacen que los CEO tomen menor o mayor medida de protección, de acuerdo a la reglamentación aplicable ante el anuncio de una OPA hostil, utilizando el modelo de regresión lineal múltiple.

Así entonces, con lo expuesto, las estimaciones permitieron evidenciar la influencia que tienen las variables de desempeño operativo y financiero (margen EBITDA, ROA, ROE) como medidas que influyen en la gestión financiera de las empresas, incluyendo las variables contables (*market cap*, activos, pasivos, ratio deuda/patrimonio) y las variables referentes a la estructura del gobierno corporativo (mujer y CEO en la junta directiva, tamaño de la junta, modificación estatutaria). Esto con el objetivo de obtener un análisis más detallado de la influencia que tienen estas características de las empresas escogidas de los Estados Unidos, que hacen que los administradores elijan su posible nivel de medida defensiva (*Staggered Board Structure*), preventiva (*Golden Parachute*) y/o protectora (antitoma de control) cuando se presenta una opa hostil.

Las estimaciones correspondientes a la medida defensiva *Staggered Board Structure* arrojaron en las medidas de desempeño margen EBITDA, ROA y ROE, que se comportan de forma negativa y significativa, influyendo menos frente a la elección de esta medida defensiva; de igual forma, otras

variables como son el rubro de los activos y el tamaño de la junta, se comportaron similar. Por otro lado, las variables que hacen referencia a la conformación de la situación financiera y el gobierno corporativo de las empresas, como son su *market cap*, patrimonio, el CEO y/o las mujeres como miembros de la junta directiva y la implementación de la medida de modificación estatutaria, incluyendo requisito de 'mayoría calificada' para su aprobación, evidencian el manejo del gobierno corporativo en su mecanismo interno y externo, siendo positivos y significativos, influyendo mayormente la decisión de utilizar esta medida frente a una OPA hostil.

Las estimaciones referentes a la medida preventiva *Golden Parachute* reflejaron que las variables de desempeño margen EBITDA y ROE fueron negativas y significativas; el *market cap*, el tamaño de junta directiva y los activos se comportaron de la misma forma, evidenciando que estas variables tuvieron menor relevancia en la elección de este tipo de medida. Por el contrario, el ROA, las mujeres y/o el CEO miembros de la junta, el patrimonio y la implementación de la medida estatutaria fueron positivos y significativos; por ende, influyeron en mayor medida. Sin embargo, las estimaciones de la medida antitoma de control fueron muy similares a la estimación anterior, diferenciando que todas las medidas de desempeño (margen EBITDA, ROA, ROE) fueron negativas y significativas, reflejando una menor influencia en la elección de esta medida protectora, al igual que las variables como el activo y el *market cap*. Mientras que los rubros contables del patrimonio, la ratio de la deuda/patrimonio y las medidas de la estructura corporativa de las empresas, como son las mujeres y/o el CEO miembros de

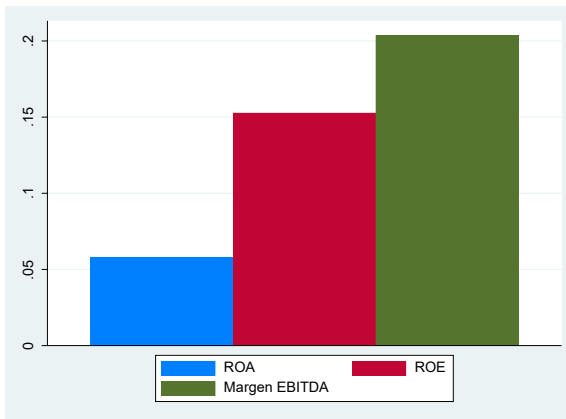
la junta, el tamaño de la junta directiva y la implementación de la modificación estatutaria, fueron más influyentes en la elección de la medida preventiva y protectora.

En definitiva, los resultados de las estimaciones muestran que, a pesar de existir variables que influyen menos en la elección de tomar una u otra medida de protección, siendo significativas en el modelo, indican que estas características se deben tener en cuenta al momento de

tomar esa decisión. Teniendo en cuenta que en los Estados Unidos se les da a los administradores toda la facultad e información para tomar decisiones ante una amenaza de una OPA hostil, el CEO no solo debe tomar una decisión con base en los intereses de los accionistas y el crecimiento de la empresa, sino también con referencia a las características de la misma, convirtiéndose en una decisión difícil (Gráfico 1).

**Gráfico 1**

**Relación entre las medidas de protección ante una OPA hostil y las medidas de gestión operativa y financiera de la empresa**



**6. Rasgos financieros, operativos y de gobierno corporativo de empresas ante una Oferta Pública de Adquisición de Acciones**

Se presentan los resultados obtenidos en el análisis de algunas características de las empresas en Estados Unidos que, para el presente

estudio, son determinantes para adoptar una o varias medidas de protección ante el anuncio de una opa hostil, que se presentan ante el CEO. Una vez analizados los datos, se evidencia que más de una variable tiene influencia o está correlacionada con las variables de medida de protección ante el anuncio de una opa hostil; esto arrojó los siguientes resultados representados en las siguientes estadísticas:

### 6.1. Relación entre las medidas de protección ante una OPA hostil y las medidas de gestión operativa y financiera de las empresas

En el siguiente gráfico, se evidencia que las 2.105 empresas de los Estados Unidos que pueden estar expuestas a una opa hostil coinciden en que el margen EBITDA es una medida de desempeño operativo representativa para la empresa; de igual forma, el ROE es un desempeño financiero representativo para estas empresas, lo que significa que la gran mayoría de las empresas tenían reportado el margen de EBITDA, y en el retorno de patrimonio, 751 empresas no reportaron cuánto fue el manejo de su ROA.

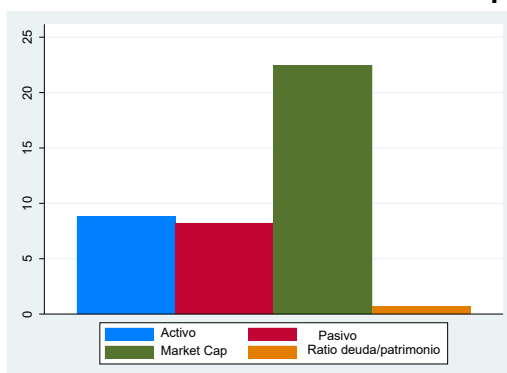
Estas medidas de desempeño describen parte de la gestión financiera y operativa de las empresas, siendo un dato relevante para determinar la decisión que tiene el administrador al adoptar una mayor o menor medida de protección ante el anuncio de una opa hostil, dado que esta decisión

debe estar alineada con los intereses de crecimiento de la empresa y de sus accionistas. Dicho de otro modo, estas características que muestran la gestión de la empresa influyen en la escogencia de las medidas de protección adecuadas para la empresa, ante el anuncio de una opa hostil.

### 6.2. Relación entre las medidas de protección ante una OPA hostil y las otras medidas financieras de las empresas

Todas las 2.105 empresas estadounidenses reportaron su market cap, lo que significa que cuentan con acciones que están en circulación en el mercado de valores; por ende, son vulnerables a enfrentarse a una OPA hostil. En cambio, el 14% de las empresas no reportaron el total de sus activos, el 15% de las empresas no reportaron el total de sus pasivos y el 26% de las empresas no reportaron el porcentaje de la deuda que tienen en relación con su patrimonio (Gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**Relación entre las medidas de protección ante una OPA hostil y las otras medidas financieras de las empresas**

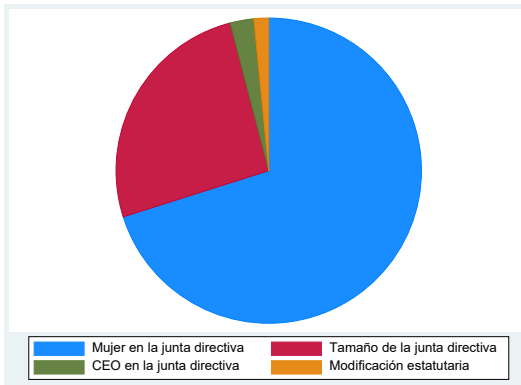


Teniendo en cuenta que la valorización de las acciones de la empresa no solo depende de su cotización en el mercado, igualmente influye en esto el valor de la empresa, siendo ambas influyentes en una OPA; es importante conocer la empresa contablemente, dado que permite generar un reflejo sobre su situación financiera. Estos rubros contables influyen en la decisión que deben tomar los administradores de las empresas sobre medidas de protección ante una opa hostil, dado que esta decisión debe estar encaminada a maximizar la rentabilidad de los accionistas.

### 6.3. Relación entre las medidas de protección ante una OPA hostil y la estructura del gobierno corporativo de las empresas

En el siguiente gráfico 3, se evidencia que el 25% de las empresas no registraron tener mujeres como miembros de su junta directiva; de igual manera, el 25% de las empresas tampoco registraron de cuántos miembros está conformada su junta directiva. El 26% no registró tener al CEO como miembro de su junta directiva y el 31% de las empresas no registró tener la medida de protección de modificación estatutaria implementada en sus estatutos corporativos.

**Gráfico 3**  
**Relación entre las medidas de protección ante una OPA hostil y la estructura del gobierno corporativo de las empresas**



En promedio, la junta directiva de estas empresas está conformada por 9 miembros, esto independientemente de que, dentro de los miembros, se encuentre el CEO y/o mujeres, aunque en el gráfico se evidencia que, en

promedio, 27.090 mujeres hacen parte de la junta directiva de la gran mayoría de las empresas objetivo y, así entonces, son significativas dentro del modelo.

La conformación de la junta directiva como un mecanismo de control

del gobierno corporativo de las empresas está relacionada con las decisiones que se tomen para el futuro crecimiento de la empresa y de la riqueza de los accionistas; por ende, esto influye en la decisión por parte de los administradores de tomar una mayor o menor medida de protección ante una OPA hostil, teniendo en cuenta que estas empresas ya implementan una medida de protección preventiva, con el fin de mantener el control de su gobierno corporativo.

## 7. Conclusiones

El análisis desarrollado permite sostener que la adopción de mecanismos de protección frente a una OPA hostil no obedece únicamente a movimientos coyunturales del mercado. Por el contrario, esta decisión está estrechamente vinculada con las condiciones internas de la empresa. De manera particular, la evidencia indica que los elementos contables tienen un peso mayor que los indicadores tradicionales de desempeño operativo al momento de definir el tipo y la intensidad de las medidas defensivas que puede implementar el CEO.

En contextos de posible toma de control, los administradores parecen otorgar especial relevancia a la estructura patrimonial y al nivel de endeudamiento, ya que estos factores permiten valorar con mayor precisión el grado de exposición de la empresa. Así, la configuración financiera no solo describe la situación contable de la organización, sino que también funciona como referencia estratégica para anticipar riesgos.

Por otra parte, los mecanismos de gobierno corporativo adquieren una dimensión que va más allá del control interno. La composición de la junta

directiva y la inclusión de disposiciones estatutarias antitoma evidencian una lógica preventiva orientada a resguardar la estabilidad organizacional. Estas herramientas no solo inciden en la estructura de poder, sino que también condicionan la forma en que la empresa enfrenta escenarios de presión externa.

Desde el punto de vista teórico, los resultados dialogan con los postulados de la teoría de agencia al mostrar la tensión existente entre la preservación del control corporativo y la creación de valor para los accionistas. Sin embargo, los hallazgos también permiten interpretar las medidas defensivas como decisiones estratégicas que buscan garantizar la continuidad y sostenibilidad de la organización, más que como simples prácticas de atrincheramiento directivo.

En el ámbito práctico, el estudio sugiere que la vulnerabilidad frente a adquisiciones hostiles no depende únicamente del tamaño bursátil de la empresa, sino de la articulación entre su estructura financiera y su sistema de gobernanza. Esta perspectiva resulta relevante tanto para los órganos de dirección como para los reguladores del mercado.

En definitiva, es importante señalar que el análisis se circunscribe al contexto de empresas estadounidenses, lo cual limita la generalización de los resultados. Esto abre la posibilidad de realizar estudios comparativos en otros entornos normativos y económicos. Asimismo, futuras investigaciones podrían profundizar en los efectos de estas medidas sobre el valor empresarial en el largo plazo o examinar con mayor detalle la relación entre volatilidad bursátil y estrategias de defensa corporativa.

## Referencias

- Agrawal, A., & Knoeber, C. (1998). Managerial compensation and the threat of takeover. *Journal of Financial Economics*, 47(2), 219–239. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00044-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00044-5)
- Armour, J., Jacobs, J. B., & Milhaupt, C. J. (2011). The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework. *Harvard International Law Journal*, 52(1), 219–285. <https://law.stanford.edu/publications/the-evolution-of-hostile-takeover-regimes-in-developed-and-emerging-markets-an-analytical-framework/>
- Baldeón, F. (2013). *Medidas de protección societarias contra adquisiciones hostiles* [Tesis de grado, Pontificia Universidad Católica del Perú. Repositorio Institucional]. <https://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/4621>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Wang, C. C. Y. (2014). Golden parachutes and the wealth of shareholders. *Journal of Corporate Finance*, 25, 140–154. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.008>
- Bustamante, J., & Sánchez, D. (2022). *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) y reacción de precios en Suramérica* [Tesis de grado, Universidad EAFIT. Repositorio Institucional]. <https://repository.eafit.edu.co/handle/10784/31422>
- Cañas, V. L. (2018). *Propuesta de fusión y OPA hostil* [Tesis de grado, Universidad de Coruña]. RUC. <https://ruc.udc.es/dspace/handle/2183/23595>
- Cardona, G. H. (2014). Análisis de los impactos de los cambios del control corporativo sobre el valor de las empresas en América Latina. *Cuadernos de Economía*, 33(62), 163–197. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v33n62.43672>
- Citibank. (2012). *ABC del inversionista* (Cartilla No. 1). Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV). <https://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20120522175501.pdf>
- Chol, S. J., & Talley, E. L. (2001). *In defense of shareholder favoritism* (Working Paper No. 56). USC CLEO Research Paper Series. [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2254](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2254)
- Deans, G., Kröger, F., & Zeisel, S. (2002). *Merger endgames: Strategies for the wave of consolidation*. Springer.
- Díaz, H., Llanos, N., & Rubiano, S. (2022). *Análisis de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) y su efecto en el porvenir de la organización: Estudio de caso OPA del grupo Gilinski por Grupo Nutresa* [Trabajo de grado, Corporación Universitaria Minuto de Dios. Repositorio Institucional]. <https://repository.uniminuto.edu/handle/10656/15830>
- Dunn, J. (2022). *Intento hostil de adquisición en Twitter* <https://x.com/JaimeDunn/status/2024973911297831138>
- Forigua, R. J. (2008). Ofertas Públicas de Adquisición de Valores: ¿El nuevo régimen de oferta pública de adquisición en Colombia? *Revista de Derecho Privado*, (40). <https://repositorio.uniandes.edu.co/handle/1992/14294>
- Gelfand, M., Gordon, D., Li, C., Choi, V., & Prokopowicz, P. (2018). Una razón por la que fallan las fusiones: Las culturas no son compatibles. *Harvard Business Review*.

- Gómez, A., & Gómez, M. (2022). *Oferta Pública de Adquisición de acciones en Colombia: Una mirada desde el derecho comparado* [Tesis de grado, Universidad EAFIT. Repositorio Institucional]. <https://repository.eafit.edu.co/handle/10784/31102>
- Gonzales, S. (2019). *Posibilidades de defensa del órgano de administración ante una Oferta Pública de Adquisición de Acciones: Análisis comparativo con el derecho estadounidense* [Tesis de grado, Universidad Pontificia Comillas. Repositorio Institucional]. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/30048>
- Guarniz Izquierdo, R. A. (2010). Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición. *Ius Et Veritas*, (41), 170–184. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12117>
- Karpoff, J. M., Schonlau, R., & Wehrly, E. (2022). Which antitakeover provisions deter takeovers? *Journal of Corporate Finance*, 75, 102–218. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102218>
- Kataria, M., & Girish, E. (2021). Hostile takeovers: A comparative analysis of India and the United States. *International Journal of Law Management & Humanities*, 4(3), 55–60.
- Lanke, P., Totawar, A., Raghuraman, J., & Saravanan, P. (2022). Hostile takeovers, culture, and firm performance: A sensemaking and sensegiving perspective. *Journal of Strategy and Management*, 15(4). <https://doi.org/10.1108/JSMA-01-2022-0004>
- Maeijer, J. M. M., & Geens, K. (2024). *Defensive measures against hostile takeovers in the common market*. Brill.
- Marcos, F. (2006). El control de concentraciones como defensa frente a las OPAs hostiles: Reflexiones sobre el caso Oracle/Peoplesoft. *Anuario de la Competencia*, 201–230. <https://anuariocompetencia.fundacionico.es/files/2006/08.pdf>
- Marín Ximénez, J. N., & Ketelhöhn Escobar, W. (2005). *Fusiones y adquisiciones en la práctica*. Cengage Learning.
- Payet, J. (2021). OPAs hostiles y medidas de protección. *Themis Revista de Derecho*, (70), 245–256. <https://doi.org/10.18800/themis.201602.016>
- Plana, A. (2014). *Defensiva del target vía Staggered Board of directors (consejo de administración escalonado)*. Entre leyes y jurisprudencia. <https://www.leyesyjurisprudencia.com/2014/07/defensiva-de-la-target-via-staggered.html>
- Ramírez, X. (2017). *Fusiones y adquisiciones en época de crisis financiera y su impacto en el valor de mercado de las empresas y su gobierno corporativo* [Trabajo de grado, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Repositorio Institucional]. <http://hdl.handle.net/10553/42058>
- Rodríguez, S., & Torres, D. M. (2016). *Adquisiciones hostiles de compañías* [Trabajo de especialización, Pontificia Universidad Javeriana. Repositorio Institucional]. <http://hdl.handle.net/10554/41780>
- Sanz, B. (2020). *Los accionistas minoritarios ante la OPA hostil: Problemas actuales y propuestas alternativas* [Tesis de grado, Universidad Pontificia Comillas. Repositorio Institucional]. <http://hdl.handle.net/11531/54566>
- Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the

beholder? *The Journal of Finance*, 55(6), 2599–2640. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00301>

Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. 78m (1934). <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>

Thelisson, A. S. (2020). Management of failure in the merger process:

Evidence from a case study. *Journal of Business Strategy*, 42(1), 55–61. <https://doi.org/10.1108/JBS-03-2020-0046>

Vargas, D. (2019). *Conveniencia de la obligatoriedad en las ofertas públicas de adquisición en Colombia* [Tesis de grado, Pontificia Universidad Javeriana. Repositorio Institucional]. <http://hdl.handle.net/10554/46195>