

UNIVERSIDAD DE SALAMANCA

Facultad de Economía y Empresa

Departamento de Administración y Economía de la Empresa



Tesis Doctoral

**REGULACIÓN Y GOBIERNO
CORPORATIVO COMO MECANISMOS DE
CONTROL DEL USO
DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.
ESTUDIO COMPARATIVO DE
ESPAÑA Y REINO UNIDO**

José Elías Tobar Arias

Salamanca, 2011.

UNIVERSIDAD DE SALAMANCA

Facultad de Economía y Empresa

Departamento de Administración y Economía de la Empresa



Tesis Doctoral

**REGULACIÓN Y GOBIERNO
CORPORATIVO COMO MECANISMOS DE
CONTROL DEL USO
DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.
ESTUDIO COMPARATIVO DE
ESPAÑA Y REINO UNIDO**

Directores:

Dra. Esther B. Del Brío González

Dr. Alberto De Miguel Hidalgo

Doctorando:

José Elías Tobar Arias

Salamanca, 2011.

AGRADECIMIENTOS

Al terminar esta tesis, me gustaría dar las gracias a muchas personas cuyo apoyo, guía y ánimos fueron esenciales para llevar a feliz término este trabajo.

Antes de nada quiero expresar mi más sincero agradecimiento a mis directores, la Dra. Esther del Brío González y el Dr. Alberto de Miguel Hidalgo, por la oportunidad brindada. No obstante, quiero resaltar especialmente el apoyo académico y humano recibido de la Dra. Esther del Brío, ya que sin su soporte hubiese sido imposible alcanzar este objetivo.

Me gustaría también expresar mi gratitud al profesor Javier Perote por su ayuda en la etapa inicial de la investigación en temas metodológicos, la cual fue decisiva para emprender este viaje académico. De igual forma estaré siempre agradecido al Dr. Pablo Antonio Muñoz Gallego por su calidad humana, sus consejos y apoyo incondicional durante estos años.

Por último, pero no por ello menos importante, quiero expresar mis más profundo agradecimiento a mi pareja, Aiza Zuleima Buitrago, a quien dedico este trabajo, por su incondicional apoyo, cariño y tolerancia, y a la pequeña María José por darme su cariño y alegría haciendo más apacible el día a día.

ÍNDICE

— ÍNDICE —

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN AL ESTUDIO.....	27
I.1. INTRODUCCIÓN.....	27
I.2. OBJETIVOS DEL TRABAJO.....	30
I.2.1. Analizar la eficacia de la regulación como mecanismo exógeno de control, en diferentes contextos reguladores.	30
I.2.2. Evaluar la eficacia de la estructura de propiedad como mecanismo interno de control sobre el insider trading	32
I.2.3. Evaluar el impacto del consejo de administración como mecanismo interno de control sobre el insider trading	37
 CAPÍTULO II: INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO, DEBATE Y MARCO LEGAL DEL INSIDER TRADING	43
II.1. GOBIERNO CORPORATIVO	43
II.2. DEBATE LEGAL Y ECONÓMICO DEL <i>INSIDER TRADING</i>	46
II.3. REGULACIÓN DEL <i>INSIDER TRADING</i>	50
II.3.1. Regulación de los Estados Unidos.....	50
II.3.2. Regulación comunitaria	51
II.3.3. Marco legal sobre abuso del mercado en España y el Reino Unido.....	53
II.3.4. Análisis comparativo de la regulación sobre abuso del mercado	53
ANEXO CAPÍTULO II	65
 CAPÍTULO III: EFECTOS DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES. COMPARACIÓN ENTRE ESPAÑA Y EL REINO UNIDO.....	81
III.1. INTRODUCCIÓN	81
III.2. CONVENIENCIA Y EFECTIVIDAD DE LA REGULACIÓN DEL <i>INSIDER TRADING</i>	84
III.3. PRINCIPALES DIFERENCIAS EN EL MARCO LEGAL ENTRE EL REINO UNIDO Y ESPAÑA.....	86
III.4. REVISIÓN DE LA LITERATURA Y FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS.....	88

III.4.1. Rentabilidades anormales	88
III.4.2. Rentabilidades anormales por tipo de operación.....	89
III.4.3. Rentabilidad por tipo de insiders	90
III.5. DATOS, MUESTRA Y METODOLOGÍA	93
III.5.1. Fuentes de Datos.....	93
III.5.2. Características de la muestra	93
III.5.3. Metodología.....	98
III.6. RESULTADOS EMPÍRICOS.....	101
III.6.1. Rentabilidades anormales para la muestra global (compras y ventas agregadas).....	101
III.6.2. Rentabilidades anormales por tipo de operación.....	109
III.6.3. Rentabilidades anormales por tipo de insider.....	122
III.7. CONCLUSIONES.....	141

CAPÍTULO IV: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD E INSIDER TRADING 147

IV.1. INTRODUCCIÓN.....	147
IV.2. DIFERENCIAS INSTITUCIONALES ENTRE EL REUNIDO Y ESPAÑA	150
IV.2.1. Propiedad.....	150
IV.2.1.1. Concentración de propiedad.....	150
IV.2.1.2. Orientación del mercado de capitales.....	151
IV.2.1.3. Origen legal y protección al inversor	152
IV.2.1.4. Protección al accionista minoritario	153
IV.3. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS.....	153
IV.3.1. Estructura de propiedad.....	153
IV.3.1.1. Concentración de propiedad.....	153
IV.3.1.2. Propiedad directiva.....	157
IV.3.1.3. Tipo de accionista.....	159
IV.3.2. Variables de control.....	162
IV.4. DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA	165
IV.4.1. Fuentes de datos	165
IV.4.2. Características de la muestra	165
IV.4.3. Variables.....	171

IV.4.4 Metodología.....	173
IV.5. RESULTADOS	176
IV.5.1. Concentración de la propiedad	176
IV.5.2. Propiedad directiva.....	181
IV.5.3 Tipo de accionista	185
IV.5.4 Variables de control.....	191
IV.6 CONCLUSIONES.....	193
ANEXO CAPÍTULO IV	197
CAPÍTULO V: CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN E INSIDER TRADING	205
V.I. INTRODUCCIÓN.....	205
V.2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS	209
V.2.1. Tamaño del consejo	209
V.2.2 Independencia del consejo de administración	212
V.2.3. Permanencia del CEO en el cargo (CEO Tenure)	214
V.2.4. Permanencia del Consejero en el cargo (Director tenure).....	216
V.2.4. Relaciones interempresariales a través de los Consejos (interlock o interlocking).....	216
V.3 DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA	220
V.3.1. Fuentes de datos.....	220
V.3.2 Características de la muestra	220
V.3.3. Variables.....	225
V.4.4 Metodología.....	226
V.4 RESULTADOS	227
V.5 CONCLUSIONES.....	233
ANEXO CAPÍTULO V.....	235
CONCLUSIONES E IMPLICACIONES.....	241
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	251

ÍNDICE DE TABLAS

ÍNDICE DE TABLAS

1. TABLA II.1 - PRINCIPALES DIFERENCIAS REGULADORAS.....	63
2. TABLA II.A1 - PRINCIPALES NORMAL DEL INSIDER TRADING.....	67
3. TABLA III.1 - RETRASO MEDIO EN LAS COMUNICACIONES	87
4. TABLA III.2 - JERARQUÍA INFORMACIONAL	91
5. TABLA III.3 – RESUMEN DE HIPÓTESIS.....	92
6. TABLA III.4 – REINO UNIDO: DISTRIBUCIÓN DE OPERACIONES.....	95
7. TABLA III.5 ESPAÑA: DISTRIBUCIÓN DE OPERACIONES	96
8. TABLA III.6 – NUMERO DE OPERACIONES DE COMPRA POR TIPO DE <i>INSIDER</i>	97
9. TABLA III.7 NÚMERO DE OPERACIONES DE VENTA POR TIPO DE <i>INSIDER</i>	98
10. TABLA III.8 – REINO UNIDO: RENTABILIDADES ANORMALES Y RENTABILIDADES ANORMALES ESTANDARIZADAS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (COMPRAS Y VENTAS CONJUNTAMENTE - MODELO DE MERCADO).....	105
11. TABLA III.9 – REINO UNIDO: RENTABILIDADES ANORMALES Y RENTABILIDADES ANORMALES ESTANDARIZADAS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (COMPRAS Y VENTAS CONJUNTAMENTE - MODELO DE MERCADO AJUSTADO)	106
12. TABLA III.10 – ESPAÑA: RENTABILIDADES ANORMALES Y RENTABILIDADES ANORMALES ESTANDARIZADAS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (COMPRAS Y VENTAS CONJUNTAMENTE - MODELO DE MERCADO).....	107
13.. TABLA III.11 – ESPAÑA: RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (COMPRAS Y VENTAS CONJUNTAMENTE - MODELO DE MERCADO AJUSTADO).....	108
14..TABLA III.12 – TEST DE SIGNIFICACIÓN T-TEST Y W-TEST INTERVALOS DE INTERÉS DE LOS RETORNOS ANORMALES MEDIOS ACUMULADOS (TODA LA MUESTRA).....	109
15. TABLA III.13 – REINO UNIDO – COMPRAS RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO)	112
16. TABLA III.14 – REINO UNIDO – COMPRAS RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO AJUSTADO).....	113
17. TABLA III.15 ESPAÑA – COMPRAS RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	114

18. TABLA III.16 – ESPAÑA – COMPRAS RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO AJUSTADO).....	115
19. TABLA III.17 – REINO UNIDO – VENTAS RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS NORMALES ESTANDARIADO Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO)	116
20. TABLA III.18 – REINO UNIDO – VENTAS – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTADARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO AJUSTADO).....	117
21. TABLA III.19 – ESPAÑA – VENTAS – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO)	118
22. TABLA III.20 – ESPAÑA – VENTAS – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO AJUSTADO).....	119
23. TABLA III.21 TEST DE SIGNIFICACIÓN DE LOS RETORNOS ANORMALES MEDIOS ACUMULADOS POR TIPO DE OPERACIÓN PARA DISTINTOS INTERVALOS DE INTERÉS	121
24. TABLA III.22 – REINO UNIDO – COMPRAS – <i>CHAIRMAN (CHAIR)</i> – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	124
25. TABLA III.23 – REINO UNIDO – COMPRAS – CEO – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	125
26. TABLA III.24 – REINO UNIDO – COMPRAS – <i>FINANCIAL DIRECTOR(FD)</i> – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	126
27. TABLA III.25 – REINO UNIDO – COMPRAS – <i>FINANCIAL DIRECTOR & SECRETARY(FDS)</i> –	127
28. TABLA III.26 REINO UNIDO – COMPRAS – <i>MANAGING DIRECTOR (MD)</i> – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	128
29. TABLA III.27 – ESPAÑA – COMPRAS – <i>CONSEJEROS (CONSE)</i> RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	129
30. TABLA III.28 - ESPAÑA – COMPRAS – <i>No CONSEJEROS (No_CONSE)</i> –	130

31. TABLA III.29 – REINO UNIDO – VENTAS <i>CHAIRMAN(CHAIR)</i> –	131
32. TABLA III.30 – REINO UNIDO – VENTAS – CEO – RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	132
33. TABLA III.31 – REINO UNIDO – VENTAS – <i>FINANCE DIRECTOR (FD)</i> RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN	133
34. TABLA III.32 – REINO UNIDO – VENTAS – <i>FINANCIAL DIRECTOR & SECRETARY (FDS)</i> RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO)	134
35. TABLA III.33 – REINO UNIDO – VENTAS – <i>MANAGING DIRECTOR (MD)</i> RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	135
36. TABLA III.34 – ESPAÑA – VENTAS – <i>CONSEJEROS(CONSE)</i> RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	136
37. TABLA III.35 – ESPAÑA – VENTAS – <i>NO CONSEJEROS(NO_CONSE)</i> RETORNOS ANORMALES Y RETORNOS ANORMALES ESTANDARIZADOS Y TEST DE SIGNIFICACIÓN (MODELO DE MERCADO).....	137
38. TABLA III.36 – REINO UNIDO: TEST DE SIGNIFICACIÓN DE LOS RETORNOS ANORMALES MEDIOS ACUMULADOS PARA LAS OPERACIONES DE COMPRA POR TIPO DE <i>INSIDER</i>	138
39. TABLA III.37 – ESPAÑA – TEST DE SIGNIFICACIÓN DE LOS RETORNOS ANORMALES MEDIOS ACUMULADOS PARA LAS OPERACIONES DE COMPRA POR TIPO DE <i>INSIDER</i> ..	138
40. TABLA III.38 – REINO UNIDO – TEST DE SIGNIFICACIÓN DE LOS RETORNOS ANORMALES MEDIOS ACUMULADOS PARA LAS OPERACIONES DE VENTA POR TIPO DE INSIDER (DISTINTOS INTERVALOS DE INTERÉS)	139
41. TABLA III.39 – ESPAÑA – TEST DE SIGNIFICACIÓN DE LOS RETORNOS ANORMALES MEDIOS ACUMULADOS PARA LAS OPERACIONES DE COMPRA POR TIPO DE <i>INSIDER</i> (DISTINTOS INTERVALOS DE INTERÉS)	139
42. TABLA III.40 – RESUMEN DE HIPÓTESIS Y RESULTADOS	140
43. TABLA IV.1 – RESUMEN DE HIPÓTESIS.....	164
44. TABLA IV.2 – ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS – REINO UNIDO	166

45. TABLA IV.3 – DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN LA IDENTIDAD DEL PRINCIPAL ACCIONISTA – REINO UNIDO	167
46 TABLA IV.4 – ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS – ESPAÑA.....	169
47 TABLA IV.5 – DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN LA IDENTIDAD DEL PRINCIPAL ACCIONISTA – ESPAÑA	169
48 TABLA IV.6 – HIPÓTESIS DE CONTROL VS. HIPÓTESIS DE EXPROPIACIÓN - REINO UNIDO	177
49TABLA IV.7 – HIPÓTESIS DE CONTROL VS. HIPÓTESIS DE EXPROPIACIÓN – ESPAÑA...	180
50 TABLA IV.8 – HIPÓTESIS DE CONVERGENCIA VS. HIPÓTESIS ATRINCHERAMIENTO REINO UNIDO	183
51 TABLA IV.9 – HIPÓTESIS DE CONVERGENCIA VS. HIPÓTESIS ATRINCHERAMIENTO ESPAÑA	184
52 TABLA IV.10 – EFECTO DEL TIPO DE ACCIONISTA EN LA MAGNITUD DE LOS CARs DE LAS OPERACIONES DE COMPRA DE LOS <i>INSIDERS</i>	186
53 TABLA IV.11 – EFECTO DEL TIPO DE ACCIONISTA EN LA MAGNITUD DE LAS RENTABILIDADES ANORMALES DE LAS OPERACIONES DE COMPRA DE LOS <i>INSIDERS</i>	187
54 TABLA IV.12 – EFECTO DEL TÉRMINO DE ITERACIÓN ENTRE EL TIPO DE ACCIONISTA Y LA CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD SOBRE LAS RENTABILIDADES ANORMALES DE LAS OPERACIONES DE COMPRA DE LOS <i>INSIDERS</i>	188
55 TABLA IV.13 – EFECTO DEL TÉRMINO DE ITERACIÓN ENTRE EL TIPO DE ACCIONISTA Y LA PROPIEDAD DIRECTIVA SOBRE LAS RENTABILIDADES ANORMALES DE LAS OPERACIONES DE COMPRA DE LOS <i>INSIDERS</i>	190
56. TABLA IV.14 – RESUMEN DE HIPÓTESIS Y RESULTADOS	192
57. TABLA IV.A1 – MATRIZ DE CORRELACIONES. REINO UNIDO.....	201
58 TABLA IV.A2 – MATRIZ DE CORRELACIONES. ESPAÑA	202
59. TABLA V.1 – RESUMEN DE HIPÓTESIS	219
60. TABLA V.2 – CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA – REINO UNIDO.....	223
61. TABLA V.3 – CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA – ESPAÑA.....	224
62. TABLA V.4 – CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN E INSIDER TRADING – REINO UNIDO.	230
63. TABLA V.5 – CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN E INSIDER TRADING – ESPAÑA.....	231
64. TABLA V.6 – RESUMEN DE HIPÓTESIS Y RESULTADOS	232
65. TABLA V.A1 – MATRIZ DE CORRELACIONES REINO UNIDO	237
66. TABLA V.A2 – MATRIZ DE CORRELACIONES. ESPAÑA	238

ÍNDICE DE GRÁFICOS

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1 GRÁFICO III.1 REINO UNIDO – RENTABILIDAD ANORMAL	120
2 GRÁFICO III.2 – ESPAÑA – RENTABILIDAD ANORMAL	120
3 GRÁFICO IV.1 – DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL POR TIPO DE ACCIONITA REINO UNIDO	167
4 GRÁFICO IV.2 DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL POR TIPO DE ACCIONISTA ESPAÑA	170

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN AL ESTUDIO

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN AL ESTUDIO

I.1. INTRODUCCIÓN

La transparencia en los mercados de valores resulta fundamental para una eficiente asignación de recursos de capital, lo que exige que los diferentes agentes económicos dispongan de información real, relevante y oportuna que garantice una acertada toma de decisiones y una adecuada formación de precios de los diferentes títulos que se negocian. Sin embargo, este proceso puede verse afectado por lo que la literatura financiera ha denominado *imperfecciones del mercado* causadas por conflictos de interés y asimetrías informativas entre directivos y propietarios (Jensen y Meckling, 1976) o entre *insiders* y demás agentes del mercado que afectan a esta eficiencia y generan comportamientos oportunistas por la parte más informada, en detrimento de la parte menos informada (Fishman y Hagerty, 1992; Georgakopoulos, 1993; Goshen y Parchomovsky, 2001). La magnitud de estas imperfecciones y su efecto en la formación de precios depende, en parte, de los mecanismos de control de cada mercado, tanto externos como internos.

El *insider trading* es un comportamiento derivado de las asimetrías informativas que permiten a un grupo de personas denominadas *insiders*, las cuales normalmente tienen una relación laboral o funcional con la empresa, acceder a información privilegiada y a usarla posteriormente cuando realizan operaciones de mercado abierto, obteniendo de esta forma rentabilidades superiores a la media del mercado. Esto afecta a la eficiencia y al desarrollo de los mercados y por tanto al crecimiento económico y social de los países (Rajan y Zingales, 1998; Beck y Levine, 2000 y Demirgüç-Kunt, 1998 y 2002).

Por consiguiente, el estudio de las rentabilidades de las operaciones de los *insiders* corporativos, en relación con el uso de información privilegiada,¹ es un tema de enorme relevancia debido a sus implicaciones científicas (sobre la eficiencia del

¹ La rentabilidad de la operación de un *insider* refleja la materialidad de su ventaja informativa (Rogoff, 1964).

mercado) y políticas (efectividad de la regulación del *insider trading*). Su relación con la eficiencia de los mercados es básica dado que su estudio es vital para conocer el proceso por el cual la información privada llega a los mercados y es absorbida por los precios.

Dentro de los mecanismos externos de control, la regulación en general y la del mercado de valores en particular y el rigor de su aplicación se ha perfilado como uno de los factores exógenos más relevantes con relación al control de la información asimétrica entre *insiders* y demás agentes del mercado. En este sentido, los órganos de control de la mayoría de los mercados han dirigido sus esfuerzos a prevenir, investigar y sancionar el uso indebido de la información privilegiada (*insider trading*), con el fin de garantizar un trato justo y equitativo a los inversores y evitar el deterioro de la confianza en los mercados, tal y como lo demuestran Bhattacharya y Daouk (2002). No obstante, y a pesar del mayor grado de desarrollo y aceptación que ha mostrado la regulación del *insider trading* a través de los años, la evidencia obtenida en numerosos países sugiere que los directivos empresariales obtienen rentabilidades superiores a la media del mercado, lo cual contraviene la hipótesis fuerte de eficiencia de los mercados y pone en entredicho la forma a la hora de aplicar la regulación (Bhattacharya y Daouk, 2002 y Bris, 2005).

No obstante, existen diferencias tanto en la regulación como en su grado de cumplimiento a través de los mercados (La Porta, De Silanes, Shleifer y Vishny, 1998), que no solo pueden afectar a la eficiencia misma del mercado a la hora de incorporar nueva información en los precios de los títulos, sino que también pueden tener diferentes niveles de eficacia a la hora de prevenir comportamientos no maximizadores de los diversos agentes económicos. Sin embargo son escasos los estudios empíricos que permiten comparar la eficacia de la regulación en distintos entornos institucionales. En este marco, nuestro trabajo contribuye al desarrollo de la literatura del *insider trading* analizando dos mercados con importantes diferencias institucionales como son el mercado español y el británico, a fin de realizar el primer contraste existente en la literatura financiera que compara los efectos de la regulación del *insider trading* en paralelo, mediante el cálculo de la rentabilidad anormal obtenida por los *insiders* de uno y otro mercado en el mismo periodo y con exactamente la misma metodología de análisis.

Además de comparar la eficacia en la regulación del *insider trading* entre Reino Unido y España, y teniendo en cuenta la abundante evidencia empírica que soporta su relativo fracaso en términos de rentabilidades anormales en las operaciones de *insiders*, se hace necesario ampliar el estudio a otros mecanismos de control. En este sentido nuestro trabajo analiza los mecanismos internos de control que, bajo el paraguas del término gobierno corporativo, aglutina toda una serie de elementos que tratan de proteger a los inversores frente a los comportamientos oportunistas de los directivos (Fama y Jensen, 1983; Shleifer y Vishny, 1997). Sin embargo, la eficacia de estos mecanismos en la prevención del uso de información privilegiada por parte de los *insiders* ha sido escasamente estudiada; por tanto, cubrir este vacío en la literatura es un objetivo adicional del presente trabajo. Teniendo en cuenta la imposibilidad de abordar el estudio de todos los diferentes mecanismos de control asociados a un buen sistema de gobierno corporativo y su impacto en el *insider trading*, nos vamos a limitar a dos elementos de relevante importancia como son la estructura de propiedad y los consejos de administración.

La estructura de propiedad como mecanismo de control ha sido ampliamente estudiada y documentada, desde que Berle y Means (1932) establecieron como característica distintiva de la empresa moderna la separación entre propiedad y control y su posterior desarrollo desde el enfoque contractual de la empresa (Coase, 1937, Jensen y Meckling, 1976). Por otra parte, otro mecanismo de gran relevancia en el gobierno corporativo son los consejos de administración, los cuales han sido estudiados principalmente desde la perspectiva de la teoría de la agencia, es decir, desde su capacidad como mecanismo de control a la hora de evitar comportamientos oportunistas (Fama, 1980; Fama y Jensen 1983 y Jensen 1993).

Por lo tanto, la tesis que se plantea es que una regulación más estricta dentro del marco institucional limita la práctica del uso de información privilegiada. No obstante, la forma en que se intenta hacer operativa no parece cumplir su función en el control del *insider trading*. Esto exige profundizar en el conocimiento de cómo otros mecanismos internos y externos de control corporativo contribuyen también a la limitación de este comportamiento. De este modo, la estructura de propiedad o algunas de las características del consejo de administración, como elementos más importantes del

gobierno corporativo, resultan ser más efectivas en el control del uso de dicha información privada.

I.2. OBJETIVOS DEL TRABAJO

Una vez resaltada la importancia que tiene el *insider trading* en el mercado de valores (integridad del mercado y confianza de los inversores, exactitud de los precios) y en el ámbito político (efectividad de la regulación pública así como de la autorregulación empresarial), identificamos tres grandes objetivos a desarrollar en el presente trabajo:

I.2.1. Analizar la eficacia de la regulación como mecanismo exógeno de control, en diferentes contextos reguladores.

El primer objetivo es evaluar la regulación como mecanismo exógeno de control, analizando el grado en el que las diferencias reguladoras entre los mercados objeto de estudio afectan a las rentabilidades anormales de las operaciones de *insiders* (CAARs por su siglas en inglés: *cumulative average abnormal returns*); para ello abordamos de forma paralela el estudio de la rentabilidad de las operaciones de *insiders* corporativos y la reacción del mercado en dos mercados de valores de distinto ámbito regulador: la *London Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Londres - en adelante LSE) y el mercado continuo español (en adelante MC).

Hemos encontrado un gran número de trabajos que aportan evidencia indirecta de la ineficacia de la regulación del *insider trading*, demostrando que los *insiders* obtienen rentabilidades superiores a la media del mercado: Del Brio, Miguel y Perote, (2002), para España; Lakonishok y Lee (2001), Hillier y Marshall (2002), Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006), para el Reino Unido; Ravina y Sapienza (2010), Jeng, Metrick y Zeckhauser (2002), Ke, Hubbard y Petroni (2003), para los Estados Unidos; Betzer y Theissen (2009), para Alemania; Cziraki, Goeij y Renneboog (2010), para Holanda.

Asimismo hemos hallado otros trabajos que analizan situaciones puntuales de cambios en la regulación (generalmente relacionadas con un mayor rigor de la misma,

aumento en requerimientos de información, o restricciones temporales en la posibilidad de negociar por parte de los *insiders*), que aportan evidencia sobre la escasa o nula eficacia de la regulación sobre el *insider trading*. Haddock y Macey (1987) consideran que la regulación no corrige los desequilibrios informativos. Seyhun (1992), para el mercado de Estados Unidos, no encuentra que las nuevas sanciones aprobadas en ITSA² o ITSFEA³ tengan un impacto en la rentabilidad de las operaciones de los *insider*; Hillier y Marshall (1998), para el Reino Unido, determinan que, a pesar de la implantación de los periodos de censura, los *insider* obtienen rentabilidades anormales. Bris (2005) realiza un estudio de 4.541 adquisiciones de 52 países y descubre que el superior rigor (*enforcement*) de la regulación de *insider trading* está relacionado positivamente con una mayor incidencia y rentabilidad de dicho *insider trading*. Estrada y Peña (2002) concluyen que, para el mercado europeo, los *insiders* mantienen su capacidad de obtener rentabilidades anormales después de introducir la regulación de 1988 y 1994. Bhattacharya y Daouk (2002) llevan a cabo un estudio para 103 países en el que evidencian que la introducción de regulación de *insider trading* en los países no afecta al coste del capital, ya que sólo tiene un impacto en aquellos países donde se ha realizado un primer procesamiento penal por este delito. Jagolinzer (2009) analiza el impacto de SEC Rule 10b5-1 de octubre del 2000, regulación que permite a los *insiders* presentar un cronograma de sus operaciones de forma anticipada a posibles eventos corporativos que los sitúan en disposición de utilizar información privilegiada; este autor encuentra evidencia de que, si bien estos planes cambian el comportamiento transaccional de los *insiders* y los expone a un menor riesgo legal, las rentabilidades del *insider trading* siguen siendo altas. Jagolinzer (2007), usando una muestra de un periodo de 24 años de operaciones de *insiders* en Estados Unidos, halla que los *insiders* cambian su actividad de periodos que preceden a periodos que siguen a los anuncios de ganancias, especialmente después de la aprobación de la ITSFEA de 1988; sin embargo, no encuentra evidencia sobre una disminución de la rentabilidad del *insider trading*, lo que sugiere que estos cambios en el comportamiento transaccional del *insider* sólo obedecen a una disminución en la exposición del riesgo de la empresa.

Entre los pocos trabajos que soportan la eficacia de la regulación del *insider trading*, Garfinkel (1997), para Estados Unidos, observa cambios en el comportamiento

² ITSA: *Insider Trading Sanctions* of 1984.

³ ITSFEA: *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* of 1988.

operacional (*timing*) del *insider trading* en torno al anuncio de ganancias después de aplicar la ITSFEA, ley que aumentaba considerablemente las penas por esta práctica de mercado. Bettis, Coles y Lemmon (2000), también para el mercado americano, descubren evidencias de que las restricciones impuestas por las propias empresas (*self-regulation*) son efectivas a la hora de reducir el *insider trading*. Beny (2005), para una muestra de 33 países, señala que una regulación más estricta de *insider trading* está asociada con una mayor exactitud en los precios de las acciones y una mayor liquidez de mercado para las acciones.

Entre los objetivos específicos de este apartado podemos citar los siguientes:

- Aportar nueva evidencia sobre la rentabilidad de las operaciones de *insiders* corporativos de España y el Reino Unido, considerando que la obtención de rentabilidades superiores a la media del mercado puede ser indicio de ventajas informativas por parte de los *insiders*, en línea con Del Brio, Miguel y Perote (2002), para España, y Hillier y Marshall (2002), Friederich, Gregory, Matatko, y Tonks (2002), Fidrmuc, Goergen y Renneboog, (2006) para el Reino Unido.
- Analizar las diferencias en términos de rentabilidad anormal de las operaciones de *insiders* que se producen entre los dos mercados como consecuencia de las diferencias regulatoras. Igualmente, se analiza el proceso de ajuste de precios posterior a las operaciones de los *insiders*; es de esperar que las diferencias en el grado de coerción y eficacia de la regulación en cada mercado afecten al proceso de incorporación de nueva información al título, lo cual permitirá manifestarnos sobre la *hipótesis semifuerte* de eficiencia del mercado.

I.2.2. Evaluar la eficacia de la estructura de propiedad como mecanismo interno de control sobre el *insider trading*

Los argumentos de Berle y Means (1932) sobre los peligros de una propiedad difusa inspiraron la regulación de valores de los años treinta, la cual buscaba proteger a un grupo de accionistas dispersos de los directivos profesionales (Holderness, 2003). Esa misma noción de propiedad difusa y administradores profesionales es retomada por Jensen (1976), Fama y Jensen (1983) y Jensen (1989), donde en el marco de la teoría de

la agencia resaltan los costes que dicha separación entre propiedad y control generan a la empresa. La premisa central de la teoría de la agencia es que los directivos están más interesados en su propio beneficio (*self-interested*) y por tanto sus decisiones no están orientadas necesariamente a la maximización del valor para los accionistas. En este sentido, la estructura de propiedad se ha utilizado como un importante instrumento de gobierno corporativo orientado a resolver estos conflictos de interés entre propietarios y directivos, principalmente desde la concentración de la propiedad y la propiedad directiva, y más recientemente desde la identidad del gran accionista.

- ***Concentración de la propiedad***

Desde el enfoque de *la hipótesis de control* se considera que la presencia de grandes accionistas mejora el control de la actividad directiva y, por tanto, tiene un impacto positivo en el valor empresarial. En este sentido, Grossman y Hart (1986) argumentan que los accionistas con una importante participación en el capital de la empresa muestran más deseos de tener un rol activo en las decisiones empresariales debido a que en parte se puede internalizar los beneficios de su esfuerzo de control. Por otro lado, existen trabajos que han identificado costes asociados a ciertos niveles de concentración de propiedad que pueden superar sus beneficios como, por ejemplo, el mayor riesgo que asume el gran accionista por su escasa diversificación (Demsetz y Lehn, 1985). Pero un problema asociado a propiedades concentradas que ha llamado la atención de los académicos en los últimos años es el conflicto que este tipo de estructuras genera entre pequeños y grandes accionistas. Los grandes accionistas representan sus propios intereses, los cuales no necesariamente coinciden con los intereses de otras partes afectadas, especialmente con los intereses del pequeño accionista. Por tanto en estos escenarios pueden darse conductas expropiatorias de los accionistas dominantes hacia el pequeño inversor, lo que en la literatura financiera se conoce como *hipótesis de expropiación* (Shleifer y Vishny, 1997). Por último, trabajos como los de Gedajlovic y Shapiro (1998) sugieren que la relación propiedad/desempeño puede ser no lineal; a bajos niveles puede servir como mecanismo de alineación, pero a niveles superiores su efecto puede ser negativo al valor empresarial. En otras palabras los resultados de Gedajlovic y Shapiro (1998) sugieren la posibilidad de la coexistencia de ambas hipótesis para diferentes niveles de concentración de propiedad.

Los trabajos que abordan el problema de la concentración de la propiedad y el *insider trading* lo hacen principalmente desde un enfoque legal, como es el caso de Demsetz (1986) y Bhide (1993). Estos autores plantean una relación positiva entre concentración de la propiedad e *insider trading*, considerando que los beneficios obtenidos del *insider trading* es la compensación que el gran accionista demanda por asumir mayores riesgos. Según Beny (2005, 2007), los resultados de estos trabajos indican que el mayor rigor en la regulación de *insider trading* está asociado generalmente con una propiedad más dispersa, mayor exactitud de los precios y una mayor liquidez de mercado.

Trabajos más relacionados con nuestro tema de investigación los encontramos en la literatura de gobierno corporativo. Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006), para Reino Unido, encuentran que la presencia de grandes accionistas externos reduce las rentabilidades anormales. Rozanov (2008), para una muestra de empresas americanas, apunta una relación negativa entre tamaño del consejo, independencia del consejo, concentración de la propiedad e *insider trading*. Betzer y Theissen (2009), para Alemania, señalan mayores rentabilidades anormales en aquellas empresas con capital disperso (*widely held firms*).⁴

En este sentido, el objetivo general de este apartado es analizar el impacto que tiene la concentración de propiedad en el *insider trading*, lo que nos permitirá contrastar las dos hipótesis en competencia en la literatura, por un lado, *la hipótesis de control*, en línea con Shleifer y Vishny (1986), y, por otro, *la hipótesis de expropiación*, en línea con Shleifer y Vishny (1997).

- ***Propiedad Directiva***

Ante la imposibilidad de elaborar contratos completos entre propietarios y directivos, estos últimos terminan apropiándose de importantes derechos de control que les permite asumir comportamientos oportunistas. Por tanto, para reducir esta discrecionalidad directiva y hacer que sus decisiones estén orientadas a la maximización

⁴ Los autores consideran que una empresa tiene el capital disperso (*widely held firm*) si no tiene un accionista que posea al menos el 25% o más del capital. Sin embargo, cabe matizar que la relación positiva entre empresas con capital disperso y rentabilidades anormales de los *insiders* no se mantiene cuando incorporan otras variables al modelo (análisis multivariante).

del valor para los accionistas, se crean mecanismos alternos de alineación de intereses, entre los que la participación directiva en la propiedad ha sido de gran relevancia (Jensen y Meckling, 1976; Jensen y Murphy, 1990a y 1990b). Este enfoque se conoce en la literatura como *hipótesis de convergencia de intereses*, según la cual el valor de la empresa aumenta uniformemente en la medida en que aumenta la propiedad directiva, ya que dicha participación genera los incentivos necesarios en los directivos para la maximización del valor.

Al igual que en la concentración de la propiedad, la literatura financiera ha identificado una serie de desventajas de la propiedad directiva, denominada *hipótesis de atrincheramiento*, según la cual ciertos niveles de propiedad permiten al directivo blindarse ante medidas disciplinarias tanto de los accionistas como del mercado (Demsetz, 1983; Fama y Jensen, 1983). Por último, trabajos como los de Morck, Shleifer y Vishny (1988) y McConnell y Servaes (1990), sugieren la posibilidad de una relación no monótona entre propiedad directiva y valor de mercado de la empresa.

En escenarios de gran discrecionalidad, el directivo puede desvincularse del objetivo de crear valor empresarial y utilizar su posición privilegiada para llevar a cabo operaciones de *insider trading*, aunque esto no es incompatible con la hipótesis de valor. En este sentido, los trabajos que abordan el estudio de la relación entre propiedad directiva e *insider trading* son realmente escasos y con resultados contradictorios; por ejemplo, Firdmuc, Goergen y Renneboog (2006), para Reino Unido, encuentran una relación negativa entre la propiedad directiva y las rentabilidades anormales de las operaciones de *insiders*; Betzer y Theissen (2009), para Alemania, hallan una relación positiva entre la propiedad directiva y la magnitud de las rentabilidades anormales, especialmente en empresas que son controladas por directivos; Cziraki, Goeij y Renneboog (2010), para una muestra de empresas holandesas, muestran una relación positiva entre todas las categorías de *insiders* y las rentabilidades anormales acumuladas para el periodo (0,+40).

En este apartado, el objetivo es analizar el impacto que tiene la propiedad directiva sobre el *insider trading*. Al igual que para el análisis de concentración de propiedad, nos permitimos contrastar de forma conjunta las dos hipótesis en competencia que plantea la literatura financiera: por un lado, *la hipótesis de*

convergencia, en línea con Jensen y Meckling (1976), y por otro, *la hipótesis de atrincheramiento*, en línea con Demsetz (1983), Fama y Jensen (1983).

- ***Tipo de accionista***

La identidad de los accionistas y el nivel de control que pueden ejercer es un tema de reciente interés, en la medida en que entre ellos pueden existir diferencias relacionadas con sus propios objetivos, su aversión al riesgo, su nivel de riqueza, su forma de ejercer el control directivo, etc. En este sentido, encontramos trabajos como los de Holderness y Sheeman (1988) que sugieren que la capacidad e incentivos de los accionistas para ejercer el control dependen de su tipología. Thomsen y Pedersen (2000), clasificando la identidad del *insider* dominante, establecen una relación positiva entre el valor de mercado de la empresa y la identidad del gran accionista cuando este es una institución financiera u otra empresa, mientras que la propiedad estatal reduce el valor de mercado y la propiedad de familias no tiene ningún impacto.

En cuanto a la relación entre tipo de accionista y el *insider trading*, existen algunos trabajos como los de Fidrmuc, Goergen, y Renneboog (2006) que muestran una relación negativa entre el tipo de accionista, cuando este resulta ser una empresa, y el *insider trading*. Rozanov (2008) obtiene una relación positiva entre el tipo de accionistas institucional, cuando este es un inversor transitorio, y el *insider trading*, y negativa cuando este es un inversor institucional dedicado. En el caso de Betzer y Theissen (2009), los resultados de su análisis univariante sugieren una relación positiva entre la identidad del principal accionista, cuando este es una empresa o individuo, y el *insider trading*.

En este apartado, el objetivo es analizar el impacto que tiene el tipo de accionista en el *insider trading*. Ponemos especial énfasis en el impacto sobre las rentabilidades anormales cuando el accionista dominante es una entidad bancaria, teniendo en cuenta la relevancia para el mercado español de este mecanismo de financiación y el hecho de ser una importante diferencia institucional entre este mercado y el del Reino Unido.⁵

⁵ La forma en que se financian las empresas, el nivel de desarrollo y la liquidez de los mercados es una importante diferencia institucional entre España y el Reino Unido; por ejemplo, Rajan y Zingales (1995) clasifica *market* versus *bank-oriented* los países del G7, donde resalta estas diferencias. Los países

I.2.3. Evaluar el impacto del consejo de administración como mecanismo interno de control sobre el *insider trading*

El consejo de administración es, sin lugar a dudas, uno de los principales mecanismos internos de gobierno corporativo. A través de él, los accionistas controlan a sus altos ejecutivos y aseguran la creación de valor (Fama y Jensen, 1983; Jensen, 1993). Guiados por este concepto de control del consejo de administración, se genera una gran cantidad de trabajos empíricos centrados principalmente en analizar la eficacia de algunas de las características de los consejos (tamaño, composición y funcionamiento) a la hora de controlar comportamientos oportunistas de los altos ejecutivos y asegurar un buen rendimiento empresarial. Sin embargo, los grandes escándalos iniciados a principios del año 2000, en empresas de los Estados Unidos y Europa, motivaron cambios tanto en la regulación⁶ como en las recomendaciones de los diferentes códigos de buen gobierno; en esta misma medida se ha renovado el interés de los académicos por evaluar la efectividad de los consejos en el buen gobierno de la empresa.

Dentro de las características de los consejos más estudiadas en la literatura encontramos las siguientes:

a) Tamaño del consejo: existe cierto consenso en la literatura al considerar que un consejo de gran tamaño tiene un efecto negativo en el desempeño de la empresa (Baysinger y Butler, 1985; Yermack, 1996, Eisenberg, Sundgren y Wells, 1998; Rosenstein y Wyatt, 1997; Klein, 1998; Fernández, Gómez y Fernández, 1998; Andrés, Azofra y López, 2005);

b) Composición del consejo: en este sentido, no existe unanimidad en cuanto a la relación entre el porcentaje de consejeros externos y el valor de la empresa; por un lado, existen trabajos que han soportado una relación positiva entre el ratio de consejeros externos (independientes) y el desempeño de la empresa (Baysinger y Butler, 1985; Rosenstein y Wyatt, 1990; Renneboog, 1996; Renneboog, 2000; Sundaramurthy y

orientados a la banca (donde se incluye Japón, Alemania, Francia e Italia) caracterizados por el peso de la banca en el proceso de financiación de las empresas y los orientados al mercado (donde se incluye Estados Unidos, Reino Unido y Canadá).

⁶ *Sarbanes-Oxley Act* of 2002, que introduce responsabilidades penales para el consejo. De igual forma, en el año 2002 la Bolsa de Valores de New York (NYSE) y el NASDAQ modificaron su regulación para exigir que los consejos de empresas que cotizan en dichos mercados tuviesen mayoritariamente miembros independientes.

Lewis, 2003); por otro lado, otros trabajos no han encontrado ninguna relación entre la independencia del consejo y el desempeño o incluso la encuentran negativa (Hermalin y Weisbach, 1991; Bhagat y Black, 1999);

c) Comisiones: como una forma de mejorar el desempeño del consejo se ha establecido la delegación de tareas a pequeñas comisiones, entre las que la comisión de auditoría es la de mayor relevancia. Existe alguna evidencia empírica que relaciona la presencia de comisiones con el desempeño de la empresa (Klein, 1998);

d) Frecuencia de las reuniones: existe un pensamiento según el cual el número de reuniones es una señal del nivel de control del consejo; por tanto, teóricamente se esperaría una relación positiva entre el número de reuniones y el desempeño de la empresa; sin embargo, la evidencia empírica es limitada y parece señalar que un aumento del número de reuniones del consejo obedece más a comportamientos reactivos de la empresa ante un pobre desempeño que a comportamientos proactivos para evitarlo (Vafeas, 1999).

Los resultados de los anteriores estudios han tenido un fuerte impacto en la gobernanza de las empresas, principalmente a través de los códigos de buen gobierno, incorporando casi todas recomendaciones relacionadas en especial con la reducción del tamaño del consejo, el aumento del número de consejeros externos (independientes) y la creación de comisiones, entre otras.

Sin embargo, a pesar de la importancia del consejo de administración como mecanismo interno de gobierno, y de la importancia que tiene el *insider trading* tanto en la empresa como en el mercado, existen muy pocos trabajos que analicen la eficacia de las características de los consejos, identificadas por la literatura como elementos esenciales de un buen sistema de gobierno en la prevención o reducción del *insider trading*. Entre los escasos trabajos encontrados tenemos a Rozanov (2008), el cual obtiene una relación positiva entre el tamaño del consejo y el *insider trading* y una relación negativa entre medidas de independencia del consejo y el *insider trading*. Ravina y Zapiensa (2010), para una muestra de empresas de Estados Unidos, demuestran que los miembros independientes del consejo logran rentabilidades anormales en operaciones en acciones de su empresa, en la misma proporción que su contraparte ejecutivo.

En este apartado, el objetivo general es analizar el impacto que tienen algunas características de los consejos de administración (tamaño, composición y funcionamiento) sobre el *insider trading*. Como variables específicas analizaremos las siguientes:

(i) El tamaño del consejo: en este sentido, y de acuerdo con la literatura previa que sugiere mayores desventajas en un consejo de gran tamaño (Yermack, 1996), esperaríamos una relación positiva entre el tamaño del consejo y el *insider trading*.

(ii) Independencia del consejo: teniendo en cuenta las posibles ventajas de un consejo con una mayoría de miembros independientes (Robenstein y Wyatt 1990; Renneboog, 1996; Weisbach, 1998 y Renneboog, 2000), esperaríamos encontrar una relación negativa entre el ratio de consejeros independientes y rentabilidades del *insider trading*.

(iii) Permanencia del primer ejecutivo en el cargo (*CEO tenure*): considerando los resultados de trabajos previos que sugieren una relación negativa entre la permanencia en el cargo del CEO y el gobierno corporativo (Hermalin y Weisbach, 1998; Hermalin, 2005), esperaríamos encontrar una relación positiva entre el tiempo de permanencia del CEO y las rentabilidades del *insider trading*.

(iv) Permanencia del consejero en el consejo (*Director's tenure*): los trabajos sobre la antigüedad de los consejeros no son muy abundantes, sin embargo, existen dos enfoques diferentes: por un lado se resaltan las ventajas de la permanencia del consejero en una misma empresa, la cual genera en el consejero un mayor conocimiento sobre la empresa y su entorno, lo que se traduce en un mayor compromiso y competencia en la administración de la empresa (Vafeas, 2003); en esa misma línea, Bebchuk, Fried y Walker (2002) consideran que los consejeros con mayor antigüedad tienen más probabilidades de criticar y desafiar las decisiones del CEO, en comparación con los consejeros menos antiguos; por otro lado, encontramos el enfoque que considera que una mayor antigüedad del consejero crea mayores vínculos de amistad con la gerencia, lo que repercute en un menor control del consejero sobre el comportamiento directivo (Vafeas, 2003; Byrd, Cooperman y Wolfe, 2010); en todo caso nos inclinamos a pensar que las desventajas del mayor tiempo de permanencia del consejero en consejo superan a las ventajas, por tanto, esperaríamos una relación positiva con el *insider trading*.

(v) Relaciones interempresariales: desde una perspectiva relacional, una variable de especial interés es la capacidad que poseen las empresas y sus directivos para acceder a importantes fuentes de información privada al compartir consejeros con otras

empresas, lo que en la literatura financiera se conoce como “*interlok*” o “*interlocking*” (Schnake, Fredenberger y Willians, 2005; Bhagat y Black, 1999; Zahra y Pearce, 1989). Esperaríamos, entonces, que a mayor intensidad de estas relaciones, mayor rentabilidad del *insider trading*, teniendo en cuenta el mayor acceso a información privilegiada por parte de los consejeros que participan en dichas redes.

En definitiva, el presente trabajo ofrece el contraste empírico del efecto que los factores de control, tanto internos como externos, pueden ejercer sobre las rentabilidades del *insider trading*; de igual forma, la reacción del mercado en el periodo postevento nos permitirá manifestarnos sobre el grado de eficiencia de los mercados. Para ello, como factor de control externo hemos elegido el papel de la regulación y el entorno institucional, y como factores internos, la concentración de la propiedad y los consejos de administración.

Una vez identificados y delimitados los objetivos, el presente trabajo se estructura como sigue: en el segundo capítulo se presenta una breve introducción al concepto de gobierno corporativo, se realiza una revisión de los principales argumentos a favor y en contra de la regulación del *insider trading* y se realiza una revisión de la regulación del *insider trading* en los Estados Unidos (como país pionero de esta regulación), y en Europa, en particular los casos de España y del Reino Unido. En el capítulo tres calculamos las rentabilidades anormales de las operaciones de los *insiders* corporativos, y analizamos la reacción del mercado a corto plazo, aplicando una metodología de estudios de eventos. En el capítulo cuatro mostramos el impacto de la estructura de propiedad en el *insider trading*; específicamente analizamos la relación entre concentración de la propiedad, propiedad directiva y tipos de inversor con el *insider trading*. En el capítulo quinto abordamos algunas características de los consejos de administración, consideradas por la literatura como elementos adecuados de un buen sistema de gobierno corporativo y valoramos su impacto en las rentabilidades del *insider trading*. Por último, resaltamos las principales conclusiones e implicaciones del presente estudio.

CAPÍTULO II

INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO, DEBATE Y MARCO LEGAL DEL INSIDER TRADING

CAPÍTULO II

INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO, DEBATE Y MARCO REGULADOR DEL INSIDER TRADING

II.1. GOBIERNO CORPORATIVO

La separación entre propiedad y control, descrita por Berle y Means (1932), y establecida como el sello distintivo de la empresa moderna, genera una serie de conflictos que han sido abordados principalmente desde el enfoque contractual de la empresa (Coase, 1937, Jensen y Meckling, 1976, Fama y Jensen, 1983a,b) y conocido como problema de agencia. Debido a la imposibilidad de elaborar contratos completos entre propietarios y directivos, y especialmente en la dificultad de establecer cómo se asignan los derechos residuales del control (derechos para la toma de decisiones en circunstancias no totalmente previstas en el contrato tal y como señalan Grossman y Hart, 1986; Hart y Moore, 1990), los directivos tienden a apropiarse de importantes derechos de control en la asignación de recursos (Shleifer y Vishny, 1997).

La solución de los problemas de agencia (conflictos de intereses y asimetrías informativas) ha generado una extensa literatura relacionada con la búsqueda de mecanismos que permitan disminuir los costes y distorsiones que este conflicto causa en la actividad empresarial. Y es el gobierno corporativo el concepto que abarca toda esta serie de mecanismos que la literatura ha identificado como eficaces a la hora de asegurar que los directivos actúen en línea con los intereses de los accionistas y no en su propio beneficio. A pesar de que el concepto de gobierno corporativo lleva muchos años, en la última década ha cobrado gran relevancia, producto de los recientes escándalos en grandes empresas tanto en Estados Unidos como en Europa (Enron, World.Com, Tyco, Global Crossing, Adelphia, Vivendi, EuroDisney, Parmalat, entre otras). Situación que ha generado una serie de cambios en la regulación y nuevas exigencias a las empresas cotizadas y a sus gestores con la finalidad de elevar los estándares éticos de los negocios (estas nuevas exigencias serán tratadas con mayor profundidad en el capítulo V del presente trabajo).

Existe una gran variedad de definiciones de gobierno corporativo; una de las más comunes es la proporcionada por *Cadbury Report*:⁷ “*el gobierno corporativo es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas*”. Algunas de las principales características de un buen gobierno corporativo identificadas por el Banco Mundial son: “...*Transparencia (divulgación financiera pertinente, información operacional y de procesos internos de la administración de la supervisión y el control); protección y exigibilidad de los derechos y prerrogativas de todos los accionistas; y, consejeros capaces de aprobar independientemente las estrategias de la empresa, planes de los principales negocios y tomar decisiones independientemente, contratar al gerente, controlar su desempeño e integridad y remplazarlo cuando sea necesario.*”

La literatura financiera generalmente ha clasificado estos mecanismos de control orientados a disminuir los costes de agencia en: *mecanismos de control externos e internos*. Dentro de los *mecanismos externos* más destacados encontramos: el mercado del control corporativo (Grossman y Hart, 1980), la competencia en el mercado de bienes y servicios (Hart, 1983), competencia en el mercado del trabajo (Fama, 1980), el mercado de capitales (Jensen, 1991; Demigüç_Kunt y Maksimovic, 1996), y la protección legal del inversor (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2002a).

Dentro de los *mecanismos de control interno* se destacan los consejos de administración, la estructura organizativa de la empresa (Jensen, 1993), la concentración de la propiedad (Cubbin y Leech, 1983; Leechy Leahy, 1991), incentivos a los directivos (Jensen y Meckling, 1976), la deuda (Grossman y Hart, 1982 y Jensen, 1986), los dividendos (Easterbrook, 1984 y Jensen, 1986). Los informes de auditoría (Aguilar y Diaz, 2009). De igual manera, existen trabajos que han analizado de forma conjunta mecanismos tanto externos como internos encontrando una complementariedad entre ellos (Lozano, Miguel y Pindado 2005).

Sin embargo, existen comportamientos oportunistas que aún siendo un producto directo de la separación entre propiedad y control, van aún más allá en la manifestación de la discrecionalidad del directivo y necesitan de una mayor eficacia de los mecanismos de control. Este es el caso del uso de información privilegiada por parte de

⁷ Código de Reino Unido publicado en 1992, el cual contenía una serie de recomendaciones orientadas a elevar los estándares de gobierno corporativo.

directivos y otros agentes cercanos al día a día de la empresa en el momento de negociar acciones de la propia empresa, el cual pasa de ser un conflicto directo entre directivos y accionistas a ser un problema de mayor complejidad y alcance, que puede afectar al propio funcionamiento de los mercados financieros, puesto que se trata del conflicto generado por un grupo que posee información relevante de la empresa denominados *insiders*. En este grupo se incluyen directivos y cualquier persona que tenga acceso privilegiado a información no pública de una empresa, así como grandes accionistas, consultores financieros, bancos, auditores, abogados, y otras partes relacionadas (Clacher, Hillier y Lhaopadchan, 2009) además de grupos menos informados denominados *outsiders* (generalmente son pequeños accionistas y potenciales adquirientes de las acciones de la empresa).

A pesar del mayoritario acuerdo en el ámbito académico, y jurídico, sobre los efectos negativos del *insider trading* sobre la justicia, integridad y equidad del mercado de valores, la gran mayoría de trabajos teóricos y empíricos sobre gobierno corporativo han obviado el papel que este puede representar sobre la prevención del *insider trading*, más centrados (los trabajos de gobierno) en su eficacia sobre la creación de valor. Además, los pocos trabajos que han abordado su estudio no presentan resultados concluyentes, por ejemplo: Gompers, Ishii y Metrick (2003) diseñan un índice de gobierno corporativo que sin embargo no tiene relación alguna con el *insider trading*. Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006), para Reino Unido, encuentran que la presencia de grandes accionistas externos reduce los beneficios del *insider trading*. Betzer y Theissen (2009), en sus resultados para Alemania, sugieren una relación negativa entre concentración de propiedad e *insider trading*. Rozanov (2008) para Estados Unidos, obtienen una relación negativa entre tamaño del consejo, independencia del consejo, concentración de propiedad e *insider trading*. Ravina y Sapienza (2010), para Estados Unidos, encuentran una relación negativa entre retornos anormales de las operaciones de consejeros y gobierno corporativo. Cziraki, Goeij y Renneboog (2010), demuestran una relación positiva entre medidas de gobierno corporativo e *insider trading*, justificando esta relación como una evidencia en contra de la *hipótesis de control*, y a favor de la *hipótesis de sustitución*.

Dentro del enfoque de gobierno corporativo, nuestro trabajo analizará cómo pueden afectar dos importantes mecanismos de control interno (la estructura de

propiedad y el consejo de administración) en el *insider trading* tomando como proxy, la magnitud de las rentabilidades anormales acumuladas de las operaciones de compra de los *insiders* corporativos en la ventana del evento. Para ello tomamos dos contextos nacionales de gobierno corporativo dispares, Reino Unido y España, lo cual aportará evidencia sobre el papel que juegan las diferencias institucionales de gobierno corporativo en la relación *control - insider trading*. Con ello, y unido al estudio del impacto de la regulación como mecanismo externo de control sobre el *insider trading*, confiamos en poder ofrecer una imagen lo más nítida posible de los elementos de control y su eficacia a la hora de reducir o prevenir el *insider trading*.

II.2. DEBATE LEGAL Y ECONÓMICO DEL *INSIDER TRADING*.

Existe abundante literatura económica y legal que aborda el análisis de la conveniencia o no de regular el uso de información privilegiada. Los defensores de la regulación manifiestan que es la mejor forma de garantizar un trato justo e igualitario a los inversores. Por otro lado, los defensores de la desregulación generalmente acuden a argumentos relacionados con la eficiencia del mercado, pues consideran que restringir el uso de información hace al mercado menos eficiente.

Una primera visión positiva del *insider trading* de mayor relevancia en la literatura es la expuesta por Manne (1966 a, b, 1967), trabajos en los que subyacen dos ideas principales en apoyo de su argumentación: (i) contribución a la eficiencia del mercado, mediante la incorporación de nueva y valiosa información a través de las operaciones de *insiders*, lo cual contribuye a una correcta formación de precios; (ii) la alineación de intereses entre directivos y accionistas, para reducir los conflictos de agencia, por ser un adecuado esquema de compensación de los directivos de grandes empresas que permite la actualización de su contraprestación en proporción a su capacidad de innovación.

Los argumentos de Manne fueron retomados en un trabajo posterior por Carlton y Fischel (1983), quienes determinan que el *insider trading* además de ser un medio que lleva información relevante y sensible a los precios al mercado de manera rápida, también permite a los accionistas despedir con un menor coste a los directivos con pobre desempeño, teniendo en cuenta que los contratos de compensación *ex ante* son

inadecuados porque requieren costosas renegociaciones posteriores, de acuerdo con los resultados y el esfuerzo observado. Por el contrario, contratos de compensación ligados al *insider trading* permiten actualizar los esquemas de compensación en proporción con la nueva información que el directivo produzca, sin incurrir en costosas renegociaciones. Además de incentivar a los directivos a producir información valiosa, les motiva a innovar y a asumir proyectos con un mayor nivel de riesgo. Por último, estos autores concluyen que los inversores desinformados que con frecuencia negocian en el mercado de valores toman su decisión independiente de la existencia de información asimétrica.

Wolfson (1987) y Givoly y Palmon (1985) por su parte consideran al *insider trading* como un medio de señalización que permite al mercado reaccionar más rápidamente en la dirección adecuada y, por tanto, contribuye a la adecuada formación de precios. También en esta línea se encuentra el trabajo de Bagby (1987), quien considera que los beneficios obtenidos del uso de información privilegiada son un incentivo que permite que se den muchos de los mecanismos que contribuyen a la eficiencia del mercado. Meulbroeck (1992), realiza un estudio tomando como fuente de datos operaciones de *insiders* procesados por la SEC⁸ y concluye que el movimiento de precios generados por *insider trading* beneficia la precisión de ellos. Entre otros autores que ven al *insider trading* como una práctica que contribuye a la eficiencia del mercado encontramos a Easterbrook (1985), Dennert (1991), Leland (1992) y Hu y Noe (2001).

Desde un enfoque del gobierno corporativo, el trabajo de Padilla (2002) analiza la conveniencia o no de la regulación del *insider trading*, y concluye que la intervención pública en general y la regulación de *insider trading* en particular puede perjudicar el gobierno corporativo de las empresas, ya que algunas normas pueden afectar negativamente la función de control del accionista, como por ejemplo la sección 16 de la *Securities Exchange Act 1934*, la cual considera como *insiders* a cualquier accionista que posea más del 10% del capital y por lo tanto se ven obligados a comunicar todas sus operaciones; adicionalmente, no se les permite realizar beneficios en operaciones de naturaleza corta (seis meses). Como consecuencia de estos costes, los accionistas de grandes bloques de acciones prefieren mantener su propiedad por debajo del umbral

⁸ Securities Exchange Act 1934

establecido, lo que genera estructuras de propiedad más difusas, y disminuye así sus incentivos en el control. Otro ejemplo de intervencionismo público con efectos adversos, citado por el autor, son las restricciones federales y estatales a las tomas de control (*antitakeover*) las cuales disminuyen el papel disciplinante frente a las actividades del gerente. En resumen, el autor concluye que los problemas de agencia creados por el *insider trading* pueden ser solucionados fácilmente en escenarios de economía de libre mercado (sin intervención pública), ya que en este escenario los accionistas tienen los mecanismos necesarios para protegerse de los problemas de agencia generados por el *insider trading*. Un trabajo en la misma línea que el anterior, y defensor de un menor intervencionismo público, es el de Bettis, Coles y Lemmon (2000), quienes demuestran que empresas donde se aplican autorrestricciones (*self-regulation*) a las operaciones de *insiders*, especialmente los periodos de censura, reducen sustancialmente el *insider trading*.

Por su parte, los trabajos en contra del *insider trading* utilizan como principal argumento el problema de selección adversa que genera para los agentes del mercado menos informados (modelo de Akerlof, 1970). En esta línea, encontramos en la literatura algunos argumentos reiterativos en cuanto a los efectos negativos del *insider trading*:

- i) Pérdida de confianza de los inversores, y de la sociedad en general en los mercados de capitales. Brudney (1979), establece que una excesiva permisividad del *insider trading* puede generar como consecuencia inmediata un alejamiento de inversores del mercado, que deciden abstenerse de invertir ante la elevada probabilidad de tener como contraparte a un agente que posee información a la que ellos no puede acceder, lo cual reduce la liquidez y la profundidad del mercado [Fishman y Hagerty (1992); Bhattacharya y Nicodano (2001)]. Tapia y Sánchez (1991) consideran que toda situación de desigualdad o privilegio en el proceso de información bursátil lesiona tanto el interés privado de los inversores específicamente perjudicados como el interés público relacionado con la eficiencia y transparencia del mercado.

- ii) Aumento de la volatilidad; existen trabajos que soportan una relación positiva entre *insider trading* y volatilidad de los precios (Du y Wei, 2004; Allen y Gale, 1992; Benabou y Laroque, 1992; Ausubel, 1990; Manove, 1989; Easterbrook, 1981; Brudney, 1979).

- iii) Aumento de los problemas de agencia entre directivos y accionistas, o entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Haft (1982) considera que teniendo en cuenta que la ganancia del *insider trading* está fundamentada en su capacidad de acceder y controlar la información interna, el gerente estará motivado a retener información, disminuyendo su incentivo para innovar, lo que perjudica la exactitud de los precios y la eficiencia operacional de la firma. Maug (2002) argumenta que en escenarios donde el *insider trading* no esté regulado facilitaría alianzas entre accionistas mayoritarios y directivos, en detrimento del accionista minoritario. Debido a que los gerentes encontrarían ventajoso informar anticipadamente al accionista dominante de futuros desarrollos negativos que causaría una caída en los precios, de esta manera el gran accionista vendería sus acciones para evitar grandes pérdidas, pero a su vez debilitaría el control de la actividad gerencial, lo cual favorece a aquellos gerentes que obtienen beneficios privados del control, en detrimento del pequeño accionista.

Sin embargo, el debate sobre la conveniencia o no de la regulación del *insider trading* abordado anteriormente, se restringe sólo al espacio académico, pues se observa una aceptación generalizada entre los gobiernos de los diferentes países en considerar esta práctica como perjudicial para la integridad de sus mercados de capitales. Esta situación que se refleja en el trabajo de Bhattacharya y Daouk (2002) donde encuentran que para el año 1998, de los 22 países considerados desarrollados todos tenían regulación de *insider trading* y de los 81 países emergentes cuatro de cada cinco también la tenían.

II.3. REGULACIÓN DEL *INSIDER TRADING*

Tal y como señalan Bhattacharya y Daouk (2002), la comunidad internacional ha mostrado una aceptación generalizada de la existencia de regulación del *insider trading*, de tal forma que en la mayoría de los mercados de capitales desarrollados, o medianamente desarrollados, se ha implantado una regulación estricta del *insider trading*. Sin querer hacer un estudio exhaustivo de la regulación del *insider trading*, consideramos importante resaltar al menos los principales desarrollos normativos acaecidos en los Estados Unidos (por ser el primer país en perseguir y castigar esta práctica de mercado, y porque su regulación se ha exportado a un gran número de países), en la Unión Europea, Reino Unido y España, estos últimos por ser el entorno institucional donde se desarrolla nuestra investigación.

II.3.1. Regulación de los Estados Unidos

Estados Unidos fue el primer país en perseguir y castigar el *insider trading* mediante el desarrollo de un cuerpo normativo *ad hoc*, justificando su prohibición desde tres teorías: (i) teoría del igual acceso, (ii) teoría del deber fiduciario, y (iii) teoría de la apropiación indebida. La base jurídica para prohibir el *insider trading* nace con la Ley del Mercado de Valores de 1934 (*Securities Exchange Act of 1934*), que a su vez crea la SEC (*Securities and Exchange Commission*) órgano regulador del mercado de valores de los Estados Unidos, que tiene como funciones principales, proteger a los inversores, mantener la justicia, el orden, la eficiencia de los mercados, y facilitar información a los inversores. El soporte legal para el desarrollo de la ley del *insider trading* específicamente se encuentra en la sección 16 y 10(b) de la *Security Exchange Act de 1934*, y en la regla 10b-5 de la SEC, conocida como la regla antifraude (*antifraud provision*).

La sección 16 define de manera taxativa tres figuras de *insiders* (los administradores, empleados y accionistas con una participación superior al del 10% del capital), de igual forma establece que cualquier beneficio obtenido por un *insider* en el término de 6 meses en una operación de compra/venta o venta/compra puede ser recobrada por el emisor. La sección 10b de la *Security Exchange Act de 1934*, establece como algo ilícito para toda persona que de forma directa o indirecta, utilice mecanismos engañosos o de manipulación en la adquisición o venta de títulos o contravenir las

normas y disposiciones de la SEC. La regla 10b-5 emanada de la *Security Exchange Commission* de 1942 y aprobada bajo la sección 10b, prohíbe cualquier acto u omisión de fraude o engaño en relación con la compra o venta de valores, incluyendo el *insider trading*. El enfoque de la SEC ha sido que cualquier persona que se encuentre en posesión de información privada de cualquier título o bien debe divulgarla o abstenerse de negociar sobre dicho título.

Posteriormente, Estados Unidos ha promulgado normas suplementarias como: *The Insider Trading Sanctions Act of 1984* (ITSA); *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988* (ITSFEA); *The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*; *Rule 14e-3 Tender Offer Rule, Regulation FD*. Sin embargo la más reciente y de mayor trascendencia es la ley *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, conocida como la *SOX*, la cual nace como respuesta a los escándalos financieros de grandes empresas como *Enron*, *Tyco International*, *WorldCom* y *Peregrine Systems*. Esta ley, además de los cambios relacionados con la responsabilidad sobre la información suministrada por la empresa, y con los mecanismos internos de control, en su sección 403 obliga a los *insiders* a reportar sus operaciones a la *SEC* dentro de los siguientes dos días hábiles; antes de la *SOX* el plazo para comunicar las operaciones era dentro de los diez días del cierre del mes en que la operación se había producido.

II.3.2. Regulación comunitaria

Considerando la importancia que representa el mercado de valores como mecanismo de financiación de los agentes económicos, los esfuerzos del Parlamento y el Consejo Europeo (de ahora en adelante PCE) han estado orientados a garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores en los valores y derivados.

En este sentido el PCE dicta como referente normativo básico la Directiva 2003/6/CE de 28 de enero, la cual se titula “Sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)” (de ahora en adelante la Directiva básica), que actualiza la Directiva anterior,⁹ especialmente en lo

9 Directiva No 592, 13 de noviembre de 1989, titulada “Sobre coordinación de las normas relativas a la operación con información privilegiada”.

relacionado con la manipulación de precios y la difusión de información engañosa. El principal objetivo de la Directiva básica es garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados. Para tal fin implanta una estructura que permita prevenir, detectar, investigar y sancionar tanto el *insider trading* como la manipulación del mercado.

La Directiva básica nace como consecuencia de las recomendaciones emanadas del comité de sabios presidido por Alexandre Lamfalussy, establecido por el Consejo de la Unión Europea, y como necesidad de actualizar la regulación a la evolución de los mercados, reflejada en nuevos y complejos productos financieros, en la incorporación de nuevas tecnologías como el internet, y como paso previo a una futura integración de los mercados.

La citada Directiva supone un importante salto cualitativo, puesto que establece un régimen unitario completo sobre “abuso del mercado” a nivel europeo, figura que incorpora tanto las operaciones con información privilegiada como la manipulación del mercado, que a su vez es una noción que puede revestir dos modalidades perturbadoras del mercado: manipulación de la información, que consiste en generar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, y la manipulación operativa, realizada a través de transacciones u órdenes para realizar operaciones que puedan afectar de manera artificial el precio, la oferta o la demanda de uno o varios instrumentos financieros.

La Directiva básica ha sido desarrollada a través de los siguientes instrumentos normativos de ejecución:

- Reglamento (CE) N° 2273/2003: regula lo relacionado con exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.
- Directiva 2003/124/CE: trata sobre la definición y revelación pública de información privilegiada y la definición de manipulación del mercado
- Directiva 2003/125/CE: regula lo relacionado con la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.

- Directiva 2004/72/CE: regula lo relacionando con las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos financieros sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

II.3.3. Marco legal sobre abuso del mercado en España y el Reino Unido

En España la regulación de las prácticas sobre abuso del mercado se recoge en la Ley 24/1988, Ley del Mercado de Valores (LMV), especialmente de los artículos 81 al 83. Tras las reformas a la LMV mediante la ley 44/2002, de 22 de noviembre (medidas de reforma del sistema financiero) y del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, el derecho español incorpora casi en su totalidad la Directiva básica, al igual que sus instrumentos normativos de ejecución.¹⁰ De igual manera introduce cambios tendentes a mejorar la transparencia en la información sobre los emisores mediante Real Decreto 1362/2007, y la circular 2/2007.

En Reino Unido, la “*Financial Services and Markets Act 2000*” (FSMA)¹¹ y su posterior enmienda a través de la “*Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005*”, proporciona el marco legal sobre abuso del mercado, y establece como único órgano regulador de los servicios financieros a la “*Financial Services Authority*” (FSA). La FSMA complementa el régimen penal sobre abuso de mercado contemplado con anterioridad, en la “*Criminal Justice Act 1993*”.¹²

II.3.4. Análisis comparativo de la regulación sobre abuso del mercado

El objetivo del presente apartado es comparar las principales características de la regulación de *insider trading* en la Unión Europea (EU), el Reino Unido y España. Para una visión más detallada se puede consultar el Anexo II.1.

- **Ámbito de aplicación**

¹⁰ Directiva 2003/124/CE; Directiva 2003/125/CE, Directiva 2004/72/CE.

¹¹ Parte VIII de la FSMA (*Penalties for Market - Abuse market Abuse*).

¹² Parte V de la CJA (*Insider Dealing – the offence of Insider Dealing*).

En el Reino Unido, según la Sección 118 (5) FSMA 2000, es de aplicación a inversiones calificadas de mercados dentro del país o que sean accesibles electrónicamente.¹³ En este sentido el ámbito de la regulación británica es más amplio que el establecido por la Directiva básica, puesto que incluyen los mercados AIM y OFEX que no son mercados regulados.¹⁴ En España se aplica a instrumentos financieros admitidos a negociación o que se haya cursado una solicitud de admisión en un mercado o sistema organizado de contratación.¹⁵

- **Información privilegiada**

La regulación comunitaria define en su Directiva básica la información privilegiada como:

“información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”.¹⁶

En relación con instrumentos derivados sobre materias primas, es definida como:

“información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados”.¹⁷

¹³ Las inversiones cualificadas son todas aquellas realizadas reconocidas bajo las normas de “*Recognised Investment Exchange – RIE*”, estos mercados son: *London Sctock Exchange* (incluye el AIM (*Alternative Investment Market*): es un mercado global de la LSE para pequeñas empresas en su etapa inicial de desarrollo), *Virt-x*, *Jiway*, *COREDEAL*, *LIFE*, *London Metal Exchange*, *International Petroleum Exchange*, *OM London Exchange*. y el OFEX que es una plataforma de contratación electrónica *off-exchange*.

¹⁴ Cabe resaltar que las nuevas obligaciones derivadas de la adaptación de la regulación británica a la Directiva básica en materia de revelación, no incluyen al AIM y al OFEX.

¹⁵ Apartado 1 del Art. 81 de la LMV.

¹⁶ Párrafo 1 del apartado 1 del Art. 1 Directiva 6/2003/CE.

¹⁷ Párrafo 2 del apartado 1 del Art. 1 Directiva 6/2003/CE.

Sin embargo, la regulación comunitaria ha realizado una serie de precisiones relacionadas con estas definiciones, a través de sus instrumentos de ejecución, donde se especifica: “el tipo de información que esperaría recibir un usuario de los mercados de productos derivados”,¹⁸ define “información de carácter concreto”¹⁹, y determina que se debe entender por “información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”.²⁰

Tanto el Reino Unido como España²¹ han incorporado los elementos esenciales de la definición de información privilegiada establecida por la Directiva básica, sin embargo como diferencia a considerar, resaltamos el término utilizado por la FSMA: “no está generalmente disponible” frente al utilizado por la Directiva básica: “no se haya hecho pública”.

- **Personas sujetas a la aplicación de la normativa (*insiders*)**

La definición comunitaria de *insider* es bastante amplia, sin embargo se enfatiza en aquellas personas que tienen relación laboral, funcional o profesional con el emisor, la Directiva básica los define como:

“Cualquier persona que esté en posesión de información privilegiada por su condición de: a) miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; b) por su participación en el capital de la empresa; c) debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones d) debido a sus actividades delictivas”²² y de igual forma vincula a: “cualquier persona que sepa o hubiera debido saber que se trata de información privilegiada”.²³

¹⁸ Art. 4 Directiva 2004/72/CE.

¹⁹ Art. 1 Directiva 124/2003/CE.

²⁰ Art. 2 Directiva 124/2003/CE.

²¹ Reino Unido: Sección 118C FSMA 2000 y la sección 56 (1) (d) CJA (1993). España: Art. 81 (1) LMV, apartado 1 y 2 del Art. 1 del Real Decreto 133372005.

²² Párrafo 1 del Art. 2 de la Directiva 6/2003/CE.

²³ Art. 4 Directiva 6/2003.

La definición de *insider* del Reino Unido coincide con la establecida en la Directiva básica,²⁴ a diferencia de la definición adoptada por la regulación española, que no precisa la calidad de *insider* y no requiere la existencia de una relación laboral, funcional o profesional con el emisor (*insiders* primarios), dejándola abierta a: “cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información”.²⁵ La amplitud de esta definición no permite hacer la distinción entre *insiders* primarios y secundarios establecida de forma implícita tanto en la Directiva básica como en la regulación británica.

- ***Insider trading***

La Directiva básica tipifica algunos comportamientos que se consideran *insider trading*:

“Uso de la información privilegiada adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información”,²⁶ o cuando “se revela información privilegiada a cualquier persona, a menos que se realice en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones. Cuando se recomiende a otra persona a adquirir o ceder, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada instrumentos financieros a que se refiera dicha información”.²⁷

En el Reino Unido, el *insider trading* es el primer comportamiento dentro de los siete tipificados como abuso del mercado y su definición recoge todos los elementos esenciales de la Directiva básica.²⁸ La definición de *insider trading* adoptada por la regulación española sigue siendo mucho más amplia que la establecida en la regulación comunitaria, no sólo por la definición que da de *insider*, si no que utiliza los términos:

²⁴ Ss. 118 (B) FSMA 2000.

²⁵ Literal C del Art. 81 de la LMV.

²⁶ Art. 2 Directiva 6/2003.

²⁷ Art. 3 de la Directiva 2003/6/CE.

²⁸ Ss. 118(2) FSMA 2000

“prepara o realiza cualquier tipo de operación”,²⁹ en contraposición a “adquirir o ceder” utilizado por la Directiva básica.

- **Exenciones**

La regulación comunitaria establece comportamientos que no se consideran abuso del mercado cuando:

- La persona en posesión de la información privilegiada la revele en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones.³⁰
- Las operaciones se realicen para ejecutar la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por parte de un Estado miembro, del sistema europeo de bancos centrales, de un banco central nacional o de otro organismo oficialmente designado a tal efecto o por parte de cualquier otra persona que actúe en nombre de éstos.³¹
- Las operaciones se realicen en cumplimiento de una obligación, ya vencida, y esta haya sido contemplada en un acuerdo antes de que la persona de que se trate esté en posesión de información privilegiada.³²
- Las operaciones corresponden a acciones propias en programas de recompra ni a la estabilización de un instrumento financiero, siempre que la operación se realice de acuerdo con las medidas de ejecución adoptadas de conformidad con el procedimiento establecido.³³

- **Sanciones**

La Directiva básica establece que sin perjuicio de las posibles sanciones penales, los Estados miembros deben aplicar medidas o sanciones administrativas apropiadas que tengan un carácter efectivo, proporcional y disuasorio.³⁴ Tanto en el Reino Unido como en España, una persona culpable de *insider trading* puede ser procesada y sancionada en el ámbito administrativo y penal. Las sanciones administrativas en ambos

²⁹ Art. 81 (2) de la LMV.

³⁰ Apartado “a” del Art. 3 de la Directiva 2003/6/CE.

³¹ UE: apartado a del Art. 3 de la Directiva 2003/6/CE; Reino Unido: literal b del apartado 2 del Art. 52 de la CJA de 1993; y España: literal “b” del apartado 2 del Art. 81 de la LMV.

³² Apartado 3 del Art. 2 de la Directiva 2003/6/CE.

³³ Art. 8 de la Directiva 2003/6/CE.

³⁴ Apartado 1 del Art. 14 de la Directiva 2003/6/CE.

países establecen multas de carácter monetario en una cantidad proporcional a la infracción, o en amonestaciones públicas de que la persona ha incurrido en comportamientos de abuso del mercado.³⁵ Sin embargo, la LMV en España hace una clasificación de las infracciones en leves, graves y muy graves, y su sanción difiere en cada caso,³⁶ en todo caso, las prácticas abusivas de uso de información privilegiada y manipulación de cotizaciones se consideran como sanciones graves o muy graves.

En el ámbito penal, el Reino Unido regula el *insider trading* a través de la C.J.A. 1993, que establece que una persona culpable de *insider trading* puede ser condenada a una pena de prisión hasta de siete años.³⁷ En España la sanción penal pueden ser de prisión, de uno a cuatro años y las multas de hasta el triple del beneficio obtenido o favorecido, estas pueden incluso ser mayores cuando la conducta es reiterada o si se causa un grave daño a los intereses generales.³⁸

- **Acciones de prevención y detección**

Existen varias medidas de prevención en el uso inapropiado de información privilegiada, iniciando por la obligación de las personas que se encuentra en posesión de esta clase de información de salvaguardarla, adoptando medidas adecuadas para evitar su uso abusivo; elaboración de códigos de conducta;³⁹ imposición de barreras entre las diferentes áreas de las empresas que prestan servicios de inversión, garantizando que cada área tome sus decisiones de forma autónoma. Sin embargo, la principal herramienta de prevención la constituye la obligación de los emisores de suministrar información a los diferentes órganos de control o al mercado en general.

Entre las más importantes medidas de prevención y detección del *insider trading* establecidas por la regulación comunitaria tenemos:

- a) Los emisores deben hacer pública cuanto antes la información privilegiada que los afecte directamente, adicionalmente determina que los emisores deben publicar en sus páginas *web* dicha información, por un periodo adecuado de

³⁵ Reino Unido: Sección 123 (1) de la FSMA 2000.

³⁶ Artículos 97 al 104 de la LMV.

³⁷ Sección 61 de la C.J.A 1993.

³⁸ Artículos 285 y 286 del Código Penal.

³⁹ La FSA estableció el “*Code of Market Conduct*”; y España, las recomendaciones del informe de Olivencia y Aldama, posteriormente la formulación del Código Unificado.

tiempo. Sin embargo, la misma Directiva establece que un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación de la información privilegiada si este hecho perjudica a sus legítimos intereses.⁴⁰

- b) Los emisores o personas que actúan en su nombre deben confeccionar listas de las personas que trabajan para ellas por medio de un contrato laboral o de otra forma y que tienen acceso a información privilegiada, listas que serán enviadas a la autoridad competente cuando ésta lo solicite.⁴¹
- c) Las personas que ejerzan responsabilidades de dirección y, si procede, las personas que tengan un vínculo estrecho con ellas, deberán, al menos, comunicar a la autoridad competente la existencia de operaciones efectuadas por su propia cuenta en relación con acciones a dicho emisor, o sobre instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos. Los Estados miembros velarán para que el acceso al público a esa información, al menos de manera individual, esté disponible lo antes posible.⁴²
- d) Se exige a los Estados miembros tener una adecuada regulación para asegurar que las personas que realicen análisis relativos a instrumentos financieros o emisores de estos instrumentos, los realicen de una manera adecuada clara y transparente, como también que se revelen sus intereses o conflictos de intereses sobre los instrumentos financieros a que se refiera dicha información.⁴³
- e) Las personas que realicen como profesionales, al menos de una sociedad de inversión o entidad de crédito, deben reportar a la autoridad competente las operaciones sospechosas de abuso del mercado.⁴⁴

⁴⁰ Apartado 1 y 2 del Art. 6 de la Directiva 2003/6/CE. Esta obligación de difusión pública de información fue precisada posteriormente en cuanto a la forma de difusión, que debe hacerse de manera que permita un acceso rápido, una evaluación completa, correcta y oportuna por parte del público, como también que se dé de forma sincronizada entre todas las categorías de inversores.

⁴¹ Párrafo 3 del apartado 1 del Art. 6 de la Directiva 6/2003/CE.

⁴² Apartado 4 del Art. 6 de la Directiva 2003/6/CE.

⁴³ Apartado 5 y guión 6 del apartado 10 del Art. 6 de la Directiva 2003/6/CE. Directriz desarrollada posteriormente mediante Directiva 2003/125/CE.

⁴⁴ Art. 7 y ss. de la Directiva 2003/6/CE.

En el Reino Unido, las disposiciones de prevención y detección son coincidentes en lo esencial con la normativa comunitaria, estas son impuestas por la *UK Listing Authority (UKLA)* a las empresas a las cuales su acciones han sido aceptadas a cotización (*Official List*), a través de la “*Listing Rules*”⁴⁵, y otros códigos y normas establecidas por la FSA, como “*The Code of Market Conduct*”, la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS) “*The City Code on Takeovers and Mergers*”, las normas sobre participaciones significativas “*The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares – SARs*”.

La regulación española en materia de difusión de información pública ha incorporado en su totalidad las disposiciones emanadas de la Directiva básica y de directivas posteriores que la complementan, sin embargo podemos resaltar la utilización por parte de la LMV del término “inmediatamente”⁴⁶ en contraposición a “cuanto antes” utilizado por la Directiva básica.

- **Operaciones de directivos**

Las operaciones de directivos han sido de gran interés en los estudios tanto teóricos como empíricos de *insider trading*, ya que se presupone que por su posición en la empresa tienen acceso permanente a información privilegiada, y por tanto facilita se den comportamientos oportunistas. En este sentido la mayoría de las regulaciones de los diferentes países requieren a los directivos, y personas vinculadas a ellos, a comunicar sus operaciones.

- **Obligación de comunicación de los directivos**

La regulación comunitaria contempla en su Directiva básica que:

“las personas que ejerzan responsabilidades de dirección en el seno de un emisor de instrumentos financieros y, si procede, las personas que tengan un vínculo estrecho con ellas, deberán, al menos, comunicar a la autoridad competente la existencia de

⁴⁵ El capítulo 9 de las *Listing Rules*, establece obligaciones generales de revelación a los emisores relativas nuevos desarrollos en la esfera de su actividad, que no sea de conocimiento público y que generen un movimiento importante en los precios de sus valores. De igual forma podemos encontrar algunas salvaguardias en contra de actuales o recientes directivos y de accionistas principales o asociados de estos en el capítulo 11.

⁴⁶ Numeral 2 Art. 82 de la LMV.

*operaciones efectuadas por su propia cuenta en relación con acciones a dicho emisor, o sobre instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos. Asimismo establece que los Estados miembros velarán para que el acceso al público a esa información, al menos de manera individual, esté disponible lo antes posible”.*⁴⁷

La regulación comunitaria en una Directiva posterior, hace algunas precisiones importantes relacionadas con esta obligación:

- a) Establece como plazo un máximo de cinco días laborables para comunicar a la autoridad competente.⁴⁸
- b) Precisa los términos “cargo directivo” y “vinculados a ellos”.⁴⁹
- c) Define el contenido que debe incluir dicha comunicación: el nombre de la persona que ejerce el cargo directivo, o cuando proceda, el nombre de la persona que tenga un fuerte vínculo con ella.⁵⁰

La regulación española incorpora en su totalidad las directrices de las Directivas comunitarias en relación a las operaciones de directivos, a través del Real Decreto 1333/2005,⁵¹ posteriormente introduce cambios relacionados con los requisitos de transparencia mediante el Real Decreto 1362/2007. La regulación británica sobre difusión pública del emisor respecto a sus directivos, la encontramos en el capítulo 16 de las *Listing Rules*, y especialmente su apéndice conocido como el *The Model Code*, que regula las operaciones en valores de directores, ciertos empleados y personas

⁴⁷ Apartado 4 del Art. 6 de la Directiva 2003/6/CE.

⁴⁸ Apartados 1 del Art. 6 de la Directiva 2004/72/CE.

⁴⁹ “Cargo directivo”, lo define una persona que es miembro de los órganos de administración o supervisión del emisor, o responsable de alto nivel que tiene acceso a información privilegiada y capacidad para la toma de decisiones estratégicas. “Vinculados a ellos”, lo restringe a aquellas personas estrechamente relacionadas al directivo como: el cónyuge o su equivalente, los hijos, cualquier pariente que viva en el hogar del directivo por un periodo mínimo de un año y cualquier persona jurídica en la que el directivo o personas vinculadas a ellas desempeñen cargos simultáneos Apartado 1 y 2 Directiva 2004/72/CE.

⁵⁰ La comunicación debe incluir: motivo de la obligación de notificación, el nombre del emisor en cuestión, la descripción del instrumento financiero, la naturaleza de la operación, fecha y lugar de la operación y precio y volumen de la operación (Apartado 3 Art. 6 Directiva 2004/72/CE).

⁵¹ Antes del Real Decreto 1333/2005, el Art. 53 de la LMV y el Art. 5 y ss. del Real Decreto 377 de 1991 establecían la obligación de comunicación de las operaciones de directivos en el marco de la regulación de participaciones significativas, pero el contenido de la comunicación no era tan amplio como el establecido en la Directiva básica.

relacionadas con ellos. El propósito del *Model Code* es asegurar que directivos, ciertos empleados y personas relacionadas con la empresa no abusan de la información privada relevante que poseen, especialmente en periodos previos a anuncios de resultados. De las obligaciones establecidas en el *Model Code*, se desprenden importantes diferencias con la regulación española en relación a las mayores restricciones impuestas por este, que las encontradas en la normativa española.

Entre las diferencias más relevantes podemos resaltar la obligación de los directivos de empresas cotizadas en el Reino Unido de obtener autorización previa por parte del director general para negociar en valores de la empresa. Adicionalmente, impone periodos de censura (*close periods*) a los directivos, durante los cuales no pueden negociar con títulos de su propia empresa. Estos periodos de prohibición son dos meses previos a la publicación de anuncios de los resultados anuales a fin de año o los anuncios de resultados semestrales y el mes previo a los anuncios de resultados trimestrales. En el mercado español, sin embargo, los directivos empresariales no tienen este tipo de restricción.

Sin embargo debemos resaltar que la regulación española antes del Real Decreto 1362/2007,⁵² obligaba a comunicar sus operaciones a accionistas que posean un 5% o más del capital empresarial,⁵³ mientras que en el Reino Unido, esta obligación está limitada sólo a los directivos y personas.

⁵² El Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modifica el umbral mínimo del 5% al 3%.

⁵³ Real Decreto 377/1991 “Sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias”.

Tabla II.1 - Principales diferencias regulatoras

	Regulación Comunitaria	Reino Unido	España
<i>Definición de información Privilegiada</i>	<i>Información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos</i>	<i>Información de carácter concreto, no está generalmente disponible, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos</i>	<i>Información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos</i>
<i>Definición de insider</i>	<i>Cualquier persona que esté en posesión de información privilegiada por su condición de: a) miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; b) por su participación en el capital de la empresa; c) debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones d) debido a sus actividades delictivas” y de igual forma vincula a: “cualquier persona que sepa o hubiera debido saber que se trata de información privilegiada</i>	<i>Incluye los mismos elementos que los de la Regulación Comunitaria</i>	<i>Cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información</i>
<i>Insider Trading</i>	<i>Uso de la información privilegiada adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información”, o cuando “se revela información privilegiada a cualquier persona, a menos que se realice en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones. Cuando se recomiende a otra persona a adquirir o ceder, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada instrumentos financieros a que se refiera dicha información</i>	<i>Incluye los mismos elementos que los de la Regulación Comunitaria</i>	<i>a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros..... b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.</i>
<i>Obligación de Reportar</i>	<i>Las personas que ejerzan responsabilidades de dirección en el seno de un emisor de instrumentos</i>	<i>Incluye los mismos elementos que los de la Regulación Comunitaria (obliga a reportar</i>	<i>Administradores y directivos, así como las personas que tengan un vínculo estrecho</i>

	<i>financieros y, si procede, las personas que tengan un vínculo estrecho con ellas, deberán, al menos, comunicar a la autoridad competente la existencia de operaciones efectuadas por su propia cuenta en relación con acciones a dicho emisor, o sobre instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos. Asimismo establece que los Estados miembros velarán para que el acceso al público a esa información, al menos de manera individual, esté disponible lo antes posible</i>	<i>sólo a personas que ejerzan responsabilidades de dirección y personas vinculadas a ellas)</i>	<i>con éstos, habrán de comunicar a la CNMV todas las operaciones realizadas sobre acciones del emisor admitidas a negociación en un mercado regulado o sobre derivados u otros instrumentos financieros ligados a dichas acciones. De igual manera, los accionistas deben reportar sus participaciones significativas a la CNMV cuando los derechos de voto que queden en su poder alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales de 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 60 %, 70 %, 75 %, 80 % y 90 %.</i>
<i>Autorización Previa para negociar</i>	NA	<i>Los insiders requieren autorización previa de su superior para negociar con operaciones de su empresa</i>	NA
<i>Closed periods</i>	NA	<i>Se imponen periodos de censura, consistentes en prohibir a los insiders negociar con operaciones de su empresa, generalmente en periodos previos a eventos informativos</i>	NA

Anexo Capítulo II

Anexo Capítulo II

Tabla II.A1 - Principales normas del *insider trading*

	Unión Europea	Reino Unido	España
Ámbito	Se aplicará a cualquier instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado de al menos un Estado miembro; igualmente se aplicará a cualquier instrumento financiero de mercados no regulados, pero que cuyo valor dependa de un instrumento financiero admitido a un mercado regulado (párrafo 1 del Art. 9 Directiva 6/2003/CE).	Se aplicará a inversiones cualificadas ⁵⁴ de mercados del Reino Unido o que sean accesibles electrónicamente (Ss. 118 (5) FSMA. 2000).	Se aplica a instrumentos financieros admitidos a negociación o que se haya cursado una solicitud de admisión en un mercado o sistema organizado de contratación. (Apartado 1 del Art. 81 de la LMV).
Información privilegiada	Información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos. (primer párrafo del apartado 1 del Art. 1 Directiva 6/2003/CE).	No está generalmente disponible en el mercado, pero que sería o probablemente sería considerada por un usuario regular del mercado como relevante en la toma de su decisión inversión (ss. 118 (2) FSMA. 2000). ⁵⁵ Información no publicada sensible al precio (<i>unpublished price-sensitive information</i>) significa información que: I) relacionada con un usuario o emisor particular, y no con valores o emisores	Información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros dentro de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación (Art. 81 (1)) LMV).

⁵⁴ Las inversiones cualificadas son todas aquellas realizadas reconocidas bajo las normas de “*Recognised Investment Exchange – RIE*”, estos mercados son: *London Sctock Exchange* (incluye el AIM: es un mercado global de la LSE para pequeñas empresas en su etapa inicial de desarrollo), *Virt-x*, *Jiway*, *COREDEAL*, *LIFE*, *London Metal Exchange*, *International Petroleum Exchange*, *OM London Exchange*. y el mercado conocido como OFEX que es una plataforma de contratación electrónica *off-exchange*

⁵⁵ A diferencia de la FSMA que tiene en cuenta su efecto en la decisión de inversión, la CJA (1993) ss. 56 (1) (d) tiene en cuenta su efecto en el precio de cualquier valor

	<p>En relación con instrumentos derivados sobre materias primas, <i>información privilegiada</i> significará la información, de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados. (segundo párrafo del apartado 1 del Art. 1 Directiva 6/2003/CE).</p> <p>La información que esperarían recibir los usuarios de los mercados en que se negocien los productos derivados sobre materias primas, es aquella relacionada directa o indirectamente, con uno o varios de estos instrumentos derivados cuando esta información : a) se ponga a disposición de estos mercados de forma regular, o b) deba revelarse obligatoriamente en virtud de disposiciones legales o reglamentarias, normas de mercado, contratos o hábitos consustanciales al mercado de materias primas subyacente o al mercado de instrumentos derivados sobre materias primas de los que se trate. (Art. 4 Directiva 2004/72/CE).</p> <p>Se entenderá que la información es de carácter concreto o preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o de un hecho que se ha producido o que puede esperarse</p>	<p>de valores de forma general (y, para este propósito, se considera la información no solo de la empresa en sí, sino también donde esta pueda afectar los futuros negocios de la empresa); II) es específica; III) no ha sido hecha pública, dentro de lo establecido en la sección 58 de la CJA 1993; IV) si es hecha pública podría tener un significativo efecto en el precio o valor de los valores. (Apartado f de la sección 1 del capítulo 16 de la <i>Listin Rules</i>)</p>	<p>En cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los valores negociables o instrumentos financieros, también se considera información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de valores o instrumentos financieros o a uno o varios valores o instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en la cotización de dichos valores o instrumentos financieros o en la cotización de los instrumentos financieros relacionados con ellos.</p> <p>Se considerará que la información puede influir de manera apreciable sobre la cotización cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como parta de la base de sus decisiones de inversión.</p> <p>Asimismo, se considerará que la información es de carácter concreto si indica una serie de circunstancias que se dan, o pueda esperarse razonablemente que se den, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los valores negociables o instrumentos financieros correspondientes o, en su caso, de los instrumentos financieros derivados</p>
--	--	--	--

	<p>razonablemente se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se puede llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes. (Art. 1 Directiva 124/2003/CE).</p> <p>Se entenderá por “información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”, como la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión. (Art. 2 Directiva 124/2003/CE)</p>		<p>relacionados con aquellos. (Apartado 1 del Art. 1 del Real Decreto 13337/2005) .</p> <p>En relación con los instrumentos financieros derivados sobre materias primas, se considera información privilegiada toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o a varios de esos instrumentos financieros derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados. Se entenderá, en todo caso, que los usuarios de los mercados mencionados anteriormente, esperarían recibir información relacionada, directa o indirectamente, con uno o varios instrumentos financieros derivados, cuando esta información: a) se ponga a disposición de los usuarios de estos mercados de forma regular; o b) deba revelarse obligatoriamente en virtud de disposiciones legales o reglamentarias, normas de mercado, contratos o usos del mercado de materias primas subyacentes o del mercado de instrumentos derivados sobre materias primas de la que se trate. (Apartado 2 del Art. 1 del Real Decreto 1333/2005).</p>
<p>Personas sujetas a la aplicación de la normativa (insiders)</p>	<p>Cualquier persona que esté en posesión de información privilegiada por su condición de:</p> <p>a) miembro de los órganos de administración, gestión o control del</p>	<p>Una persona tiene información como <i>insider</i> si y sólo si: a) es, y él sabe que es información interna, y b) la obtiene, y sabe que la obtiene de una fuente interna. (Apartado 1 del Art. 57 de la</p>	<p>Toda persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información. (Literal C del Art. 81 de la LMV).</p>

	<p>emisor; b) por su participación en el capital de la empresa; o c) debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o d) debido a sus actividades delictivas (párrafo 1 del Art. 2 de la Directiva 6/2003/CE).</p> <p>Cualquier persona que sepa o hubiera debido saber que se trata de información privilegiada (Art. 4 Directiva 6/2003).</p>	<p>CJA de 1993).</p> <p>Una persona obtiene información de una fuente interna si y sólo si:</p> <p>a) la obtiene por cuenta de un director, empleado o accionista de un emisor de valores; o por tener acceso a la información en virtud de su empleo, oficio o profesión</p> <p>o b) si la fuente directa o indirecta de su información es una persona establecidas en el anterior párrafo. (Apartado 2 del Art. 57 de la CJA de 1993).</p>	
--	---	--	--

<p>Insider Trading</p>	<p>Cualquier persona que posea información privilegiada, en virtud de su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; por su participación en el capital de la empresa; o debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones; o debido a sus actividades delictivas; y utilice la información privilegiada adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información. (Art. 2 Directiva 6/2003).</p> <p>De igual manera una persona diferente a los grupos anteriormente mencionados será culpable de <i>insider trading</i>, si es consciente o hubiera debido saber que se trata de información privilegiada. (Art. 4 Directiva 6/2003).</p>	<p>Un individuo es culpable de insider trading si él negocia en valores cuyos precios son afectados por la información interna que posee; si anima a otra persona a negociar en valores cuyos precios son sensibles a la información interna que posee; y cuando él revela información en situaciones diferentes al propio desempeño de sus funciones del su empleo o profesión, a otra persona. (Ss. 52 (1) y (2) CJA (1993).</p>	<p>Toda persona que disponga información privilegiada (que sepa o hubiera debido saber que se trata de esta clase de información) será culpable de <i>insider trading</i> si por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente prepara o realiza cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros a los que la información se refiera, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera; cuando comunique dicha información a terceros, cuando recomiende a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otros los adquiera o ceda basándose en dicha información. (Art. 81 (2) LMV).</p>
<p>Exenciones</p>	<p>Cuando se hace en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones. (Apartado a del Art. 3 de la Directiva 2003/6/CE).</p> <p>Cuando las transacciones realizadas se hayan ejecutado en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros,</p>	<p>Cuando se hace dentro del propio desempeño de las funciones de su empleo o profesión. (Literal b del apartado 2 del Art. 52 de la CJA de 1993).</p> <p>Igualmente no se tipifica la ofensa de <i>insider trading</i> establecida en la sección 52 de la CJA de 1993,</p>	<p>Operaciones que se realicen e en cumplimiento de una obligación, ya vencida, y esta haya sido contemplada en un acuerdo antes de que la persona de que se trate esté en posesión de información privilegiada. (Literal “a” del apartado 2 del Art. 81 de la LMV).</p>

	<p>cuando esta obligación esté contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de información privilegiada. (Apartado 3 del Art. 2 de la Directiva 2003/6/CE)</p> <p>Igualmente cuando las operaciones efectuadas para ejecutar la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por parte de un Estado miembro, del sistema europeo de bancos centrales, de un banco central nacional o de otro organismo oficialmente designado a tal efecto o por parte de cualquier otra persona que actúe en nombre de éstos. Los Estados miembros podrán hacer extensiva esta exención a sus Estados federados o autoridades locales similares en lo que se refiere a la deuda pública. (Art. 7 de la Directiva 2003/6/CE).</p> <p>Cuando las operaciones corresponden a acciones propias en programas de recompra ni a la estabilización de un instrumento financiero, siempre que la operación se realice de acuerdo con las medidas de ejecución adoptadas de conformidad con el procedimiento establecido. (Art. 8 de la Directiva</p>	<p>cuando una persona actúa en nombre de un órgano del sector público en relación a políticas monetarias o políticas respecto a tasas de cambio o administración de la deuda pública o reservas de cambio extranjeras (<i>foreign exchange reserves</i>). (Sección 63 de la CJA de 1993)</p>	<p>Cuando se hace en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. (Literal “b” del apartado 2 del Art. 81 de la LMV).</p> <p>Cuando se realicen para ejecutar la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por parte de un estado miembro de la UE, del sistema europeo de bancos centrales, de un banco central nacional; operaciones de recompra de acciones. (Apartado 4 del Art. 81 de la LMV).</p>
--	--	--	---

	2003/6/CE)		
Sanciones	Sin perjuicio del derecho a imponer sanciones penales por parte de cada estado miembro, estos deben garantizar la aplicación de sanciones administrativas adecuadas, efectivas, proporcionales y disuasorias. (Apartado 1 del Art. 14 de la Directiva 2003/6/CE). Igualmente las medidas o sanciones impuestas pueden ser reveladas al público.	En el ámbito administrativo, en el Reino Unido, la FSMA establece que las sanciones pueden consistir en multas monetarias en una cantidad que se considere apropiada o a través de declaraciones públicas revelando que la persona ha incurrido en comportamientos de abuso de mercado. (Sección 123 (1) (3) de la FSMA 2000). En el ámbito penal La C.J.A. 1993, establece que una persona culpable de <i>insider trading</i> puede recibir penas de prisión hasta de siete años. (Sección 61 de la C.J.A. 1993)	Las sanciones administrativas pueden ser monetarias, amonestación pública, suspensión o limitación en las actividades del mercado; revocación de autorizaciones cuando se trate empresas inscritas en los registros de la CNMV, separación del cargo cuando el infractor se trata de un director de una entidad financiera. (Artículos 102 y 103 de la LMV). En el ámbito penal, las penas pueden ser de prisión entre uno y cuatro años. (Artículos 285 y 286 del Código Penal)
Revelación (Disclosure)	Los emisores de instrumentos financieros deben hacer pública cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a esos emisores, como también ser divulgada en sus sitios de internet por un periodo de tiempo adecuado. (Párrafo 1 y 2 del apartado 1 del Art. 6 de la Directiva 6/2003/CE). Los emisores, o las personas que actúen en su nombre o por cuenta de aquellos, deben confeccionar una lista de las	Una empresa debe notificar sin retraso al Servicio Regulador de Información (<i>Regulatory Information Service – RIS</i>), cualquier nuevo desarrollo realizado en la esfera de su actividad que no sea de conocimiento público y que pueda: por virtud del efecto de estos desarrollos sobre sus activos, pasivos, posición financiera, o sobre el curso general de sus negocios, produzca un importante movimiento en los precios de sus valores. (Literal	Los emisores de valores están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, toda información relevante. La comunicación a la CNMV deberá hacerse con carácter previo a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contratos con terceros de que se trate. El contenido de la información deberá ser veraz, claro completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado,

	<p>personas que trabajan para ellas, en virtud de un contrato laboral o de otra forma, y que tiene acceso a información privilegiada. Los emisores y las personas que actúan en su nombre o por cuenta de aquellos deben actualizar periódicamente esta lista y la remitirán a la autoridad competente cada vez que ésta los solicite. (Párrafo 3 del apartado 1 del Art. 6 de la Directiva 6/2003/CE).</p> <p>Los Estados miembros se asegurarán de que la información es hecha pública por el emisor de manera que permita un acceso rápido y que el público pueda realizar una evaluación completa, correcta y a tiempo de la información. De igual manera los Estados miembros deben garantizar que la divulgación de información privilegiada al público sea lo más sincronizada posible entre todas las categorías de inversores de todos los estados miembros en los que estos emisores hayan solicitado o aprobado la admisión a cotización de sus instrumentos financieros en un mercado regulado. (Párrafo 3 del apartado 1 de la Directiva 2003/124/CE).</p> <p>Las personas que ejerzan responsabilidades de dirección en el seno de un emisor de instrumentos</p>	<p>“a” del Art. 9.1 de <i>Listing Rules</i>).</p> <p>Una empresa debe notificar sin retraso al Servicio Regulador de Información (<i>Regulatory Information Service –RIS</i>) toda información relevante, que no sea de conocimiento público y que genere cambios en: a) en la condición financiera del emisor, b) en el desempeño de sus negocios, y c) en la expectativa de la empresa respecto a su desempeño; y, si se hace pública, probablemente produciría un importante movimiento de precios en sus valores. (Art. 9.2 de <i>Listing Rules</i>).</p>	<p>de manera que no induzca a confusión o engaño. Los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de internet. (Apartado 2 y 3 Art. 82 LMV).</p> <p>Cuando los valores de un emisor estén admitidos a cotización en uno o varios mercados regulados en la UE, el emisor deberá, de manera diligente, tratar de asegurarse de que la comunicación de la información relevante, se efectúe de la forma más sincronizada posible entre todas las categorías de inversores de todos los Estados miembros en los que el emisor haya solicitado o acordado la admisión a cotización de esos valores. (Apartado 4 del Art. 6 del Real Decreto 1333/2005).</p> <p>Los emisores deberán incluir en los registros documentales regulados por el Art. 83 bis 1 de la ley 24/1988, a todas las personas, internas o externas al emisor, que trabajan para él en virtud de un contrato laboral o de otra forma, que tengan acceso a información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con el emisor, ya sea de forma regular u ocasional. Dichos registros deberán mencionar como mínimo: a) la identidad de toda persona que tenga acceso a información privilegiada. b) el motivo por el que figura</p>
--	--	---	---

	<p>financieros y, si procede, las personas que tengan un vínculo estrecho con ellas, deberán, al menos, comunicar a la autoridad competente la existencia de operaciones efectuadas por su propia cuenta en relación con acciones a dicho emisor, o sobre instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos. Los Estados miembros velarán para que el acceso al público a esa información, al menos de manera individual, esté disponible lo antes posible. (Apartado 4 del Art. 6 de la Directiva /2003/CE).</p> <p>Persona que ejerce un cargo directivo en un emisor, es una persona que es: a) miembro de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor; b) responsable de alto nivel que, sin ser miembro de los órganos mencionados, tiene habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con el emisor y competencia para adoptar decisiones de gestión que afecten al desarrollo futuro y a las perspectivas empresariales de ese emisor. (Párrafo del Art. 1 de la Directiva 72/2004/CE).</p> <p>Persona estrechamente relacionada con</p>		<p>en la lista. c) las fechas de creación y actualización de la lista. Dicho registro habrá de ser actualizado inmediatamente en los siguientes casos: a) cuando se produzca un cambio en los motivos por los que una persona consta en dicho registro. b) cuando sea necesario añadir una nueva persona a ese registro. c) cuando una persona que conste en el registro deje de tener acceso a información privilegiada; en tal caso, se dejará constancia de la fecha en que se produce esta circunstancia. Por último, los emisores de valores habrán de advertir expresamente a las personas incluidas en el registro documental del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de prohibición de su uso, así como de las infracciones y sanciones derivadas de su uso inadecuado. Asimismo los emisores informarán a los interesados acerca de su inclusión en el registro y de los demás extremos previstos en la ley orgánica 15/1999, de protección de datos de carácter personal. (Art. 8 del Real Decreto 1333/2005).</p> <p>Cuando un emisor tenga su domicilio social en España, sus administradores y directivos así como las personas que tengan un vínculo estrecho con éstos, habrán de comunicar a la CNMV todas las operaciones realizadas sobre acciones del</p>
--	---	--	---

	<p>una persona que ejerza un cargo directivo en un emisor de instrumentos financieros es: a) el cónyuge de la persona que ejerza un cargo directivo o cualquier persona relacionada con ella considerada como equivalente al cónyuge por la legislación nacional; b) con arreglo a la legislación nacional, los hijos a cargo de la persona que ejerza un cargo directivo; c) otros parientes de la persona que ejerza un cargo directivo que vivan en su hogar por un periodo mínimo de un año; d) cualquier persona jurídica, fideicomiso (<i>trust</i>), o asociación en la que ocupe un cargo directivo una persona citada en el apartado 1 del presente artículo, o en las letras a, b y c del presente apartado, o que esté directa o indirectamente controlada por esta persona, o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los de esa persona. (apartado 2 Directiva 72/2004(CE).</p> <p>Las persona que ejerza un cargo directivo o persona estrechamente relacionada con una persona que ejerza un cargo directivo en un emisor de instrumentos financieros deberán notificar a la autoridad competente del estado miembro las operaciones</p>		<p>emisor admitidas a negociación en un mercado regulado o sobre derivados u otros instrumentos financieros ligados a dichas acciones. (Apartado 1 Art. 9 del Real Decreto 1333/2005).</p> <p>Se entenderá por directivo cualquier responsable del alto nivel que tenga habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con el emisor y que, además, tenga competencia para adoptar las decisiones de gestión que afecten al desarrollo futuro y a las perspectivas empresariales del emisor. Asimismo, se entenderá por persona que tiene un vínculo estrecho con los administradores o directivos: a) el cónyuge del administrador o directivo o cualquier persona unida a este por una relación de afectividad análoga a la conyugal, conforme a la legislación nacional. b) los hijos que tenga a su cargo. c) aquellos otros parientes que convivan con él o estén a su cargo, como mínimo, desde un año antes de la fecha de realización de la operación. d) cualquier persona jurídica o cualquier negocio jurídico fiduciario en el que los administradores o directivos o las personas señaladas en los párrafos anteriores ocupen un cargo directivo o estén encargadas de su gestión; o que esté directa o indirectamente</p>
--	---	--	--

	<p>efectuadas por su propia cuenta en relación con acciones de dicho emisor, o sobre sus instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos en los cinco días laborables que sigan a la fecha de la operación. Los Estados miembros podrán decidir que, hasta que el importe total de las operaciones alcance un total de cinco mil euros al final del año natural, no será necesaria ninguna notificación o la misma podrá retrasarse hasta el 31 de enero del año siguiente. (Apartados 1 y 2 del Art. 6 Directiva 72/2004/CE).</p>	<p>controlado por el administrador o directivo; o que se haya creado para su beneficio. e) las personas interpuestas. Se considerará que tienen este carácter aquellas que, en nombre propio, realicen transacciones sobre los valores por cuenta del administrador o directivo obligado a comunicar. Se presumirá tal condición en aquellas a quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente cubierto de los riesgos inherentes a las transacciones efectuadas. (Apartado 2 y 3 Art. 9 del Real Decreto 1333/2005).</p> <p>La notificación que deben realizar los directivos o personas que tengan un vínculo estrecho con éstas, habrá de efectuarse en los cinco días hábiles siguientes a aquel en el que tiene lugar la transacción. Además dicha información deberá incluir la siguiente información: a) el nombre de la persona que ejerza un cargo directivo en el emisor o, cuando proceda, el nombre de la persona que tenga un vínculo estrecho con ella. b) el motivo de la obligación de notificación. c) el nombre del emisor. d) la descripción del valor o instrumento financiero. e) la naturaleza de la información. f) la fecha y el mercado en que se haga la operación. g) el precio y volumen de la operación. (Apartado 4 Art. 9 del Real Decreto</p>
--	---	---

			<p>1333/2005).</p> <p>Las adquisiciones o transmisiones de acciones de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en bolsa de valores que determinen el porcentaje de capital que quede en poder del adquirente alcance el 5% o sus sucesivos múltiplos, o que el que quede en poder del transmitente descienda por debajo de alguno de dichos porcentajes, se comunicarán a la sociedad afectada, a las sociedades rectoras de las bolsas en que sus acciones estén admitidas y a la CNMV. Igualmente, los administradores de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una bolsa de valores comunicarán a la CNMV, todas las adquisiciones o transmisiones de acciones de dichas sociedades, y opciones sobre estas, que realicen por sí, a través de sociedades que controlen o a través de otras personas interpuestas, con independencia de su cuantía. (Art. 1 y 5 del Real Decreto 377/1991)</p>
--	--	--	---

CAPÍTULO III
EFECTOS DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL
SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS
DE VALORES

CAPÍTULO III

EFFECTOS DE LA REGULACIÓN BURSÁTIL SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES. COMPARACIÓN ENTRE ESPAÑA Y EL REINO UNIDO

III.1. INTRODUCCIÓN

El estudio de las rentabilidades de las operaciones de los *insiders* corporativos es un tema de enorme relevancia por sus implicaciones tanto científicas (sobre la eficiencia del mercado) como políticas (sobre la efectividad de la regulación del *insider trading*). Su relación con la eficiencia de los mercados es básica dado que su estudio es vital para conocer el proceso por el que la información privada llega a los mercados y es absorbida por los precios.

A pesar de que la mayoría de mercados han adoptado regulaciones que prohíben el *insider trading* (Bhattacharya y Daouk, 2002), la necesidad de una regulación más estricta se desprende fácilmente de la mayor parte de los trabajos empíricos sobre la rentabilidad de las transacciones a mercado abierto, realizadas por los directivos empresariales, ya que mayoritariamente se observa que obtienen rentabilidades superiores a la media del mercado, contraviniendo la hipótesis fuerte de eficiencia de los mercados y poniendo en entredicho la eficacia de la regulación bursátil [Del Brio, Miguel y Perote (2002), para España. Lakonishok y Lee (2001), Hillier y Marshall (2002), Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006), para el Reino Unido. Ravina y Sapienza (2010), Jeng, Metrick y Zeckhauser (2002), Ke, Hubbard y Petroni (2003), para los Estados Unidos. Betzer y Theissen (2009), para Alemania; Cziraki, Goeij y Renneboog (2010), para Holanda].

A pesar de que la evidencia en contra del incumplimiento de la hipótesis fuerte de eficiencia en la mayor parte de los países contrastados pone en entredicho la eficacia de su regulación, no se debe olvidar que ni el grado de restricción ni la coerción o el grado de cumplimiento de la ley (*enforcement*), exigido desde las instituciones, es el mismo en todos los países. En este sentido, dentro del espacio europeo ha existido,

incluso antes de la promulgación de la Directiva 6 de 2003,⁵⁶ una cierta armonización en relación al espíritu y a los contenidos de la regulación del *insider trading* entre los distintos cuerpos jurídicos.

A pesar de ello, existe un país que se distingue del resto no tanto por las diferencias en la legislación nacional, como por la autorregulación marcada por los códigos éticos o de buen gobierno del propio mercado de valores. Este es el caso del Reino Unido, donde la LSE⁵⁷, estableció en 1977, dentro de su regulación interna, el denominado *Model Code*, código que corresponde al capítulo 16 de la normativa de cotización de la LSE. Este código aplica una serie de restricciones mucho más severas que las encontradas en la normativa española, la europea o incluso que en la regulación estadounidense, tal y como resaltan Hillier y Marshall (1999).

El objetivo principal del presente capítulo es tratar de discernir cuál es la eficacia de la regulación sobre el uso de información privilegiada, analizando el impacto de distintos marcos reguladores sobre la eficiencia de los mercados de valores. Habiendo, identificado una diferencia importante en el espíritu regulador entre el Reino Unido y la mayor parte de los mercados desarrollados, el presente trabajo se plantea abordar, de forma paralela, el estudio de la rentabilidad de las operaciones de *insiders* corporativos y la reacción del mercado entre la LSE y el MC,⁵⁸ a fin de conocer las diferencias en términos de rentabilidad anormal, que se producen como consecuencia de las diferencias reguladoras. De igual manera, vamos a analizar las diferencias en cuanto a rentabilidades anormales entre operaciones de compra y de venta, como también entre diferentes grupos de *insiders* clasificados de acuerdo a su posición en la estructura de la empresa, que nos permitirá evidenciar cual de las dos hipótesis se cumple en relación a la jerarquía informacional.⁵⁹

⁵⁶ La Directiva del Parlamento y el Consejo de la Unión Europea, Directiva 6 del 2003, “Sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)”, recientemente aplicada a nuestra normativa nacional, tiene como finalidad adecuar la regulación financiera comunitaria a las necesidades actuales, como paso previo a su integración.

⁵⁷ *London Stock Exchange*

⁵⁸ Mercado Continuo Español

⁵⁹ La literatura financiera ha establecido dos posibles hipótesis relacionadas con la jerarquía informacional: (i): *hipótesis de jerarquía*: considera que la jerarquía informacional funciona en paralelo a la jerarquía organizativa de la empresa. (ii) Hipótesis decisional: la cual considera que la jerarquía informacional viene dada por la proximidad a la toma de decisiones.

De esta forma, como principal novedad y aportación de nuestra investigación en el presente capítulo, es realizar el primer contraste existente en la literatura financiera, que compara los efectos de la regulación del *insider trading* en paralelo, en dos mercados diferentes, mediante el cálculo de la rentabilidad anormal obtenida por los *insiders* de uno y otro mercado en el mismo periodo temporal y con exactamente la misma metodología de análisis. Para ello, hemos seleccionado estos dos mercados: el español y el británico, que, a pesar de encontrarse dentro de un mismo marco jurídico como es el de la Unión Europea, aún mantienen diferencias significativas.

El resto del presente capítulo se estructura de la siguiente forma: Apartado III.2: se analizan los principales argumentos teóricos a favor y en contra de la regulación del *insider trading*. Apartado III.3: se resaltan las principales diferencias en materia reguladora entre ambos países. Apartado III.4: revisión de la literatura y formulación de hipótesis. Apartado III.5: se describen datos, muestra y metodología utilizada. Apartado III.6: se analizan los resultados empíricos y en el apartado III.7: se recogen las principales conclusiones.

III.2. CONVENIENCIA Y EFECTIVIDAD DE LA REGULACIÓN DEL *INSIDER TRADING*

Existen dos cuestiones básicas que dilucidar en torno al *insider trading*. En primer lugar, si este es o no perjudicial para los mercados de valores y en segundo lugar, si las leyes imperantes en distintos mercados son eficaces de cara a prevenir el *insider trading*. En relación con el debate sobre la conveniencia o no de regular el *insider trading* (tal y como se evidenció en el capítulo II, Apartado 2), la mayor parte de la doctrina considera que el *insider trading* va en contra de una serie de principios básicos que garantizan el correcto funcionamiento de cualquier comunidad financiera, como son la justicia, equidad e igualdad de oportunidades para los diferentes agentes que participan en un mercado de valores, lo que es demostrado en Bhattacharya y Daouk (2002) en relación con el grado de implantación cuasi-universal de la regulación del *insider trading*. Igualmente, las empresas a través de mecanismos de autorregulación han restringido esta práctica, como lo sugieren Bettis, Coles y Lemmon (2000) quienes para una muestra de empresas estadounidenses, encuentra que el 92% de ellas cuentan con políticas internas restrictivas del *insider trading*.

El segundo aspecto destacable es la eficacia de la regulación del *insider trading*, objeto de estudio de numerosos trabajos que se centran en analizar el comportamiento del mercado en periodos anteriores y posteriores a la incorporación o al endurecimiento de la regulación del *insider trading*. Los resultados, de hecho, son contradictorios. Algunos trabajos que apoyan la tesis de la efectividad de esta regulación son Garfinkel (1997), Bettis, Coles y Lemmon (2000) y Beny (2005). Garfinkel (1997) argumenta que los anuncios de beneficios en el mercado estadounidense parecen ser más informativos después de la entrada de la ley “*Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act 1986*”; Bettis, Coles y Lemmon (2000) observan que el *spread*⁶⁰ disminuye en el mercado estadounidense en los periodos en que los estatutos de las empresas prohíben específicamente la negociación de acciones propias por parte de los directivos. Beny (2005), por su parte también detecta una relación positiva entre normas estrictas contra el *insider trading*, y una mayor liquidez y menores spreads en los precios del mercado.

⁶⁰ Spread: se entiende como la diferencia en las cotizaciones de oferta y demanda de un título valor, también se conoce como horquilladle precios

Sin embargo, la autora enfatiza que la posible causa de esta relación sea que el endurecimiento de las normas del *insider trading* generalmente viene acompañado de mayores exigencias en aspectos de transparencia y de comunicación de información.

No obstante, se encuentra mucho más evidencia empírica que, cuestiona la efectividad de la regulación, como en Haddock y Macey (1987), quienes consideran que la regulación del *insider trading* ha fracasado al no lograr evitar los desequilibrios informativos, ya que, a su entender, solamente se produce una redistribución de los beneficios de las transacciones realizadas por los insiders a otros profesionales y agentes informados que operan en el mercado. En la misma línea, Seyhun (1992) considera para el mercado de los Estados Unidos que, tanto el volumen como la rentabilidad de operaciones con base en información privilegiada aumentaron después de que la regulación aprobara reglas más estrictas en contra del *insider trading*. Estrada y Peña (2002) analizan el impacto de la regulación impuesta entre 1988 y 1994 en mercados de valores europeos, poniendo de manifiesto su escaso impacto sobre los modelos de negociación de los *insiders*, ya que éstos conservan la capacidad de obtener rentabilidades superiores. Para el caso británico, Hillier y Marshall (1998) observan que, en periodos de censura, las transacciones de los directivos antes de los anuncios de beneficios se reducen casi a cero, sin embargo, también observan que aunque estos periodos de censura afectan al *timing* de las sus operaciones, no imponen coste de oportunidad alguno. Bhattacharya y Daouk (2002) hacen el estudio más amplio al analizar la legislación del *insider trading* en 103 países, concluyendo que el mero hecho de existir regulación no contribuye a disminuir el coste del capital. Del Brio, Miguel y Perote (2002) cuestionan la poca efectividad de las leyes en el mercado de valores español, al observar que no logra prevenir comportamientos oportunistas por parte de los insiders. Finalmente, Durnev y Nain (2007), observa que en países donde la protección al inversor es débil, la actividad de operaciones sobre información privada se mantiene sin alteraciones, e incluso puede aumentar cuando se imponen mayores restricciones al *insider trading*. En definitiva, la mayoría de estudios aportan evidencia de la poca efectividad de la regulación del *insider trading*.

III.3. PRINCIPALES DIFERENCIAS EN EL MARCO LEGAL ENTRE EL REINO UNIDO Y ESPAÑA

La elección de los dos países objeto de estudio se debe a las diferencias en la situación reguladora del *insider trading*. En el mercado británico, el marco legal que regula el *insider trading* viene dado por la *Financial Services Authority 1986 (FSA)*, la *Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)* y la *1985 Companies Act*, en tanto que para el caso español la regulación base es la Ley 24 de 1988 conocida como la Ley del Mercado de Valores, en la que se realizaron algunas modificaciones a raíz de la entrada en vigor de la Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Reforma del Sistema Financiero y la Directiva 6 del 2003 “Sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (Abuso del Mercado)”. La Circular 2/2007 de 19 de diciembre de 2007, sobre nuevos modelos de participaciones significativas, ha irrumpido con algunas mejoras importantes en beneficio de la mayor transparencia de las operaciones de directivos, al obligar a los consejeros y accionistas con un 3% del capital a comunicar sus operaciones y reducir el plazo de comunicación a 4 días (5 para los directivos), más en línea con la regulación anglosajona.

Sin embargo, como señalamos anteriormente, las principales diferencias en materia normativa no se derivan de estas leyes, sino del *Model Code* y la implantación de los denominados *close periods*. Estos periodos de censura se establecen en los dos meses previos a la publicación de anuncios de los resultados anuales a fin de año o los anuncios de resultados semestrales y en el mes previo a los anuncios de resultados trimestrales. Por lo que se puede concluir que estos directivos no pueden negociar en valores de su empresa durante un periodo total de seis meses al año. Adicionalmente, las empresas cotizadas en la LSE deben tener autorización previa de su director general para negociar en acciones de su empresa. En el mercado español, sin embargo, los directivos empresariales no tienen este tipo de restricción. No obstante, algunas empresas españolas a través de sus códigos de buen gobierno han establecido restricciones internas a la realización de este tipo de operaciones.

Otra diferencia importante en la regulación radica en la definición de *insiders* empleada en ambos mercados y que es más específica para España, ya que el *Model Code* no incluye como *insiders* a los grandes accionistas, mientras que en España todo

accionista que posea una participación significativa está obligado también a comunicar sus operaciones a la CNMV. Situación similar a la española es la de EE.UU., si bien allí la obligación se aplica a aquellos accionistas que posean una participación significativa superior al 10% del capital social, porcentaje superior al caso español.⁶¹

Por último y como diferencia básica podemos resaltar que el plazo para comunicar las operaciones de los *insiders* en el Reino Unido es a más tardar el quinto día posterior a la realización de la operación, mientras que en España el plazo máximo hasta la publicación de la Circular 2/2007 arriba mencionada era de 7. A pesar de que la diferencia en materia de plazos no parece ser muy relevante, sí lo es cuando nos referimos a su cumplimiento, pues mientras que en el mercado británico el periodo medio de retraso entre la fecha de la operación y su respectiva comunicación es inferior a 3 días, para los *insiders* de las empresas españolas representa una media de 34 días, tal y como se recoge en la Tabla III.1 (dato similar al obtenido para el periodo 1992-1996 en Del Brío, Miguel y Perote, 2002).

Tabla III.1 - Retraso medio en las comunicaciones

La Tabla III.1 muestra los días medios de retraso transcurridos entre la fecha de la operación y la fecha de la comunicación por parte de los *insiders*

Año	España	Reino Unido
	Media	Media
1999	31,07	4,94
2000	35,53	3,08
2001	25,68	3,01
2002	41,95	2,32
2003	34,12	2,19
Total	34,14	2,84

⁶¹ Tradicionalmente en España una participación se consideraba significativa cuando superaba el 5% del capital. La Circular 2/2007 de 19 de diciembre de 2007 sobre nuevos modelos de participaciones significativas ha modificado sensiblemente los modelos de comunicación de participaciones y además aumenta la exigencia de la comunicación de las operaciones a todos los accionistas que posean una participación igual o superior al 3% del capital.

III.4. REVISIÓN DE LA LITERATURA Y FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS

III.4.1. Rentabilidades anormales

Como se manifestó anteriormente, a pesar del mayor rigor en la regulación del *insider trading* a nivel país y de la incorporación de políticas restrictivas de este comportamiento en los códigos de buen gobierno en la empresa, la evidencia empírica considera que los *insiders* siguen obteniendo rentabilidades superiores al mercado en sus operaciones, esto sugiere que los *insiders* explotan su ventaja informativa cuando operan con acciones de su empresa [Jaffe (1974), Finnerty (1976a), Demsetz y Lehn (1985); Seyhun (1986); Pope, Morris y Peel (1990), y Gregory, Matatko y Tonks (1997); y más recientemente Aboody y Lev (2000), Lakonishok y Lee (2001), Hillier y Marshall (2002), Friederich, Gregory, Matatko y Tonks (2002), Jeng, Metrick y Zeckhauser (2003), Del Brio, Miguel y Perote (2002), Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006); Jagolinzer (2007). Betzer y Theissen (2009),)].⁶²

Consideramos importante resaltar que en trabajos recientes se han propuestos dos nuevos enfoques diferentes a la ineficacia de la regulación que justifican la obtención de rentabilidades anormales por parte de los *insiders*. Cziraki, Goeij y Renneboog (2010), estos autores plantean la *hipótesis de sustitución*, la cual considera que en escenarios de mayor control y mejor sistema de gobierno corporativo limita a los *insiders* de rentas derivadas del control, por tanto los *insiders* utilizan su ventaja informativa para obtener rentabilidades anormales y compensar de esta forma la disminución de los beneficios privados de control. Fidrmuc, Korzack y Korzack (2011), estos autores plantean la *hipótesis de contenido de información*, la cual considera que en mercados con un buen sistema de gobierno corporativo, las operaciones de los *insiders* transmiten más información a los inversores *outsiders* (agentes externos), debido a la mayor transparencia y credibilidad que en este contexto le da el mercado a la información privada

En todo caso, y como lo manifestamos anteriormente, la hipótesis de partida en el estudio de eventos, consiste en que la rentabilidad de las operaciones de *insiders* en el

⁶² Cabe resaltar que también existe un número menor de trabajos que no encuentran rentabilidades anormales, especialmente cuando se toman en cuenta los costes de transacción: Rozeff y Zaman (1988), Lin y Howe (1990), Eckbo y Smith (1998).

día del evento (fecha de la operación - día cero) y en los días cercanos al evento no es significativamente diferente de cero, sin embargo teniendo en cuenta la evidencia empírica previa en ambos mercados, planteamos nuestras primeras hipótesis en los siguientes términos:

Hipótesis III.1a: *Los insiders obtienen rentabilidades anormales en sus operaciones cuando negocian con acciones de su empresa.*

Hipótesis III.1b: *Esperaríamos una mayor magnitud en las rentabilidades en las operaciones de insiders españoles, debido a su regulación más laxa.*

Hipótesis III.1c: *Las rentabilidades anormales en los días cercanos al evento son significativamente diferentes de cero.*

III.4.2. Rentabilidades anormales por tipo de operación

Existe cierto consenso en la literatura financiera sobre el mayor contenido informativo de las operaciones de compra [Seyhun (1988a), Seyhun (1998), Pope, Morris y Peel. (1990), Madura y Wiant (1995), Lakonishok y Lee (2001); Friederich, Gregory, Matatko y Tonks (2002), Hillier y Marshall (2002), Jeng, Metrick, y Zeckhauser (2003), y Fildmuc y Renneboog (2006)]. El principal argumento, frente al menor contenido informativo de las operaciones de venta, se sustenta en que éstas pueden obedecer a necesidades de liquidez, de diversificación, de tipo fiscal, entre otras y no necesariamente a cambios en las expectativas sobre los flujos de caja futuros de la empresa. En este sentido, planteamos las siguientes hipótesis:

Hipótesis III.2a: *La rentabilidad de las operaciones de compra de los insiders es mayor que la rentabilidad de las operaciones de venta.*

Hipótesis III.2b: *Las rentabilidades en los días cercanos al evento son mayores para las operaciones de compra que para las operaciones de venta.*

III.4.3. Rentabilidad por tipo de insiders

La literatura financiera ha establecido dos posibles hipótesis relacionadas con la jerarquía informacional de los diferentes intragrupos de *insiders*, agrupándolos generalmente, de acuerdo a su posición jerárquica o a su proximidad a la toma de decisiones:

Por un lado, se plantea la existencia de una jerarquía informacional que funciona en paralelo con la jerarquía organizativa, es decir que los *insiders* obtienen una mejor información en paralelo a su posición en el organigrama de la empresa, tesis conocida como *hipótesis de jerarquía*. En esta línea, encontramos trabajos como los de Seyhun (1986, 1988) el cual considera que los presidentes del consejo y los consejeros internos (*officer-directors*) son más eficientes en predecir los cambios futuros en los retornos anormales de los precios de las acciones que los demás miembros del consejo o los accionistas. Los resultados de Lin y Howe (1990) apoyan parcialmente ésta hipótesis, encontrando que las operaciones realizadas por presidentes, directores, consejeros internos y empleados contienen mayor información que las operaciones realizadas por grandes accionistas. Por lo tanto, desde este enfoque se esperaría que entre el grupo de directivos empresariales, el presidente debería estar en disposición de información privada relevante, dada su posición jerárquica en el organigrama de la empresa, y por tanto las rentabilidades de sus operaciones deberían ser superiores a las obtenidas por otros *insiders*.

Por otro lado encontramos la tesis que plantea que la jerarquía informacional viene dada más por la proximidad a la toma de decisiones, que por el estatus en la estructura organizativa, enfoque conocido como *hipótesis decisional* (Nunn, Madden y Gombola, 1983). En este sentido, se esperaría que fuese el grupo de ejecutivos en cabeza del CEO, que tuviesen acceso a información privada de mayor calidad, y por lo tanto una mayor rentabilidad en sus operaciones.

Trabajos más recientes que han abordado el estudio de las diferencias informativas entre intragrupos de *insiders*, encontramos a Dymke y Walter (2008) para Alemania, con resultados favorables a la hipótesis decisional, donde la accesibilidad a la

información privada corresponde a los CEOs. Jeng, Metrick y Zeckhauser (2003) y Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006) no encuentran evidencia a favor de una jerarquía informacional, en ninguna de sus modalidades (*jerarquía y decisional*), lo que puede sugerir que los *insiders* que ocupan los cargos de la empresa más visibles desde el exterior, son más cautelosos a la hora de negociar con información privilegiada, debido al mayor control que ejercen sobre ellos tanto los órganos de control, como los analistas profesionales y los grandes accionistas. Del Brío y Miguel (2011), para España, encuentran evidencia que soporta ambas hipótesis, obtienen que las mayores rentabilidades son obtenidas por los presidentes de las empresas en primer lugar, seguidos de los consejeros delegados, frente a vicepresidentes y directores generales.

Para probar la hipótesis de la jerarquía informacional, creamos sub-muestras de operaciones de *insiders* (*compras y ventas*), agrupadas según el cargo que ocupan en la empresa. Teniendo en cuenta que el peso de la evidencia recae con mayor frecuencia en la *hipótesis decisional*, esperaríamos que las rentabilidades de los *insiders* disminuya en el orden establecido en la jerarquía decisional (Tabla III.2).

Tabla III.2 - Jerarquía informacional

Jerarquía Decisional	Jerarquía Organizacional
<i>CEO</i>	<i>Chair</i>
<i>Managing Director</i>	<i>CEO</i>
<i>Financial Director & Secretary</i>	<i>Managing Director</i>
<i>Financial Director</i>	<i>Financial Director & Secretary</i>
<i>Chair</i>	<i>Financial Director</i>

De acuerdo a lo anteriormente expuesto, planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis III.3a: *La rentabilidad de las operaciones (compras-ventas) de los insiders británicos aumenta con la proximidad del insider a la toma de decisiones empresariales.*

Hipótesis III.3b: *La rentabilidad de las operaciones (compras – ventas) de los consejeros españoles es mayor que la rentabilidad de las operaciones de insiders no consejeros.*

Hipótesis III.3c: *La reacción del mercado británico ante las operaciones de los insiders (compras - ventas) aumenta con la proximidad del insider a la toma de decisiones empresariales.*

Hipótesis III.3d: *La reacción del mercado español es mayor ante las operaciones (compras - ventas) de consejeros frente a la de insiders no consejeros.*

Tabla III.3 – Resumen de hipótesis

Número	Hipótesis
H:III.1(a)	<i>Los insiders obtienen retornos anormales en sus operaciones cuando negocian con acciones de su empresa.</i>
H:III.1(b)	<i>Existe una mayor magnitud en las rentabilidades en las operaciones de insiders españoles, debido a su regulación más laxa.</i>
H:III.1(c)	<i>Las rentabilidades anormales en los días cercanos al evento son significativamente diferentes de cero.</i>
H:III.2(a)	<i>La rentabilidad de las operaciones de compra de los insiders es mayor que la rentabilidad de las operaciones de venta.</i>
H:III.2(b)	<i>Las rentabilidades en los días cercanos al evento son mayores para las operaciones de compra que para las operaciones de venta.</i>
H:III.3(a)	<i>La rentabilidad de las operaciones (compras-ventas) de los insiders británicos aumenta con la proximidad del insider a la toma de decisiones empresariales.</i>
H:III.3(b)	<i>La rentabilidad de las operaciones (compras – ventas) de consejeros es mayor que la obtenida por el grupo de insiders no consejeros.</i>
H:III.3(c)	<i>La reacción del mercado británico ante las operaciones de los insiders (compras - ventas) aumenta con la proximidad del insider a la toma de decisiones empresariales.</i>
H:III.3(d)	<i>La reacción del mercado español es mayor ante las operaciones (compras - ventas) de consejeros frente a la de insiders no consejeros.</i>

III.5. DATOS, MUESTRA Y METODOLOGÍA

III.5.1. Fuentes de Datos

La FSA (*Financial Services Authority*) para el Reino Unido, al igual que la CNMV para España, requiere a los *insiders* de las empresas cotizadas que informen sobre las operaciones realizadas con valores de su propia empresa. A partir de estas comunicaciones, ambas entidades crean las bases de datos de comunicaciones de directivos empleadas en este trabajo y que han sido suministradas para el periodo 1999 a 2003 por la empresa “*Directors Deals Ltd.*” para Reino Unido y por la CNMV para España. La base de datos británica ofrece la siguiente información: fecha del anuncio, código *Sedol*, tipo de operación, sector, nombre de la empresa, nombre del directivo, cargo que ocupa el directivo, fecha de la operación, cantidad de acciones negociadas, precio de negociación, valor de las acciones negociadas, tipo de acción, porcentaje en el capital de la empresa, cambio en el porcentaje de participación en el capital de la empresa producto de la operación. La base de datos de España contiene la siguiente información: CIF de la empresa, nombre de la sociedad, fecha de la comunicación, nombre del sujeto comunicante, su condición o no de consejero, fecha de la operación, tipo de operación, número de acciones directas y valor nominal de las mismas, participación porcentual en el capital de la empresa en acciones directas, número de acciones indirectas, valor nominal de las acciones y porcentaje en el capital de la empresa en acciones indirectas.

Otras fuentes de datos utilizadas fueron la base de datos *Datastream*, de donde se obtuvieron datos de precios diarios de cierre de cotización de las empresas cotizadas en la LSE y MC, y las páginas Web de la LSE y la CNMV, de donde se obtuvieron los hechos significativos necesarios para aislar el evento de interés.

III.5.2. Características de la muestra

La base de datos original para el Reino Unido contaba con 31.661 operaciones de directivos. Estas operaciones corresponden a un total de 5.849 empresas, con un promedio de 5,41 operaciones por empresa, clasificadas en 12 tipos de operación, siendo las más representativas las compras, con un 16.270 transacciones (51,39%),

seguidas por el ejercicio de opciones con 4.367 transacciones (13,79%), las ventas con 4.217 transacciones (13,32%), las acciones entregadas a los directores como parte de esquemas de incentivos, con 2.312 operaciones (7,30%) y finalmente las ventas precedidas al ejercicio de opciones (*sales post exercise*) con 2.154 transacciones (6,80%). En cuanto a la base de datos inicial de operaciones de los *insiders* de España, cuenta con 29.401 operaciones correspondientes a 3.882 empresas, con un promedio de 7,57 operaciones por empresa, distribuidas en 19.043 operaciones de compra y 10.358 operaciones de venta.

Teniendo en cuenta la disponibilidad de datos para España (en la que el nivel de desglose de las operaciones es menor que para el Reino Unido) el presente trabajo sólo analizará operaciones de compra y venta; igualmente siguiendo la literatura previa excluimos las operaciones de los *insiders* relacionadas con el sector financiero, debido a que las características específicas de este tipo de empresas respecto a su estructura y al flujo de información modifican el comportamiento transaccional de los *insiders*, tal como indican Slovin, Sushka y Poloncheck (1991).

Por último y como consecuencia de los filtros adicionales requeridos en la metodología a utilizable, la muestra definitiva utilizada para el Reino Unido se recoge en la Tabla III.4, se observa que el número total de operaciones es de 3.244 que corresponden a 1794 empresas/año, de las cuales 2.513 son operaciones de compra (77,5%) y 731 (22,5%) son operaciones de venta. El ratio medio de operaciones por empresa/año es de 1,8, siendo el año 2000 el de mayor intensidad negociadora (2,09). En cuanto al tipo de operación, se observa una mayor frecuencia en operaciones de compra como lo indica el ratio $R_{C/V} = 3,4$. Situación que se revierte cuando se analiza el volumen de acciones negociadas $R_{VC/VV} = 0,23$, hecho que sugiere que a pesar del menor número de ventas realizadas el volumen de acciones vendidas es muy superior al volumen de acciones compradas.

Tabla III.4 – Reino Unido: Distribución de operaciones

	1999	2000	2001	2002	2003	Total
Operaciones – año	277	664	634	885	784	3.244
Empresas año	159	318	364	485	468	1.794
R_OP/EMP	1,74	2,09	1,74	1,82	1,68	1,81
Compras – año	225	471	505	741	571	2.513
Media de acciones compradas	92.943	50.286	73.661	93.890	208.059	107.509
Ventas – año	52	193	129	144	213	731
Media de acciones vendidas	554.239	365.841	204.442	409.680	714.647	461.032
R_C/V	4,3	2,4	3,9	5,1	2,7	3,4
R_VC/VV	0,17	0,14	0,36	0,23	0,29	0,23

R_OP/EMP: ratio entre el número de operaciones - año y el número de empresas - año

R_C/V: ratio entre número de compras y ventas

R_VC/VV: ratio entre volumen de acciones compradas y volumen de acciones vendidas

La Tabla III.5 describe la muestra de operaciones para España, observamos que el número total de operaciones es de 456 que corresponden a 225 empresas - año, de las cuales 298 son operaciones de compra (65,35%) y 158 (34,65%) son operaciones de venta. El ratio medio de operaciones por empresa año es de 2,03, siendo el año 2000 y 2003 el de mayor intensidad negociadora (2,11). En cuanto al tipo de operación, se observa una mayor frecuencia en las operaciones de compra como lo indica el ratio $R_C/V = 1,9$. Situación que se revierte cuando se analiza el volumen de acciones negociadas $R_VC/VV = 0,61$, esto sugiere que a pesar del menor número de ventas realizadas, el volumen de acciones vendidas es superior al volumen de acciones compradas.

Tabla III.5 España: Distribución de operaciones

	1999	2000	2001	2002	2003	Total
Operaciones - año	29	93	111	111	112	456
Empresas - año	18	44	55	55	53	225
R_OP/EMP	1,61	2,11	2,02	2,02	2,11	2,03
Compras - año	21	64	76	70	67	298
Media de acciones compradas	13.404	31.620	18.768	94.568	32.174	41.970
Ventas - año	8	29	35	41	45	158
Media de acciones vendidas	5.940	39.113	48.232	151.306	68.677	68.868
R_C/V	2,6	2,2	2,2	1,7	1,5	1,9
R_VC/VV	2,26	0,81	0,39	0,63	0,47	0,61

R_OP/EMP: ratio entre el número de operaciones - año y el número de empresas - año

R_C/V: ratio entre número de compras y ventas

R_VC/VV: ratio entre volumen de acciones compradas y volumen de acciones vendidas

Al comparar la actividad de los *insiders* entre ambos países, encontramos que el promedio de operaciones por empresa no es muy diferente, 1,81 y 2,03 para el Reino Unido y España respectivamente. En cuanto al tipo de operación, se observa en ambos mercados un mayor número de compras que de ventas, sin embargo, la actividad compradora es mucho mayor en el Reino Unido ($R_C/V = 3,4$ para Reino Unido y $R_C/V = 1,9$ para España). En cuanto al volumen de acciones negociadas por tipo de operación, se encuentra para ambos mercados que el volumen de acciones vendidas es superior al volumen de acciones compradas, sin embargo, este volumen es mucho mayor para el Reino Unido ($R_VC/VV = 0,23$ para Reino Unido y $R_VC/VV = 0,61$ para España).

El panel A de la Tabla III. 6 muestra para España la distribución de operaciones por tipo de *insider*, muestra que el número de operaciones de compra realizadas por consejeros es del 53% y de no consejeros del 47%. Para el Reino Unido, considerando que la información de la base de datos permite un mayor grado de desagregación agrupamos las operaciones de *insiders* de acuerdo con su cargo e intensidad negociadora, el panel B de la Tabla III.6 muestra que los grupos de *insiders* con mayor número de operaciones de compra son: *Chairman (Chair)* con un 26% del total de operaciones, seguido del CEO con un 23,29%, *Finance Director (FD)* con un 10,81%, *Finance Director & Company Secretary (FDS)* con un 6,85%, y *Managing Director (MD)* con un 4,34%.

El panel A de la Tabla III.7 muestra para España que el número de operaciones de venta es igual para cada grupo de *insiders* (79 operaciones por grupo). Para Reino Unido (panel B), muestra que los *insiders* con mayor actividad son: *Chair* con un 27,7% del total de operaciones de venta, seguido del *CEO* con un 17,2%, *FDS* con un 7%, *DC* 4,5% y *FD* con un 4,0%.

En términos absolutos, se observa para ambos mercados una mayor actitud compradora entre los *insiders* independientemente del tipo de grupo. Comportamiento que resalta aún más cuando analizamos su participación relativa en el total de las operaciones, especialmente en Reino Unido, por ejemplo, el grupo de CEOs realiza el 23,29% del total de compras, mientras que solo realiza el 17,2% del total de las ventas, y el grupo de FD que realiza el 10,81% del total de compras, en comparación con el 4% del total de ventas.

Tabla III.6 – Numero de operaciones de compra por tipo de *insider*

Cargo	# Operaciones	%
Panel A (Compras España)		
<i>Conse</i>	159	53%
<i>No-Conseje</i>	139	47%
Total	298	100%
Panel B (Compras Reino Unido)		
<i>Chair</i>	341	25,95%
<i>CEO</i>	306	23,29%
<i>FD</i>	142	10,81%
<i>FDS</i>	90	6,85%
<i>MD</i>	57	4,34%
<i>Otros</i>	378	28,77%
Total	1.314	100,00%

Tabla III.7 Número de operaciones de venta por tipo de *insider*

Cargo	# Operaciones	%
Panel A (Ventas España)		
<i>Conse</i>	79	50%
<i>No-Conseje</i>	79	50%
Total	158	100%
Panel B (Ventas Reino Unido)		
<i>Chair</i>	111	27,68%
<i>CEO</i>	69	17,21%
<i>FD</i>	28	6,98%
<i>FDS</i>	18	4,49%
<i>MD</i>	16	3,99%
<i>Otros</i>	159	39,65%
Total	401	100,00%

III.5.3. Metodología

Para calcular la rentabilidad anormal de los *insiders* en sus operaciones de mercado abierto con acciones propias, aplicamos la metodología de eventos, considerando como evento de estudio cada operación individual realizada por los *insiders* españoles o británicos, según la muestra de estudio. Utilizamos datos diarios y consideramos como fecha del evento la fecha de la operación de cada *insider* reflejada por el mismo en su comunicación de participaciones significativas a la CNMV o a la FSA. El periodo del evento seleccionado consiste en el intervalo (-10,+10). De esta forma buscamos contrastar la capacidad del *insider* de anticipar los cambios en los precios de los títulos de su propia empresa, tomando una ventana anterior, pero también vemos la reacción post-evento al seleccionar una ventana posterior. La hipótesis de partida en el estudio de eventos, como es habitual, consiste en que la rentabilidad de las operaciones de los *insiders* en el día de la operación (día cero) y en los días cercanos al evento no es significativamente diferente de cero.

Como periodo de estimación se seleccionó el periodo (-180,-11), a fin de aislar el evento de interés de otros eventos que puedan afectar de manera sustancial al precio de la cotización, eliminamos aquellas operaciones que en el intervalo (-3,+3) coincidían con hechos significativos que según la literatura, tienen un impacto en el precio, como son emisiones de capital, anuncios de beneficios y dividendos, adquisiciones, alianzas

estratégicas y ofertas públicas de adquisición. De esta forma tratamos de tener certeza de que la rentabilidad obtenida por el *insider* obedece a su ventaja informativa y no a otra serie de factores. También controlamos que no se produjeran solapamientos de eventos (operaciones de *insider trading*), por lo que se eliminaron de la muestra aquellas operaciones de *insiders* que no tuviesen un intervalo mínimo entre una y otra de 21 días (ventana del evento) para que no se acumulase el efecto de ambas. De la misma manera, para evitar el efecto del *thin trading* o negociación asíncrona se eliminaron las observaciones que no tuvieran al menos el 50% de días de cotización en los periodos de estimación y predicción.

Siguiendo la práctica habitual en los estudios de *insider trading*, para la agregación de las rentabilidades anormales de operaciones de compra como de ventas, multiplicamos los retornos de las ventas de las operaciones de *insiders* por -1, metodología que ha sido empleada por diversos autores como Jaffe (1974a), Rozeff y Zaman (1988), Seyhun (1988) y Lin y Howe (1990), entre otros.

Para el cálculo de retornos anormales además de utilizar el modelo de mercado tradicional, consideramos una versión modificada del mismo en la que se ajusta la estructura de volatilidad condicional de la serie de precios mediante un modelo de heterocedasticidad condicional en línea con las recomendaciones realizadas para el caso español por León y Mora (1999), Gómez Sala (2001), Del Brio, Perote y Pindado (2003) o Sabater y Gutiérrez-Hita (2008). Este modelo, recogido en la ecuación 1, permite a la varianza variar en el tiempo a fin de captar mejor cualquier innovación que en nuestro caso se traduce en cualquier nueva información que llegue al mercado y que lógicamente afectará al riesgo asimétrico del mercado (Miralles, Miralles y Miralles, 2008),

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde R_{it} es el logaritmo de los retornos de la empresa i en el día t , y R_{mt} son los retornos del mercado sobre el día t utilizando como proxy el índice del mercado Ibex 35 y *FTSE All Shares* para España y el Reino Unido respectivamente; α_i , β_i son los

parámetros del modelo de mercado estimados mediante máxima verosimilitud y ε_{it} es una variable aleatoria que se distribuye condicionalmente como una $N(0, \sigma_{it}^2)$, donde σ_{it}^2 sigue un proceso ARCH como el reflejado en la ecuación 2.

$$\sigma_{it}^2 = \gamma_{0i} + \gamma_{1i} \varepsilon_{it-1}^2; \geq 0, \forall j = 0, 1 \text{ y } \gamma_{1i} < 1. \quad (2)$$

La estimación de este modelo elimina las potenciales deficiencias del modelo de mercado al describir el comportamiento estocástico de los retornos de los activos.

Por su parte, las rentabilidades anormales diarios, AR_{it} , son calculados para cada día del periodo de evento (-10,+10), restando de los retornos normales los retornos actuales, conforme a la ecuación:

$$AR = AR_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (3)$$

A fin de garantizar la validez de los resultados y analizar la sensibilidad del modelo a la metodología utilizada, calculamos también los retornos anormales estandarizados (SAR), siguiendo la propuesta de Dodd y Warner (1983), de forma que se corrija el efecto del peso excesivo de las operaciones grandes sobre los resultados del contraste de hipótesis. De hecho, para dicho contraste, utilizamos igualmente dos tests estadísticos, el portfolio test o test de la cartera (Brown y Warner, 1980):

$$t_t = \frac{AR_t}{\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N \hat{\sigma}_{pest}^2}{N}}} \quad (4)$$

y el estadístico estandarizado (Wtest) de Dodd y Warner (1983), también utilizado en Azofra y Vallelado (1994):

$$W_j = SAR_{it} \left(\frac{1}{\sqrt{K}} \right) \quad (5)$$

De igual forma, utilizamos el estadístico t_{CAR} para el análisis de sensibilidad de los retornos anormales medios acumulados de los diferentes intervalos que se contrastan,

así como el estadístico Z medio de Dodd y Warner (1983), también para retornos acumulados.

$$t_{-CAR} = \frac{CAR_k}{\hat{\sigma}\sqrt{k}} \quad (6)$$

$$Z = \overline{W}_j \sqrt{N} \quad (7)$$

donde

$$\overline{W}_j = \frac{1}{N} \sum_{K=1}^N W_j \quad (8)$$

Todos los tests fueron adaptados consecuentemente para recoger la estructura ARCH adoptada en el modelo de mercado, incorporando la varianza condicional estimada para cada periodo. Por ello nos referiremos a ellos como el $t_{ajustado}$, $W_{ajustado}$ y así sucesivamente.

III.6. RESULTADOS EMPÍRICOS

III.6.1. Rentabilidades anormales para la muestra global (compras y ventas agregadas).

Los resultados del contraste para el mercado británico, utilizando el modelo de mercado tradicional, se recogen en la Tabla III.8. Como puede observarse se detectan rentabilidades anormales en el día cero a un nivel de significación del 1%, para las operaciones de *insider* de Reino Unido utilizando cualquiera de los test ($t = 9,51$ y $W = 5,59$). Resultados que son corroborados (Tabla III.9), cuando utilizamos el modelo de mercado ajustado por un ARCH ($t = 8,22$ y $W = 6,64$). Resultados que permiten soportar la hipótesis III.1a para el Reino Unido.

Los resultados del contraste para el modelo español, utilizando el modelo de mercado tradicional, se recogen en la Tabla III.10. Como puede observarse se detectan rentabilidades anormales en el día cero a un nivel de significación del 1% para las operaciones de *insiders* de España, independientemente del test que se utilice ($t = 2,15$ y

W = 2,18). Resultados que son corroborados (Tabla III.11) cuando utilizamos el modelo de mercado ajustado por un ARCH (t = 2,11). Resultados que permiten soportar la hipótesis III.1a para España.

A pesar de que la obtención de rentabilidades anormales por parte de los *insiders* es evidente en ambos mercados, los retornos anormales medios de los *insiders* británicos son mayores en magnitud y significancia, que los de los *insiders* españoles (0,52% vs. 0,21%).⁶³ Estos resultados no permiten mantener la hipótesis III.1b, la cual esperaba encontrar una mayor magnitud en las rentabilidades anormales de los *insiders* españoles como consecuencia de una regulación más laxa del *insider trading*. Resultados que generan dudas sobre la eficacia de una regulación más dura del *insider trading*, u que están en línea con resultados de trabajos previos (Seyhun, 1992; Hillier y Marshall, 1998; Estrada y Peña, 2002; Bhattacharya y Daouk, 2002; Bris, 2005; Jagolinzer, 2009).

Para el Reino Unido se detectan además rentabilidades anormales negativos y significativos para la mayor parte de los días anteriores al día del evento, y positivos y significativos para la fecha del evento y para el resto del periodo post-evento, resultados coincidentes con los Fildmuc, Goergen y Renneboog (2006), y que corrobora la evidencia de Friederich, Gregory, Matatko y Tonks (2002), hecho que está en línea con la mayoría de resultados empíricos previos, y que demuestra la capacidad que tienen los *insiders* de anticipar los movimientos del mercado (*timing*). Por el contrario, el mercado español no parece reaccionar en el corto plazo ante las operaciones de los *insiders*, destacando las rentabilidades anormales en el día previo al evento (t = 2,98 y t_{ARCH} = 3,14), resultado que puede tener dos posibles explicaciones. O bien se produjo una fuga de información privilegiada, o bien es producto de discrepancias en las fechas de operación indicadas por los *insiders* en las comunicaciones enviadas a la CNMV. De hecho, dada la dilación que existe en la entrega de estas comunicaciones por parte de los *insiders*, parece más plausible decantarse por la segunda explicación. En todo caso estos resultados sólo nos permiten mantener la hipótesis III.1c para el Reino Unido, la cual planteaba retornos anormales para los días cercanos al evento.

⁶³ En un contraste de medias no reportado, se probó que los retornos anormales de las operaciones de los *insiders* británicos es mayor que los de su contraparte españoles a un nivel de significación del 5%.

En cuanto a las rentabilidades anormales acumuladas, las conclusiones coinciden con el análisis de las rentabilidades anormales medias por día. La Tabla III.12 ofrece los resultados del contraste de significación de las rentabilidades anormales acumuladas (CAR y SCAR, respectivamente para los estadísticos t_{CAR} y Z ajustados), para distintos intervalos. El Panel A muestra para el Reino Unido SCARs significativos al 1% para todos los intervalos considerados. Las rentabilidades acumuladas negativas para el periodo anterior a la operación por parte de los *insiders* británicos, sugieren una mayor capacidad de anticipación (*timing*) de los movimientos del mercado en comparación con sus homónimos españoles. El Panel B muestra para España SCAR significativos para los intervalos (-1,+1), (-1,0) y (0, +1) al 1% de significación, resultados que reafirman la rentabilidad anormal asociada a estas transacciones que se observan con los datos no acumulados.

De igual manera, se observan mayores cambios en el comportamiento de los precios alrededor de las operaciones de los *insiders* británicos que de los españoles, como se pone de manifiesto en la reacción en cadena que se da en el mercado a partir de la fecha del evento. Situación muy distinta se observa en el mercado español, donde no se produce ninguna reacción inmediata en el periodo post-evento y cuando se produce (ya en el día +8 y solo para el $W_{ajustado}$), ésta es negativa. Esta situación parece implicar que el mercado español no recibe a tiempo la información privada, derivada de las operaciones directivas, de forma que cuando llega la información, ésta carece de valor y se traduce en rentabilidades negativas. De hecho para España, los CARs no son significativos para el periodo post-evento -intervalo (0, +10)- con ninguno de los tests considerados y sí lo son para el mercado británico. La reacción post-evento es, por tanto, la que marca la diferencia entre los mercados español y británico. Las diferencias en las rentabilidades postevento entre los dos mercados podría estar justificada entre otras por las siguientes explicaciones, no necesariamente excluyentes: i) grupos de accionistas que no controlan las empresas en las que invierten (por ejemplo como inversores institucionales), se ven obligados a negociar con base en información pública, en este caso siguiendo la señal de los *insiders*, lo que genera una amplificación de su señal (Fidrmuc, Goergen, y Renneboog, 2006). ii) por la rapidez con que los *insiders* británicos comunican sus operaciones a la LSE, en un plazo medio inferior al máximo permitido de 5 días, mientras que en el mercado español, el retraso medio en la

comunicación es de 34 días.⁶⁴ Esto permitiría una mayor reacción de los outsiders británicos frente a los españoles. Dado que el plazo oficial de publicación en España es de 7 días y la reacción se produce en el día +8, cabría pensar que esta reacción se produce como consecuencia de la llegada al mercado de la información sobre las operaciones directivas. Pero lo cierto es que el número de casos de cumplimiento en el plazo de 7 días es menor al 20%, y el efecto del tamaño está corregido ya con el test estandarizado ajustado, por lo que no cabe centrarse en esta explicación. iii) otra posible explicación, está vinculada con lo planteado por Fidrmuc, Korczak y Korczak (2011), los cuales consideran que una mayor regulación y un mejor sistema de gobierno corporativo tiene un efecto positivo en la transparencia de la información de las empresas, lo que permite que el mercado tenga una mayor credibilidad en el contenido informativo de las operaciones de los insiders, y reaccione en consecuencia.

Ante esta evidencia podemos concluir que en general (es decir, considerando tanto las operaciones de compras como de ventas), los *insiders* de ambos mercados son capaces de anticiparse a los movimientos del mercado, lo cual nos permite manifestarnos en contra de la hipótesis del mercado en su forma fuerte, corroborando resultados previos tanto para el mercado español (Del Brio, Miguel y Perote, (2002) como para el británico (Friederich, Gregory, Matatko y Tonks, 2002 y Fidrmuc, Goergen y Renneboog, 2006).

⁶⁴ En resultados no reportados en este trabajo, verificamos la reacción del mercado más allá de los 34 días que en media demoran los *insiders* españoles en comunicar sus operaciones, sin embargo no se aprecia mayor reacción por parte del mercado.

Tabla III.8 – Reino Unido: Rentabilidades anormales y rentabilidades anormales estandarizadas y test de significación (compras y ventas conjuntamente - Modelo de Mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,25%	-3,21	-6,09%	-2,46	1.638
-9	-0,41%	-5,33	-12,21%	-5,18	1.797
-8	-0,10%	-1,61	-5,88%	-2,92	2.454
-7	-0,17%	-2,95	-7,38%	-3,99	2.921
-6	-0,07%	-1,05	-5,89%	-2,86	2.353
-5	-0,23%	-3,17	-9,35%	-3,86	1.699
-4	-0,22%	-2,97	-14,71%	-5,90	1.607
-3	-0,42%	-5,53	-22,03%	-9,08	1.698
-2	-0,08%	-1,00	-7,03%	-3,01	1.840
-1	-0,25%	-4,02	-11,88%	-5,98	2.537
0	0,52%	9,51	9,82%	5,59	3.244
1	1,07%	17,38	30,30%	15,06	2.470
2	0,40%	5,45	12,38%	5,16	1.737
3	0,57%	7,67	14,22%	5,86	1.700
4	0,48%	6,50	11,30%	4,64	1.689
5	0,45%	6,07	7,87%	3,34	1.801
6	0,37%	5,92	9,20%	4,63	2.530
7	0,26%	4,54	5,22%	2,84	2.955
8	0,16%	2,58	4,00%	1,95	2.380
9	0,28%	3,80	6,77%	2,79	1.699
10	0,43%	5,59	8,52%	3,45	1.642

Tabla III.9 – Reino Unido: Rentabilidades anormales y rentabilidades anormales estandarizadas y test de significación (compras y ventas conjuntamente - Modelo de mercado ajustado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento, la segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculadas a partir del modelo de mercado ajustado por un ARCH. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,29%	-3,37	-9,82%	-3,80	1.497
-9	-0,37%	-3,75	-13,31%	-5,38	1.634
-8	-0,06%	-0,79	-6,25%	-2,94	2.213
-7	-0,17%	-2,28	-9,93%	-5,10	2.639
-6	-0,05%	-0,66	-4,66%	-2,14	2.111
-5	-0,16%	-1,69	-7,79%	-3,04	1.524
-4	-0,27%	-3,12	-16,09%	-6,17	1.468
-3	-0,42%	-4,51	-20,47%	-8,08	1.559
-2	-0,10%	-1,04	-6,44%	-2,64	1.678
-1	-0,35%	-4,78	-18,05%	-8,64	2.290
0	0,54%	8,22	12,24%	6,64	2.942
1	1,11%	14,10	31,68%	14,99	2.238
2	0,41%	4,30	12,32%	4,86	1.555
3	0,58%	6,26	13,14%	5,16	1.543
4	0,51%	5,32	10,48%	4,13	1.553
5	0,40%	4,07	5,18%	2,09	1.635
6	0,39%	4,90	9,98%	4,76	2.273
7	0,27%	3,77	6,88%	3,56	2.677
8	0,11%	1,38	3,63%	1,68	2.129
9	0,27%	2,78	5,08%	1,98	1.518
10	0,44%	4,77	8,19%	3,16	1.488

Tabla III.10 – España: Rentabilidades anormales y rentabilidades anormales estandarizadas y test de significación (Compras y ventas conjuntamente - Modelo de Mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t _test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,27%	-1,99	-10,53%	-1,66	248
-9	-0,19%	-1,50	-3,21%	-0,53	273
-8	-0,03%	-0,31	-0,17%	-0,03	360
-7	-0,15%	-1,49	-4,03%	-0,83	426
-6	0,07%	0,61	2,87%	0,53	339
-5	0,04%	0,36	3,01%	0,48	258
-4	-0,10%	-0,79	-4,72%	-0,74	246
-3	-0,14%	-1,06	-3,55%	-0,56	248
-2	-0,17%	-1,32	-6,39%	-1,04	265
-1	0,33%	2,98	7,71%	1,45	351
0	0,21%	2,15	10,23%	2,18	456
1	0,06%	0,54	1,16%	0,22	345
2	0,04%	0,30	2,21%	0,36	258
3	-0,04%	-0,33	3,29%	0,52	255
4	-0,05%	-0,40	-5,75%	-0,92	253
5	0,00%	0,02	-0,27%	-0,04	265
6	-0,06%	-0,57	1,37%	0,26	358
7	0,10%	1,07	5,72%	1,18	428
8	-0,17%	-1,59	-9,26%	-1,73	350
9	-0,14%	-1,13	-5,99%	-0,96	256
10	-0,04%	-0,31	-2,36%	-0,37	252

Tabla III.11 – España: Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (compras y ventas conjuntamente - Modelo de mercado ajustado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento, la segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculadas a partir del modelo de mercado ajustado por un ARCH. La tercera columna se ofrece el t test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,35%	-2,27	-13,30%	-1,87	198
-9	-0,27%	-1,89	-12,24%	-1,81	219
-8	-0,07%	-0,53	-3,67%	-0,63	297
-7	-0,13%	-1,23	-4,61%	-0,87	358
-6	0,11%	0,88	6,10%	1,05	294
-5	-0,09%	-0,71	-2,05%	-0,31	224
-4	-0,14%	-0,97	-5,73%	-0,82	205
-3	-0,19%	-1,23	-5,46%	-0,78	202
-2	-0,26%	-1,85	-8,65%	-1,26	213
-1	0,39%	3,14	8,64%	1,48	293
0	0,23%	2,11	8,82%	1,72	381
1	0,06%	0,50	-7,19%	-1,24	299
2	-0,01%	-0,07	-3,12%	-0,47	223
3	-0,10%	-0,63	1,09%	0,16	206
4	-0,06%	-0,40	-6,13%	-0,87	203
5	0,01%	0,05	-2,85%	-0,42	213
6	-0,16%	-1,24	-3,27%	-0,57	300
7	0,06%	0,52	2,54%	0,48	360
8	-0,22%	-1,76	-12,51%	-2,18	304
9	-0,15%	-1,11	-10,22%	-1,51	219
10	-0,06%	-0,38	-2,03%	-0,29	204

Tabla III.12 – Test de significación t-test y W-test intervalos de interés de los retornos anormales medios acumulados (Toda la Muestra)

La Tabla III.11 muestra el estadístico t_{CAR} ajustado de los retornos anormales medios acumulados (CAR) para los intervalos de interés y el estadístico Z ajustado de las rentabilidades anormales medias acumulados estandarizados (SCAR). El Panel A ofrece los datos para el mercado español y el Panel B para el mercado británico.

Intervalo	Panel A-Reino Unido		Panel B-España	
	t_{CAR}	Z	t_{CAR}	Z
(-1,+1)	13,14	10,92	3,3	2,89
(-10,0)	-5,35	-14,41	-0,45	0,27
(0,+10)	22,78	23,05	0,27	0,58
(-1,0)	4,48	0,93	3,59	3,7
(0,+1)	18,51	18,19	1,98	2,21
(-5+5)	11,76	6,85	1,06	1,16
(-10,+10)	10,14	4,42	-0,8	-0,31

III.6.2. Rentabilidades anormales por tipo de operación

Para una mayor comprensión del comportamiento transaccional de los *insiders* corporativos dividimos la muestra de acuerdo al tipo de operación. De tal forma, en una segunda etapa evaluamos el contenido informativo de las operaciones de compra y venta de forma separada. Utilizando el modelo de mercado tradicional, la Tabla III.13 muestra para el Reino Unido las rentabilidades anormales en las operaciones de compra para cada día del evento. Se detectan rentabilidades anormales para el día del evento a un nivel de significación del 1%, independientemente del test utilizado ($t = 10,90$ y $W = 6,37$). Resultados que son corroborados (Tabla III.14) cuando utilizamos el modelo de mercado ajustado por un ARCH ($t = 9,70$ y $W = 7,53$). Se observa un comportamiento similar al de la muestra global, caracterizado por rentabilidades anormales negativas antes del evento y positivos y significativos el día del evento y días subsiguientes. Consideramos que es aplicable la misma explicación, pues la rápida comunicación de la operación de los directivos permite que la información llegue al mercado con mayor rapidez. La Tabla III.15 recoge los resultados del contraste para las operaciones de compra del mercado español, encontrando rentabilidades anormales para el día del evento a un nivel del 1%, independientemente del estadístico utilizado ($t = 2,77$ y $W = 2,19$). Resultados que son corroborados (Tabla III.16), cuando utilizamos el modelo de mercado ajustado ($t = 2,60$ y $W = 2,01$).

Las Tablas III.17 y III.18, utilizando el modelo de mercado tradicional y ajustado, muestran para el Reino Unido las rentabilidades anormales de las operaciones de venta en cada día del evento. Ninguno de los modelos detectan rentabilidades anormales el día del evento, sin embargo, en el modelo de mercado tradicional el estadístico t detecta rentabilidades anormales positivos y significativos los días -10, -8, -3, y -1, rentabilidades que son soportados por el estadístico W sólo en los días -8 y -3. En el periodo post - evento el estadístico t encuentra rentabilidades anormales negativas y significativas en los días 4, 5 y 6; el estadístico W detecta rentabilidades anormales los días 1, 3 y 6. Utilizando el modelo de mercado ajustado por un ARCH (Tabla III.18), el estadístico t detecta rentabilidades anormales positivas y significativas en los días -3 y -1, y el estadístico W en los días -8,-3 y -1. En el periodo post evento el estadístico t encuentra rentabilidades anormales negativas y significativas los días 3, 4, 5 y 6; y el estadístico W detecta rentabilidades anormales los días 1, 3, 6, y 7.

Las Tablas III.19 y III.20 muestran para España los resultados del contraste para las operaciones de venta. Como se observa, en ninguno de los modelos se detectan retornos anormales el día del evento. Sin embargo, en el periodo pre-evento, en el modelo de mercado normal el estadístico W detecta retornos anormales negativos y significativos el día -5. En el periodo post - evento, el estadístico t detecta retornos anormales negativos y significativos el día 1, y el estadístico W , el día 6. En el modelo de mercado ajustado, ninguno de los estadísticos detecta retornos anormales.

Los anteriores resultados, en su conjunto, permiten mantener la hipótesis III.2a para ambos mercados, la cual predice una mayor rentabilidad de las operaciones de compra en comparación a las operaciones de venta.

Los resultados para ambos países vienen corroborados por el análisis de los retornos anormales acumulados y los retornos anormales estandarizados (CARs y SCARs, respectivamente), recogidos en la Tabla III.20, que ofrece los test de significación para las sub-muestras de compras y ventas, separadamente. En el Panel A de la Tabla III.21 recogemos los CARs y SCARs para las operaciones de compra en ambos países. Para el Reino Unido se detectan retornos anormales a un nivel de significación del 1% con ambos estadísticos prácticamente en todos los intervalos

considerados, corroborando nuevamente la capacidad de los insiders británicos en adelantarse a los movimientos del mercado. Para el caso español, los valores de Z ofrecen retornos anormales a un nivel de significación del 1% para los intervalos (-1,+1) y (-1; 0), y al igual que en la muestra global no se evidencia una reacción del mercado en el periodo post evento.

En el panel B de la Tabla III.21, se muestran los resultados del contraste para las operaciones de venta de ambos países. Para el Reino Unido, el estadístico t_{CAR} detecta retornos anormales acumulados positivos y significativos para los periodos (-10,0), y (-1,0), y negativos y significativos para el periodo (0,+10), resultados corroborados por el estadístico Z para los periodos (-10,0) y (0,+10), estos resultados arrojan de nuevo evidencia sobre la rentabilidad anormal y el contenido informativo de las operaciones de venta del mercado británico. Para España, el estadístico Z detecta retornos anormales negativos y significativos en el periodo (0,+10), (0,+1) y (-5,+5).

En resumen, los resultados de los retornos anormales acumulados dan soporte a la hipótesis III.2b para el Reino Unido, dicha hipótesis sugiere que el mercado tiene una mayor reacción ante las operaciones de compra que ante las operaciones de venta.

De igual manera, estos resultados sugieren que las rentabilidades asociadas a las ventas no se ponen claramente de manifiesto al analizar los ARs en los días individuales, pero sí al analizar los datos por intervalos. Así, tanto para el Reino Unido como para España, los CARs son significativos (0,+1) y (0,+10). Estos resultados demuestran, por consiguiente, que tanto las operaciones de venta como las de compras generan rentabilidades anormales a los *insiders* y que por tanto, ambas pueden venir motivadas por la posesión de información privada, si bien también ponen de manifiesto la mayor rentabilidad de las operaciones de compra frente a las de venta en ambos países.

Esto debía traducirse en un mayor contenido informativo de las compras, corroborando la hipótesis de que hay menos razones informativas en las ventas debido a que éstas pueden ser realizadas por otros motivos distintos, como pueden ser liquidez, fiscalidad o diversificación del riesgo de la cartera del *insider*. De hecho resultados en

esta línea se encuentran en trabajos previos como Jaffe (1974), Seyhun (1988), Seyhun (1992), Pope, Morris y Peel (1990), Madura y Wiant (1995), Lakonishok y Lee (2001), Friederich, Gregory, Matatko y Tonks (2002), y Hillier y Marshall (2002), Fidrrmuc, Goergen, y Renneboog (2006).

Tabla III.13 – Reino Unido – Compras Retornos anormales y retornos anormales Estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,21%	-2,28	-6,87%	-2,44	1.260
-9	-0,49%	-5,59	-13,96%	-5,21	1.391
-8	-0,04%	-0,56	-4,16%	-1,81	1.887
-7	-0,22%	-3,37	-9,62%	-4,56	2.247
-6	-0,05%	-0,69	-6,81%	-2,92	1.837
-5	-0,24%	-2,84	-12,26%	-4,44	1.313
-4	-0,30%	-3,45	-18,70%	-6,58	1.238
-3	-0,42%	-4,76	-22,81%	-8,24	1.307
-2	-0,15%	-1,71	-9,92%	-3,74	1.420
-1	-0,24%	-3,38	-13,41%	-5,95	1.969
0	0,69%	10,90	12,70%	6,37	2.513
1	1,30%	18,45	35,41%	15,55	1.928
2	0,57%	6,69	14,07%	5,17	1.349
3	0,66%	7,63	15,11%	5,48	1.317
4	0,51%	5,89	13,06%	4,72	1.304
5	0,39%	4,59	8,50%	3,18	1.394
6	0,35%	4,88	9,02%	3,99	1.962
7	0,32%	4,84	5,66%	2,71	2.292
8	0,15%	2,09	4,62%	1,99	1.852
9	0,28%	3,29	6,68%	2,42	1.316
10	0,49%	5,45	10,69%	3,80	1.262

Tabla III.14 – Reino Unido – Compras Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado ajustado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento, la segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculadas a partir del modelo de mercado ajustado por un ARCH. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,28%	-2,77	-10,94%	-3,69	1.138
-9	-0,47%	-4,09	-15,13%	-5,35	1.248
-8	-0,02%	-0,25	-4,38%	-1,79	1.682
-7	-0,21%	-2,50	-12,02%	-5,39	2.010
-6	-0,02%	-0,21	-5,25%	-2,12	1.636
-5	-0,13%	-1,18	-9,67%	-3,30	1.168
-4	-0,35%	-3,72	-20,31%	-6,81	1.124
-3	-0,41%	-3,86	-20,83%	-7,18	1.189
-2	-0,17%	-1,61	-9,49%	-3,40	1.280
-1	-0,37%	-4,31	-20,62%	-8,63	1.753
0	0,75%	9,70	15,86%	7,53	2.258
1	1,39%	15,14	36,18%	15,08	1.737
2	0,63%	5,52	14,82%	5,14	1.203
3	0,65%	5,98	13,04%	4,49	1.188
4	0,53%	4,77	12,03%	4,15	1.189
5	0,32%	2,76	4,61%	1,63	1.250
6	0,38%	4,02	10,09%	4,21	1.741
7	0,32%	3,78	6,41%	2,91	2.059
8	0,08%	0,90	3,31%	1,34	1.644
9	0,27%	2,32	5,21%	1,78	1.171
10	0,52%	4,67	10,03%	3,38	1.136

Tabla III.15 España – Compras Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,33%	-2,00	-10,79%	-1,36	159
-9	-0,31%	-1,93	-5,76%	-0,75	170
-8	0,05%	0,35	3,68%	0,56	232
-7	-0,06%	-0,51	-0,92%	-0,15	273
-6	0,02%	0,16	-1,38%	-0,21	229
-5	-0,08%	-0,57	-6,92%	-0,92	175
-4	-0,13%	-0,83	-4,46%	-0,57	161
-3	-0,19%	-1,15	-3,18%	-0,41	163
-2	-0,13%	-0,78	-7,68%	-0,99	167
-1	0,58%	4,34	14,52%	2,17	224
0	0,32%	2,77	12,68%	2,19	298
1	-0,14%	-1,07	-7,21%	-1,09	229
2	0,01%	0,07	2,00%	0,26	173
3	0,07%	0,46	4,25%	0,55	169
4	-0,16%	-1,06	-9,65%	-1,24	166
5	-0,15%	-0,94	-4,06%	-0,53	169
6	-0,25%	-1,90	-8,31%	-1,26	231
7	0,07%	0,55	4,31%	0,72	279
8	-0,11%	-0,80	-6,17%	-0,95	236
9	-0,25%	-1,62	-7,34%	-0,96	172
10	-0,07%	-0,49	-3,01%	-0,39	167

Tabla III.16 – España – Compras Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado ajustado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento, la segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculadas a partir del modelo de mercado ajustado por un ARCH. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,35%	-1,82	-10,32%	-1,19	132
-9	-0,39%	-2,21	-19,39%	-2,30	141
-8	-0,01%	-0,09	0,17%	0,02	195
-7	-0,03%	-0,22	-2,15%	-0,33	233
-6	0,09%	0,66	2,96%	0,42	202
-5	-0,14%	-1,00	-7,29%	-0,90	153
-4	-0,12%	-0,78	-3,47%	-0,41	136
-3	-0,22%	-1,17	-3,50%	-0,41	138
-2	-0,17%	-0,94	-8,22%	-0,97	140
-1	0,62%	4,29	13,18%	1,83	192
0	0,34%	2,60	12,59%	2,01	254
1	-0,10%	-0,70	-11,48%	-1,63	202
2	-0,04%	-0,24	-2,89%	-0,36	151
3	0,00%	0,03	0,68%	0,08	138
4	-0,23%	-1,20	-11,80%	-1,39	139
5	-0,14%	-0,73	-3,03%	-0,36	142
6	-0,37%	-2,46	-14,36%	-2,02	197
7	0,07%	0,52	5,69%	0,88	240
8	-0,16%	-1,14	-9,49%	-1,37	209
9	-0,27%	-1,78	-11,55%	-1,41	148
10	-0,08%	-0,47	-2,92%	-0,34	137

Tabla III.17 – Reino Unido – Ventas Retornos anormales y retornos normales estandarizado y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	0,39%	2,66	3,48%	0,68	378
-9	0,11%	0,73	6,20%	1,25	406
-8	0,30%	2,53	11,61%	2,77	567
-7	-0,02%	-0,15	-0,07%	-0,02	674
-6	0,12%	0,97	2,61%	0,59	516
-5	0,21%	1,41	-0,52%	-0,10	386
-4	-0,03%	-0,23	1,32%	0,25	369
-3	0,40%	2,86	19,45%	3,85	391
-2	-0,17%	-1,21	-2,74%	-0,56	420
-1	0,27%	2,25	6,57%	1,57	568
0	0,07%	0,69	0,10%	0,03	731
1	-0,24%	-1,93	-12,13%	-2,82	542
2	0,16%	1,04	-6,53%	-1,29	388
3	-0,28%	-1,89	-11,16%	-2,18	383
4	-0,40%	-2,77	-5,30%	-1,04	385
5	-0,64%	-4,40	-5,68%	-1,15	407
6	-0,42%	-3,51	-9,80%	-2,34	568
7	-0,05%	-0,43	-3,69%	-0,95	663
8	-0,20%	-1,60	-1,83%	-0,42	528
9	-0,28%	-1,92	-7,08%	-1,38	383
10	-0,23%	-1,57	-1,31%	-0,26	380

Tabla III.18 – Reino Unido – Ventas – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado ajustado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento, la segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculadas a partir del modelo de mercado ajustado por un ARCH. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	0,34%	1,97	6,27%	1,19	359
-9	0,04%	0,20	7,43%	1,46	386
-8	0,19%	1,29	12,16%	2,80	531
-7	0,02%	0,11	3,29%	0,82	629
-6	0,17%	1,06	2,61%	0,57	475
-5	0,25%	1,41	1,64%	0,31	356
-4	-0,02%	-0,11	2,31%	0,43	344
-3	0,45%	2,34	19,32%	3,72	370
-2	-0,15%	-0,85	-3,38%	-0,67	398
-1	0,30%	2,08	9,65%	2,24	537
0	0,14%	1,15	-0,31%	-0,08	684
1	-0,14%	-0,94	-16,11%	-3,61	501
2	0,31%	1,79	-3,76%	-0,71	352
3	-0,34%	-2,00	-13,49%	-2,54	355
4	-0,44%	-2,36	-5,42%	-1,03	364
5	-0,64%	-3,78	-7,01%	-1,37	385
6	-0,42%	-3,02	-9,61%	-2,22	532
7	-0,10%	-0,78	-8,45%	-2,10	618
8	-0,20%	-1,36	-4,73%	-1,04	485
9	-0,28%	-1,65	-4,63%	-0,86	347
10	-0,20%	-1,23	-2,26%	-0,42	352

Tabla III.19 – España – Ventas – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t -test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	0,11%	0,49	10,06%	0,95	89
-9	-0,02%	-0,08	-1,20%	-0,12	103
-8	0,16%	0,86	7,13%	0,81	128
-7	0,30%	1,79	9,58%	1,19	153
-6	-0,18%	-0,95	-12,01%	-1,26	110
-5	-0,32%	-1,41	-23,94%	-2,18	83
-4	0,06%	0,25	5,10%	0,47	85
-3	0,04%	0,16	4,31%	0,40	85
-2	0,22%	1,14	4,44%	0,44	98
-1	0,08%	0,44	3,85%	0,43	127
0	-0,02%	-0,11	-5,59%	-0,70	158
1	-0,43%	-2,35	-16,85%	-1,81	116
2	-0,09%	-0,42	-2,63%	-0,24	85
3	0,26%	1,05	-1,58%	-0,15	86
4	-0,15%	-0,71	-2,18%	-0,20	87
5	-0,26%	-1,32	-6,68%	-0,65	96
6	-0,30%	-1,59	-18,63%	-2,10	127
7	-0,18%	-1,07	-8,84%	-1,08	149
8	0,32%	1,68	15,68%	1,67	114
9	-0,07%	-0,32	3,23%	0,30	84
10	-0,03%	-0,12	0,97%	0,09	85

Tabla III.20 – España – Ventas – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado ajustado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento, la segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculadas a partir del modelo de mercado ajustado por un ARCH. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	T	SAR	W	# OPERAC
-10	0,32%	1,25	20,25%	1,63	65
-9	0,04%	0,16	-1,41%	-0,12	77
-8	0,14%	0,60	11,01%	1,11	101
-7	0,33%	1,67	9,08%	1,01	124
-6	-0,16%	-0,74	-13,38%	-1,28	92
-5	-0,03%	-0,12	-9,21%	-0,78	71
-4	0,16%	0,56	9,99%	0,82	68
-3	0,09%	0,36	9,69%	0,77	63
-2	0,43%	1,84	9,77%	0,83	72
-1	0,01%	0,03	-0,63%	-0,06	100
0	-0,05%	-0,25	-0,99%	-0,11	126
1	-0,37%	-1,69	-0,80%	-0,08	97
2	-0,05%	-0,17	3,62%	0,31	72
3	0,30%	0,94	-2,63%	-0,22	67
4	-0,27%	-1,01	-6,63%	-0,53	63
5	-0,30%	-1,12	1,65%	0,14	70
6	-0,26%	-1,10	-17,51%	-1,77	102
7	-0,07%	-0,30	2,26%	0,25	119
8	0,36%	1,42	19,17%	1,87	95
9	-0,08%	-0,26	7,48%	0,63	71
10	0,02%	0,07	0,62%	0,05	66

Gráfico III.1 Reino Unido – Rentabilidad anormal media por día del evento

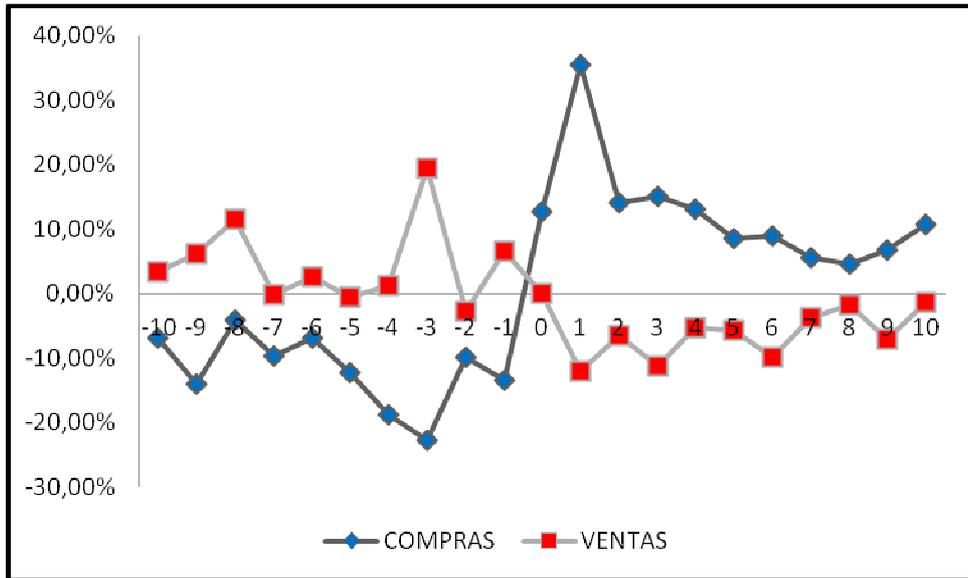


Gráfico III.2 – España – Rentabilidad anormal media por día del evento

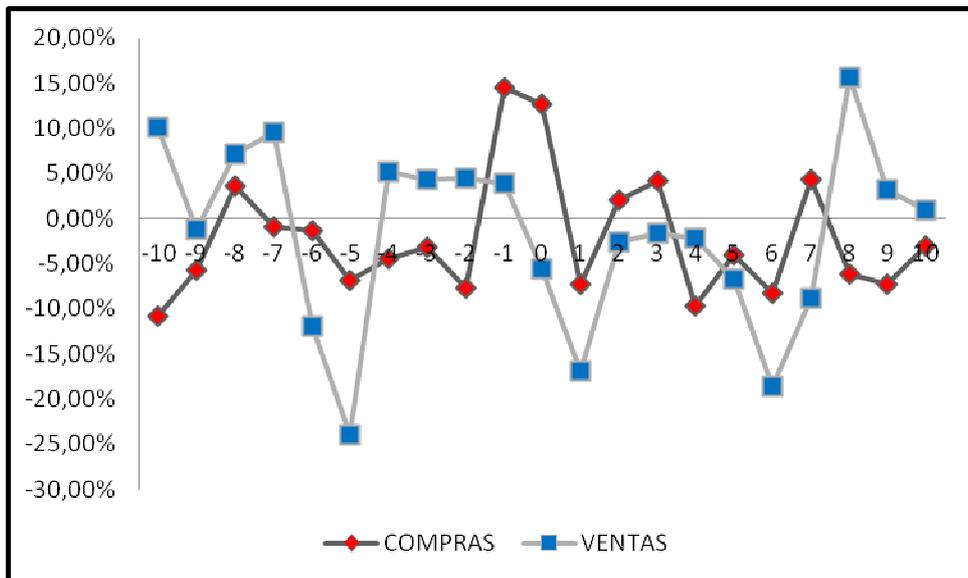


Tabla III.21 Test de significación de los retornos anormales medios acumulados por tipo de operación para distintos intervalos de interés

La presente Tabla III.20 muestra los valores del estadístico t_{CAR} ajustado utilizado para contrastar si los retornos anormales medios acumulados (CAR) son significativamente distintos de cero en ciertos intervalos de interés para dos subgrupos establecidos en función del tipo o signo de la operación: compras y ventas para los dos países considerados: España y el Reino Unido. Así mismo se ofrece el dato del estadístico Z ajustado de Dodd y Warner (1983) para la el contraste de los retornos anormales medios acumulados estandarizados (SCAR). El Panel A recoge los resultados del contraste para las operaciones de compra en ambos países y el Panel B recoge los contrastes para las operaciones de venta en dichos países.

Panel A: Compras				
Intervalo	Reino Unido		España	
	t_CAR	Z	t_CAR	Z
(-1,+1)	14,93	12,06	3,49	2,33
(-10,0)	-4,16	-14,3	0,32	0,33
(0,+10)	22,81	23,46	-0,99	-0,91
(-1,0)	5,95	1,72	4,93	4,05
(0,+1)	20,25	19,46	1,36	1,24
(-5,+5)	12,58	7,13	0,72	-0,01
(-10,+10)	10,66	4,43	-1,22	-1,24

Panel B: Ventas				
Intervalo	Reino Unido		España	
	t_CAR	Z	t_CAR	Z
(-1,+1)	0,63	-0,67	-1,04	-1,68
(-10,0)	3,67	3,86	0,91	-0,02
(0,+10)	-5,24	-5,09	-1,59	-2,35
(-1,0)	2,01	1,23	0,21	-0,69
(0,+1)	-0,74	-2,26	-1,58	-2,03
(-5,+5)	-1,11	-1,21	-0,91	-2,07
(-10,+10)	-1,31	-1,09	-0,46	-1,29

III.6.3. Rentabilidades anormales por tipo de insider

Las Tablas III.22 a III.26 recogen los contrastes de las operaciones de compra por tipo de *insider* del mercado británico, tomando como referencia el estadístico “W”. Se observa que todos los grupos de *insiders*, excepto el de *Chairman*, obtienen rentabilidades anormales el día del evento, en el siguiente orden, de mayor a menor: MD (*Managing Director*), FD (*Finance director*), FDS (*Finance Director & Company Secretary*) y CEO (*Chief Executive Officer*). Resultados que soportan parcialmente la hipótesis decisional (III.3a) para las operaciones de compra del Reino Unido. Sin embargo, se debe enfatizar, que son las cabezas visibles de la empresa (*CEO* y *Chairman*) las que obtienen menores rentabilidades anormales, lo que sugiere que estos *insiders* se abstienen de operar con información privilegiada, debido a que en ellos prima un mayor componente ético y/o una mayor alineación de intereses con los de los accionistas. Otra posible explicación puede ser que su abstención al uso de información privilegiada se deba a que son más cautos por la mayor vigilancia que ejercen sobre ellos tanto los órganos de control, analistas profesionales y grandes accionistas.

Las Tablas III.27 y III.28 muestran los resultados para las operaciones de compra de los *insiders* españoles, donde se observa que el grupo *Conse* obtienen rentabilidades anormales el día del evento a un nivel de significación del 1% independientemente del estadístico utilizado. Por el contrario, el grupo de *No-Conse* no obtiene rentabilidades anormales, sin embargo, llama la atención la rentabilidad anormal muy significativa que obtiene este grupo en el día -1 ($t = 5,6$ y $W = 3,06$), resultados que al igual que en la muestra global, pueden sugerir una mayor fuga de información en este grupo de *insiders*, o bien es producto de discrepancias en las fechas de operación indicadas por los *insiders* en las comunicaciones enviadas a la CNMV. En todo caso los resultados permiten mantener la hipótesis 3b para las operaciones de compra del mercado español.

Las Tablas del III.29 al III.33 muestran los resultados para las operaciones de venta del Reino Unido por tipo de *insiders*, se observa que ninguno de los estadísticos detecta retornos anormales el día del evento, resultados consistentes con los obtenidos en las ventas totales. Las Tablas III.34 y III.35 muestran los resultados para las operaciones de venta de los *insiders* españoles, al igual que para el Reino Unido,

ninguno de los estadísticos detecta retornos anormales, resultados consistentes con los obtenidos en las ventas totales. En todo caso estos resultados no permiten mantener las hipótesis 3a y 3b para España y el Reino Unido, respectivamente.

Las Tablas III.36 y III.37 muestran los resultados para los CARs y SCARs de las operaciones de compra por tipo de *insider* para el mercado británico y español, respectivamente. Para Reino Unido, utilizando el estadístico Z_CAR como referencia, se observa que el mercado reacciona positiva y significativamente ante las operaciones de todos los grupos de *insiders*, decreciendo en el siguiente orden: CEO (*Chief Executive Officer*), FDS (*Finance Director & Company Secretary*), Chair (*Chairman*), FD (*Finance Director*) y MD (*Managing Director*), resultados más en línea con la *hipótesis decisional* (III.3c). En cuanto a España, se observa muy poca reacción del mercado en el corto plazo ante las operaciones de compra, tanto de consejeros como de no consejeros, situación que no permite mantener la hipótesis 3d.

Las Tablas III.38 y III.39 muestran los resultados para las operaciones de venta por tipo de *insider* para el mercado británico y español, respectivamente. Para el Reino Unido, tomando como referencia el estadístico Z_CAR , se observa una reacción negativa y significativa para los grupos FDS (*Finance Director & Company Secretary*) y FD (*Finance Director*), resultados, igualmente más a favor de la *hipótesis decisional* (III.3c), que a la de *jerarquía*.

Para España, se observa una mayor reacción del mercado en el periodo post-evento (0,+10) ante las operaciones de No consejeros en comparación a la de consejeros, estadísticos ($t_CAR = -2,24$ y $Z_CAR = -4,22$), sin embargo, en el periodo pre-evento (-10,0) se observa por parte de los consejeros mayor capacidad de predicción en los cambios de los precios de las acciones, como lo demuestran ambos estadísticos ($t_CAR = 3,75$ y $Z_CAR = 3,07$). Estos resultados sugieren que el mercado español confiere mayor importancia a las ventas de los no consejeros que a las ventas de los consejeros, resultados contrarios a los esperados en la hipótesis III.3d.

Tabla III.22 – Reino Unido – Compras – *Chairman (Chair)* – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,30%	-1,28	-9,20%	-1,21	173
-9	-0,49%	-2,02	-12,72%	-1,77	193
-8	0,27%	1,34	1,21%	0,19	257
-7	-0,35%	-1,91	-15,56%	-2,68	297
-6	-0,55%	-2,70	-13,69%	-2,10	235
-5	-0,91%	-4,07	-41,72%	-5,54	176
-4	-0,43%	-1,86	-29,25%	-3,73	163
-3	-0,45%	-1,93	-93,38%	-12,46	178
-2	0,22%	0,91	-7,60%	-1,06	196
-1	-0,30%	-1,51	-15,18%	-2,49	269
0	0,72%	4,18	2,44%	0,45	341
1	1,57%	8,06	39,41%	6,29	255
2	0,63%	2,74	15,31%	2,07	182
3	0,46%	2,09	10,52%	1,44	188
4	0,99%	4,22	16,80%	2,19	170
5	0,69%	2,89	13,25%	1,84	192
6	0,06%	0,28	-6,29%	-1,02	264
7	0,25%	1,35	4,77%	0,84	306
8	-0,08%	-0,40	1,46%	0,23	244
9	-0,03%	-0,12	-0,28%	-0,04	177
10	0,29%	1,24	6,81%	0,88	166

Tabla III.23 – Reino Unido – Compras – CEO – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,30%	-1,18	-8,07%	-1,01	156
-9	-0,51%	-2,10	-13,67%	-1,73	161
-8	0,02%	0,11	-2,86%	-0,43	227
-7	-0,44%	-2,21	-19,28%	-3,22	278
-6	-0,12%	-0,55	-2,87%	-0,43	230
-5	0,18%	0,64	-1,13%	-0,14	157
-4	-0,95%	-3,68	-39,99%	-5,04	159
-3	-0,34%	-1,40	-16,21%	-2,08	165
-2	-0,31%	-1,31	-11,09%	-1,45	171
-1	0,05%	0,23	4,54%	0,70	240
0	0,21%	1,09	12,56%	2,20	306
1	1,51%	6,74	38,17%	5,88	237
2	0,98%	3,53	27,28%	3,49	164
3	0,77%	2,92	23,02%	2,93	162
4	0,58%	2,33	14,35%	1,83	162
5	-0,28%	-1,18	-6,34%	-0,80	158
6	0,14%	0,66	8,03%	1,22	231
7	0,46%	2,23	9,43%	1,57	278
8	0,24%	1,02	4,14%	0,63	231
9	0,37%	1,34	11,61%	1,48	162
10	0,41%	1,49	5,25%	0,65	154

Tabla III.24 – Reino Unido – Compras – *Financial Director (FD)* – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t -test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,14%	-0,46	0,52%	0,04	66
-9	-0,21%	-0,65	-6,44%	-0,56	76
-8	0,14%	0,49	-1,00%	-0,10	109
-7	-0,08%	-0,34	2,27%	0,26	129
-6	-0,56%	-2,10	-19,53%	-2,06	111
-5	0,35%	1,14	16,53%	1,46	78
-4	0,01%	0,04	-22,46%	-2,00	79
-3	-0,56%	-1,70	-20,23%	-1,68	69
-2	-0,08%	-0,24	-6,28%	-0,55	77
-1	-0,46%	-1,72	-22,59%	-2,40	113
0	0,93%	3,89	26,41%	3,15	142
1	1,31%	4,76	37,42%	3,96	112
2	0,75%	2,31	20,66%	1,88	83
3	0,22%	0,73	10,60%	0,95	80
4	0,31%	0,97	10,81%	0,89	68
5	0,56%	1,72	3,27%	0,29	76
6	0,25%	0,98	6,12%	0,64	110
7	0,23%	0,95	1,25%	0,14	134
8	0,05%	0,16	3,40%	0,34	103
9	0,20%	0,63	6,03%	0,55	83
10	0,29%	0,93	13,79%	1,19	75

Tabla III.25 – Reino Unido – Compras – *Financial Director & Secretary (FDS)* – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t -test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-1,28%	-2,33	-34,26%	-2,42	50
-9	-0,87%	-1,56	-14,02%	-0,98	49
-8	0,29%	0,64	-1,68%	-0,13	63
-7	-0,31%	-0,78	-1,59%	-0,14	76
-6	0,34%	0,78	1,91%	0,15	63
-5	-0,25%	-0,47	-11,24%	-0,73	42
-4	-1,30%	-2,60	-46,03%	-3,12	46
-3	-0,59%	-1,05	-14,55%	-1,03	50
-2	-0,29%	-0,53	-20,78%	-1,45	49
-1	-0,21%	-0,49	-16,60%	-1,36	67
0	1,81%	4,78	29,22%	2,77	90
1	2,88%	7,18	72,52%	5,89	66
2	1,33%	2,75	38,26%	2,62	47
3	1,07%	2,11	19,22%	1,33	48
4	0,46%	0,96	21,99%	1,54	49
5	0,30%	0,54	10,17%	0,70	47
6	-0,27%	-0,62	-3,24%	-0,26	67
7	-0,24%	-0,63	1,18%	0,11	84
8	0,41%	0,97	7,87%	0,63	65
9	0,47%	0,95	12,07%	0,82	46
10	0,26%	0,49	11,30%	0,78	48

Tabla III.26 Reino Unido – Compras – *Managing Director (MD)* – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	T	SAR	W	# Operaciones
-10	0,94%	1,99	15,64%	0,80	26
-9	0,43%	0,82	36,00%	1,90	28
-8	-0,52%	-1,21	-17,90%	-1,12	39
-7	0,13%	0,38	10,52%	0,75	51
-6	-0,19%	-0,47	-27,10%	-1,76	42
-5	-0,71%	-1,42	-43,95%	-2,41	30
-4	-0,49%	-0,91	-26,52%	-1,35	26
-3	-1,68%	-3,42	-63,54%	-3,48	30
-2	0,17%	0,32	-0,11%	-0,01	29
-1	-0,14%	-0,34	-17,91%	-1,17	43
0	3,54%	9,80	76,46%	5,77	57
1	2,21%	5,62	57,58%	3,91	46
2	0,75%	1,54	11,41%	0,66	33
3	1,60%	2,71	32,52%	1,66	26
4	-0,27%	-0,53	-4,90%	-0,25	27
5	0,44%	0,81	3,57%	0,19	28
6	-0,25%	-0,59	-9,96%	-0,65	43
7	-0,57%	-1,56	-18,38%	-1,35	54
8	0,46%	1,16	5,61%	0,37	44
9	0,45%	0,95	18,31%	1,07	34
10	0,19%	0,33	-25,43%	-1,25	24

Tabla III.27 – España – Compras – Consejeros (Conse) Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t -test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,33%	-1,35	-12,68%	-1,10	75
-9	-0,27%	-1,14	-6,33%	-0,58	85
-8	-0,38%	-2,13	-10,88%	-1,22	125
-7	-0,15%	-0,90	-4,52%	-0,55	148
-6	0,18%	0,99	2,30%	0,26	130
-5	-0,18%	-0,92	-12,48%	-1,27	103
-4	-0,31%	-1,55	-15,27%	-1,40	84
-3	-0,20%	-0,86	-5,34%	-0,47	78
-2	-0,03%	-0,13	-5,27%	-0,49	87
-1	0,15%	0,82	1,66%	0,19	125
0	0,37%	2,32	20,00%	2,52	159
1	-0,27%	-1,46	-9,44%	-1,07	128
2	0,16%	0,80	11,78%	1,18	100
3	-0,01%	-0,04	-3,19%	-0,30	88
4	-0,03%	-0,13	-7,59%	-0,67	78
5	-0,22%	-0,97	-5,56%	-0,51	85
6	-0,24%	-1,34	-6,78%	-0,76	126
7	0,04%	0,27	4,75%	0,59	152
8	-0,31%	-1,75	-14,87%	-1,70	131
9	-0,23%	-1,17	-8,19%	-0,83	102
10	-0,27%	-1,39	-10,79%	-1,02	89

Tabla III.28 - España – Compras – *No Consejeros (No_Conse)* – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,34%	-1,48	-9,11%	-0,83	84
-9	-0,36%	-1,59	-5,20%	-0,48	85
-8	0,54%	2,83	20,69%	2,14	107
-7	0,04%	0,21	3,34%	0,37	125
-6	-0,18%	-0,91	-6,22%	-0,62	99
-5	0,05%	0,22	1,03%	0,09	72
-4	0,08%	0,33	7,34%	0,64	77
-3	-0,18%	-0,77	-1,19%	-0,11	85
-2	-0,23%	-1,00	-10,30%	-0,92	80
-1	1,12%	5,60	30,75%	3,06	99
0	0,27%	1,57	4,31%	0,51	139
1	0,01%	0,04	-4,38%	-0,44	101
2	-0,20%	-0,85	-11,41%	-0,98	73
3	0,15%	0,68	12,34%	1,11	81
4	-0,28%	-1,33	-11,48%	-1,08	88
5	-0,08%	-0,34	-2,53%	-0,23	84
6	-0,26%	-1,34	-10,16%	-1,04	105
7	0,09%	0,52	3,78%	0,43	127
8	0,15%	0,78	4,69%	0,48	105
9	-0,27%	-1,13	-6,09%	-0,51	70
10	0,15%	0,66	5,87%	0,52	78

Tabla III.29 – Reino Unido – Ventas *Chairman (Chair)* – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t -test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,08%	-0,24	-0,12%	-0,01	68
-9	-0,04%	-0,12	3,05%	0,25	67
-8	0,16%	0,50	-0,05%	0,00	86
-7	0,28%	1,10	6,14%	0,63	106
-6	0,12%	0,38	2,16%	0,19	77
-5	-0,15%	-0,44	-8,69%	-0,61	50
-4	0,35%	0,96	12,92%	0,93	52
-3	0,71%	2,08	27,19%	2,23	67
-2	-0,21%	-0,60	-0,16%	-0,01	67
-1	0,08%	0,26	4,78%	0,44	84
0	-0,05%	-0,18	2,89%	0,30	111
1	-0,20%	-0,67	0,77%	0,07	83
2	-0,06%	-0,17	2,87%	0,20	51
3	-0,11%	-0,32	-4,56%	-0,34	56
4	-0,27%	-0,80	7,74%	0,64	68
5	-0,71%	-2,06	-13,22%	-1,10	69
6	-0,36%	-1,20	-5,65%	-0,52	86
7	-0,13%	-0,49	-8,76%	-0,88	100
8	-0,06%	-0,19	-1,96%	-0,18	80
9	-0,38%	-1,19	-11,33%	-0,79	49
10	-0,19%	-0,54	1,34%	0,10	57

Tabla III.30 – Reino Unido – Ventas – CEO – Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	2,53%	5,62	21,67%	1,25	33
-9	0,10%	0,24	15,14%	0,88	34
-8	0,13%	0,41	14,82%	1,09	54
-7	0,32%	1,03	12,33%	0,96	61
-6	0,34%	0,97	17,37%	1,29	55
-5	0,43%	1,03	2,76%	0,17	39
-4	0,06%	0,15	-0,47%	-0,03	37
-3	0,26%	0,59	26,02%	1,54	35
-2	-1,02%	-2,65	-31,82%	-1,86	34
-1	-0,46%	-1,48	-9,98%	-0,71	51
0	0,16%	0,55	-6,07%	-0,50	69
1	-0,07%	-0,21	-11,71%	-0,88	57
2	-0,45%	-1,08	-18,31%	-1,14	39
3	-0,18%	-0,43	-4,76%	-0,29	38
4	-0,74%	-1,63	-7,84%	-0,46	35
5	-0,15%	-0,39	16,72%	0,93	31
6	0,11%	0,34	3,39%	0,25	55
7	-0,08%	-0,26	-7,57%	-0,60	63
8	-0,26%	-0,75	7,73%	0,58	56
9	-0,60%	-1,48	-22,38%	-1,42	40
10	-0,35%	-0,86	-8,30%	-0,50	37

Tabla III.31 – Reino Unido – Ventas – *Finance Director (FD)* Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t _test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,73%	-1,01	-19,31%	-0,77	16
-9	0,73%	0,89	32,21%	1,21	14
-8	0,31%	0,51	28,85%	1,32	21
-7	0,35%	0,63	17,17%	0,81	22
-6	0,91%	1,36	24,14%	0,87	13
-5	-0,31%	-0,45	-5,32%	-0,17	10
-4	-0,05%	-0,08	0,90%	0,04	19
-3	1,10%	1,66	47,23%	2,00	18
-2	0,40%	0,45	30,69%	1,06	12
-1	0,51%	0,80	9,78%	0,43	19
0	-0,10%	-0,19	-1,94%	-0,10	28
1	-0,51%	-0,88	-17,89%	-0,72	16
2	-0,95%	-1,51	-40,33%	-1,34	11
3	-0,78%	-1,22	-13,48%	-0,57	18
4	-1,49%	-2,35	-28,60%	-1,25	19
5	-0,89%	-1,15	-13,44%	-0,52	15
6	-0,71%	-0,96	-17,26%	-0,69	16
7	0,40%	0,71	4,41%	0,22	24
8	0,33%	0,57	11,09%	0,44	16
9	0,03%	0,04	-8,54%	-0,26	9
10	-0,60%	-1,02	-19,84%	-0,86	19

Tabla III.32 – Reino Unido – Ventas – *Financial Director & Secretary (FDS)* Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,07%	-0,09	-14,28%	-0,45	10
-9	0,39%	0,55	9,88%	0,33	11
-8	0,49%	0,81	23,52%	0,91	15
-7	0,31%	0,58	19,95%	0,85	18
-6	-0,17%	-0,29	-4,53%	-0,17	14
-5	0,39%	0,62	10,52%	0,32	9
-4	-0,43%	-0,63	-25,94%	-0,64	6
-3	0,19%	0,25	11,18%	0,35	10
-2	1,22%	1,80	33,32%	1,20	13
-1	-0,68%	-1,11	-13,53%	-0,52	15
0	0,26%	0,50	-9,30%	-0,39	18
1	-0,51%	-0,86	-17,84%	-0,67	14
2	-1,08%	-1,69	-22,76%	-0,68	9
3	-0,79%	-1,12	-14,92%	-0,42	8
4	-1,49%	-1,94	-37,95%	-1,20	10
5	-0,80%	-1,07	-24,50%	-0,81	11
6	-0,59%	-0,88	-17,00%	-0,61	13
7	-0,01%	-0,02	-2,31%	-0,10	17
8	-0,25%	-0,42	-7,52%	-0,28	14
9	-1,37%	-2,23	-53,85%	-1,52	8
10	-0,71%	-0,99	-23,33%	-0,52	5

Tabla III.33 – Reino Unido – Ventas – *Managing Director (MD)* Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_{test} o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	1,55%	2,13	14,25%	0,43	9
-9	-0,16%	-0,27	-13,99%	-0,37	7
-8	-0,05%	-0,07	-5,35%	-0,19	12
-7	0,15%	0,22	2,38%	0,09	15
-6	0,12%	0,16	17,78%	0,64	13
-5	-0,83%	-0,82	5,01%	0,15	9
-4	-0,58%	-0,46	-7,40%	-0,20	7
-3	-0,08%	-0,11	3,43%	0,10	9
-2	-0,80%	-1,25	-33,24%	-0,81	6
-1	-0,61%	-0,83	4,14%	0,14	11
0	-0,12%	-0,19	5,69%	0,23	16
1	0,77%	1,05	-1,21%	-0,04	13
2	1,94%	2,28	42,52%	1,41	11
3	-0,94%	-1,17	-24,32%	-0,84	12
4	-0,19%	-0,25	-12,49%	-0,37	9
5	-0,54%	-0,84	-1,48%	-0,04	6
6	-0,49%	-0,57	-14,41%	-0,43	9
7	1,10%	1,88	28,63%	1,07	14
8	-0,62%	-0,97	-7,90%	-0,27	12
9	0,20%	0,27	3,64%	0,11	10
10	-0,33%	-0,38	-8,71%	-0,29	11

Tabla III.34 – España – Ventas – *Consejeros (Conse)* Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	0,33%	1,01	14,26%	0,88	38
-9	0,31%	1,16	6,21%	0,43	48
-8	0,44%	1,70	20,64%	1,64	63
-7	0,51%	2,19	17,27%	1,51	76
-6	0,38%	1,54	8,70%	0,69	63
-5	-0,04%	-0,13	-8,80%	-0,62	50
-4	0,33%	0,93	10,29%	0,66	41
-3	0,34%	1,02	15,13%	0,91	36
-2	0,54%	2,04	16,95%	1,14	45
-1	0,41%	1,59	16,40%	1,31	64
0	-0,09%	-0,41	-2,54%	-0,23	79
1	-0,51%	-2,01	-18,91%	-1,48	61
2	-0,34%	-1,17	-6,30%	-0,45	51
3	0,49%	1,41	8,38%	0,55	43
4	0,10%	0,31	5,04%	0,29	34
5	-0,23%	-0,92	-3,60%	-0,24	45
6	0,06%	0,23	-5,12%	-0,40	62
7	0,17%	0,75	6,60%	0,56	72
8	0,27%	1,04	17,02%	1,33	61
9	-0,18%	-0,65	1,49%	0,11	52
10	0,45%	1,29	20,91%	1,37	43

Tabla III.35 – España – Ventas – No Consejeros (No_Conse) Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación (Modelo de mercado)

La primera columna recoge los distintos días del periodo del evento. La segunda columna, las rentabilidades anormales medias calculados a partir del modelo de mercado. La tercera columna se ofrece el t_test o test de la cartera. La cuarta columna corresponde a las rentabilidades anormales medias estandarizadas. La quinta columna corresponde al W-test de Dodd y Warner (1983). La sexta columna representa el número de operaciones de insiders cada día de la muestra.

DÍA	MAR	t	SAR	W	# Operaciones
-10	-0,06%	-0,20	6,93%	0,49	51
-9	-0,30%	-1,05	-7,67%	-0,57	55
-8	-0,11%	-0,41	-5,97%	-0,48	65
-7	0,10%	0,39	2,00%	0,18	77
-6	-0,94%	-3,11	-39,78%	-2,73	47
-5	-0,74%	-2,03	-46,91%	-2,69	33
-4	-0,19%	-0,55	0,25%	0,02	44
-3	-0,19%	-0,62	-3,64%	-0,25	49
-2	-0,04%	-0,16	-6,18%	-0,45	53
-1	-0,25%	-0,90	-8,91%	-0,71	63
0	0,06%	0,25	-8,64%	-0,77	79
1	-0,35%	-1,30	-14,56%	-1,08	55
2	0,27%	0,75	2,91%	0,17	34
3	0,03%	0,07	-11,53%	-0,76	43
4	-0,31%	-1,10	-6,82%	-0,50	53
5	-0,29%	-0,97	-9,41%	-0,67	51
6	-0,63%	-2,35	-31,52%	-2,54	65
7	-0,51%	-2,12	-23,27%	-2,04	77
8	0,37%	1,35	14,15%	1,03	53
9	0,11%	0,30	6,07%	0,34	32
10	-0,52%	-1,50	-19,43%	-1,26	42

Tabla III.36 – Reino Unido: Test de significación de los retornos anormales medios acumulados para las operaciones de compra por tipo de *insider* (Distintos intervalos de interés)

La presente tabla muestra los valores del estadístico t_{CAR} utilizado para contrastar si los retornos anormales medios acumulados (CAR) son significativamente distintos de cero en ciertos intervalos de interés para los subgrupos establecidos en función del tipo de *insider* (cargo que ocupa en la empresa). Así mismo se ofrece el dato del estadístico Z de Dodd y Warner (1983) para el contraste de los retornos anormales medios acumulados estandarizados (SCAR).

	CARs (0,+10)		CARs (-10,0)	
	T_CAR	Z	T_CAR	Z
<i>Chair</i>	8,04	6,27	-2,60	-12,35
<i>CEO</i>	6,83	8,71	-2,77	-5,21
<i>FD</i>	5,70	5,68	-0,23	-1,38
<i>FDS</i>	5,88	7,34	-0,60	-2,90
<i>MD</i>	6,68	5,08	2,45	0,10

Tabla III.37 – España – Test de significación de los retornos anormales medios acumulados para las operaciones de compra por tipo de *insider* (distintos intervalos de interés)

La presente tabla muestra los valores del estadístico t_{CAR} utilizado para contrastar si los retornos anormales medios acumulados (CAR) son significativamente distintos de cero en ciertos intervalos de interés para dos subgrupos establecidos en función del tipo de *insider* (cargo que ocupa en la empresa). Así mismo se ofrece el dato del estadístico Z de Dodd y Warner (1983) para el contraste de los retornos anormales medios acumulados estandarizados (SCAR).

	CARs (0,+10)		CARs (-10,0)	
	T_CAR	Z	T_CAR	Z
<i>Conse</i>	-1,32	0,86	-1,13	-1,07
<i>No-Conse</i>	-0,03	-0,40	1,67	1,81

Tabla III.38 – Reino Unido – Test de significación de los retornos anormales medios acumulados para las operaciones de venta por tipo de insider (distintos intervalos de interés)

La presente tabla muestra los valores del estadístico t_{CAR} utilizado para contrastar si los retornos anormales medios acumulados (CAR) son significativamente distintos de cero en ciertos intervalos de interés para dos subgrupos establecidos en función del tipo de *insider* (cargo que ocupa en la empresa). Asimismo se ofrece el dato del estadístico Z de Dodd y Warner (1983) para el contraste de los retornos anormales medios acumulados estandarizados (SCAR).

	CARs (0,+10)		CARs (-10,0)	
	TA	Z	TA	Z
<i>Chair</i>	-2,31	-0,96	1,13	1,88
<i>CEO</i>	-1,73	-1,45	2,07	1,42
<i>FD</i>	-2,34	-2,60	1,39	2,97
<i>FDS</i>	-2,73	-2,94	1,03	0,69
<i>MD</i>	0,55	0,25	-0,37	0,31

Tabla III.39 – España – Test de significación de los retornos anormales medios acumulados para las operaciones de compra por tipo de insider (Distintos intervalos de interés)

La presente tabla muestra los valores del estadístico t_{CAR} utilizado para contrastar si los retornos anormales medios acumulados (CAR) son significativamente distintos de cero en ciertos intervalos de interés para dos subgrupos establecidos en función del tipo de *insider* (cargo que ocupa en la empresa). Asimismo se ofrece el dato del estadístico Z de Dodd y Warner (1983) para el contraste de los retornos anormales medios acumulados estandarizados (SCAR).

	CARs (0,+10)		CARs (-10,0)	
	T_CAR	Z	T_CAR	Z
<i>Conse</i>	0,01	0,40	3,75	3,07
<i>No-Conse</i>	-2,24	-4,22	-2,25	-3,81

Tabla III.40 – Resumen de Hipótesis y Resultados

Número	Hipótesis	Reino Unido			España		
		Total	Comp.	Ventas.	Total	Comp.	Ventas.
III.1(a)	<i>Los insiders obtienen retornos anormales en sus operaciones cuando negocian con acciones de su empresa.</i>	SI	SI	NO	SI	SI	NO
III.1(b)	<i>Existe una mayor magnitud en las rentabilidades en las operaciones de insiders españoles, debido a su regulación más laxa.</i>	ND	ND	ND	NO	NO	NO
III.1(c)	<i>Las rentabilidades anormales en los días cercanos al evento son significativamente diferentes de cero.</i>	SI	SI	Sí	NO	NO	NO
III.2(a)	<i>La rentabilidad de las operaciones de compra de los insiders es mayor que la rentabilidad de las operaciones de venta.</i>	ND	SI	ND	ND	SI	ND
III.2(b)	<i>Las rentabilidades en los días cercanos al evento son mayores para las operaciones de compra que para las operaciones de venta.</i>	ND	SI	ND	ND	NO	ND
III.3(a)	<i>La rentabilidad de las operaciones (compras-ventas) de los insiders británicos aumenta con la proximidad del insider a la toma de decisiones empresariales.</i>	ND	NO	NO	ND	ND	ND

SI: sí se cumple. NO: no se cumple. ND: No disponible

III.7. CONCLUSIONES

El estudio de las rentabilidades de las operaciones de los *insiders* corporativos es un tema vigente de investigación por sus importantes implicaciones tanto científicas (sobre la eficiencia del mercado), como políticas (efectividad de la regulación del *insider trading*). El presente trabajo analiza de forma simultánea, por primera vez en la literatura financiera, el comportamiento de los *insiders* en dos mercados de valores diferentes como son España y el Reino Unido. Estos dos mercados han sido seleccionados por las diferencias existentes entre los marcos legales de uno y otro, hecho que puede tener importantes consecuencias sobre el grado de eficiencia de los mercados. De esta forma se da el primer paso hacia un estudio del efecto de los factores institucionales sobre el grado de eficiencia de nuestros mercados.

Como rasgo básico diferenciador de los dos marcos normativos, destaca la aplicación en el Reino Unido de los denominados *close periods* o periodos de censura en los que los directivos tienen la prohibición de negociar con acciones propias. Estos periodos de censura se fijan en torno a la publicación y llegada al mercado de información relevante para la empresa como es la cifra de resultados anuales, semestrales y trimestrales. Como segunda característica, destaca la diferencia de ambos mercados en relación con el cumplimiento, por parte de los *insiders*, de los plazos legales establecidos para comunicar sus operaciones con acciones propias en mercado abierto.

Empleando la metodología de eventos, analizamos de forma simultánea las operaciones de inversión individual de directivos empresariales en ambos mercados y analizamos sus rentabilidades a corto plazo. En este trabajo evidenciamos empíricamente que los *insiders* corporativos tanto de España como del Reino Unido tienen la capacidad de anticipar, de manera más acertada que el resto de participantes del mercado el rendimiento futuro de los valores de su empresa, hecho que sugiere su acceso y explotación de información privilegiada y la obtención de rentabilidades anormales en virtud de esta ventaja; estos resultados nos permiten manifestarnos en contra de la hipótesis de eficiencia del mercado en su forma fuerte.

No obstante, nuestro objetivo fundamental consiste en valorar la eficacia de los dos modelos de regulación de *insider trading* partiendo del contraste de la forma fuerte de eficiencia en ambos escenarios reguladores. Más concretamente, deseamos analizar la eficiencia de los denominados *close periods* establecidos en la regulación británica. En este sentido, nuestros resultados generan serias dudas sobre la eficacia de la regulación, ya que ambos sistemas, al margen de su nivel de coerción, permiten que los directivos accedan a rentabilidades superiores, por lo que ninguno parece estar funcionando con la eficacia esperada.

De hecho, dado que para ambos mercados se obtiene evidencia contraria a la forma fuerte, podemos concluir que a pesar de las restricciones al *insider trading*, los directivos empresariales parecen beneficiarse con el uso de información privada. Un resultado que nos llama la atención es encontrar que a pesar del mayor rigor de la regulación británica, las rentabilidades anormales de las operaciones de sus *insiders* son mayores a los encontrados en España, donde se supone una regulación más débil, y su aplicación, más laxa.

No obstante, el peculiar comportamiento del mercado británico, que ofrece rentabilidades anormales positivas a lo largo de todo el periodo post-evento, parece interpretarse como el reflejo de que los inversores reaccionan ante la noticia de que los *insiders* han negociado con acciones propias, lo que implicaría asimismo la llegada de la información privada al mercado, ya fuera con objetivos o no de señalización por parte del *insider*.

Esta situación puede ser interpretada por algunos investigadores como evidencia de que el *insider trading* permite que los precios reflejen toda la información de forma rápida. Esto nos llevaría a apoyar la tesis de Manne (1966, 2005), sobre la mayor rapidez en la incorporación de la información a los precios a través de las operaciones de *insiders*. Sin embargo, en nuestra opinión, los directivos deben comunicar la información privada directamente al mercado en vez de comunicarla a través de sus propias participaciones significativas. En todo caso, dado que en ambos mercados los directivos siguen siendo capaces de superar la rentabilidad del inversor medio, consideramos que el *insider trading* debe ser regulado y las medidas de control de las

operaciones y de aumento de la transparencia deben ser bienvenidas ya que aún son insuficientes.

Por tanto, creemos importante apoyar la tendencia observada tanto en la nueva normativa bursátil como en los códigos de autorregulación de algunas empresas españolas de aumentar la vigilancia sobre las operaciones de los directivos empresariales, bajo la creencia de que es un elemento básico dentro de los códigos éticos y los códigos de buen gobierno de cualquier empresa o mercado financiero.

Pero, sobre todo, queremos hacer hincapié en el hecho de que los resultados de este estudio parecen indicar que no es la existencia de una regulación más estricta, sino el mayor grado de coerción de la ley lo que afecta al grado de eficiencia de los mercados de valores. Una reflexión que debe venir acompañada de un análisis más amplio sobre el papel de supervisión y control de los órganos reguladores en la actual situación de crisis financiera internacional.

En cuanto al tipo de operación, encontramos para ambos mercados, rentabilidades anormales significativas en las operaciones de compra el día del evento independientemente del modelo utilizado, lo que sugiere el uso por parte de los *insiders* de información sensible a los precios en sus operaciones. Resultados que son corroborados al analizar las rentabilidades acumuladas por diferentes intervalos de interés, encontrando que los *insiders* británicos muestran gran capacidad anticipación a los movimientos de precios del mercado (*timing* del mercado), en el periodo pre – evento (-10,0), las rentabilidades acumuladas son negativas y significativas, mientras que en el periodo post – evento (0, +10) las rentabilidades acumuladas son positivas y significativas.

En cuanto a las operaciones de venta, no se detectan para ninguno de los mercados retornos anormales el día del evento. Sin embargo, al analizar las rentabilidades acumuladas para diferentes intervalos, encontramos retornos anormales para las operaciones de venta de ambos mercados en los intervalos (0,+1) y (0,+10), lo que sugiere que tanto las operaciones de venta como las de compra pueden venir motivadas por la posesión de información privada, si bien ponen de manifiesto la mayor rentabilidad de las operaciones de compra frente a las de venta en ambos países lo que

soporta la tesis del mayor contenido informativo de las operaciones de compra, resultados que están en concordancia con la mayoría de resultados previos.

Por último, los resultados relacionados con el tipo de *insider* detectan para el Reino Unido que todos los grupos de insiders, excepto el *Chairman* obtienen rentabilidades anormales significativas en sus operaciones de compra, resultados a favor de la *hipótesis decisional* y en contra de la *hipótesis de jerarquía*. Para España, el grupo que mayor rentabilidad muestra en sus operaciones de compras son aquellos que desempeñan el cargo de consejeros (*Conse*), sin embargo llama la atención las rentabilidades obtenidas por el grupo de insiders no consejeros (*No_Conse*) el día anterior al evento, que son altamente significativas, resultado que indica una posible fuga de información privilegiada en este grupo de *insiders*. En las operaciones de venta, tanto de España como del Reino Unido, no se detectan retornos anormales el día del evento en ningún grupo de *insiders*.

Al analizar las rentabilidades anormales en los días posteriores a la operación del insider, se observa para Reino Unido, que el mercado reacciona fuertemente ante las operaciones de compra de todos los grupos de insiders, siendo mayor para los CEOs y FDS. Para España, no se encuentra reacción del mercado ante las operaciones de compra de ninguno de los dos grupos (Consejeros y No Consejeros). En cuanto a las operaciones de venta, se evidencia para el mercado británico, una reacción negativa y significativa para los grupos de FDS y FD, y para España, el mercado reacciona de forma negativa y significativa ante las operaciones del grupo de “*No Consejeros*”. En términos generales, los resultados soportan una reacción del mercado más en línea con la *hipótesis decisional* que con la *hipótesis de jerarquía*.

CAPÍTULO IV

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD E *INSIDER TRADING*

CAPÍTULO IV

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD E *INSIDER TRADING*

IV.1. INTRODUCCIÓN

En el capítulo anterior se obtuvo evidencia contraria a la forma fuerte de eficiencia, encontrando que a pesar de las restricciones legales de información privilegiada, los *insiders* corporativos tanto de España como del Reino Unido obtienen rentabilidades anormales en sus operaciones, independientemente de las diferencias regulatoras existentes entre ambos mercados (mayor rigor de la regulación británica), lo que permite cuestionar la eficacia de la regulación del *insider trading* como mecanismo externo de control corporativo.

En esta línea, continuamos con el análisis de los diferentes mecanismos de control establecidos en la literatura financiera como eficaces en la solución de problemas de agencia, el presente capítulo, y desde un enfoque de gobierno corporativo, se centra en analizar si tal eficacia se mantiene en relación al *insider trading*. Específicamente, nos centramos en analizar la eficacia de la estructura de propiedad como mecanismo interno de control en prevenir o reducir el *insider trading*, teniendo en cuenta no solo la especificidad de esta práctica de mercado, sino también de las marcadas diferencias institucionales entre el mercado británico y el español. Para ello se toma como *proxy* de este comportamiento oportunista, las rentabilidades anormales obtenidas por los *insiders* en sus operaciones de compra. La razón de concentrarnos solo en las operaciones de compra se sustenta en el mayor contenido informativo de estas operaciones, evidenciado en los resultados del capítulo anterior, que están en línea con la mayoría de trabajos previos [Seyhun (1988a), Seyhun (1998), Pope y otros (1990), Madura y Wiant (1995), Lakonishok y Lee (2001); Friederich, y otros (2002), Hillier y Marshall (2002), Jeng, Metrick, y Zeckhauser (2003) y Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006)].

La importancia de la estructura de propiedad como mecanismo de control ha sido ampliamente estudiada y documentada, desde que Berle y Means (1932) establecen como característica distintiva de la empresa moderna, la separación entre propiedad y

control. Esta separación genera una serie de conflictos que han sido abordados principalmente desde el enfoque contractual de la empresa (Coase (1937), Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983a, b) y conocido como problema de agencia. Sin embargo, y a pesar de la gran cantidad de trabajos que abordan el estudio de la estructura de propiedad, estos se han centrado principalmente en analizar su relación con la creación de valor empresarial, siendo muy escasos los estudios que analizan el impacto de la estructura de propiedad sobre el *insider trading*. Por tanto, es la intención del presente trabajo cubrir este vacío, contribuyendo de esta forma tanto a la literatura de gobierno corporativo como a la del *insider trading*.

Para lograr nuestro objetivo, analizamos el impacto de la estructura de propiedad en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders* en España y el Reino Unido, desde tres factores representativos de la estructura de propiedad: concentración de la propiedad, propiedad directiva e identidad del accionista dominante.

Tal y como veremos más adelante, una de la principales diferencias institucionales entre el Reino Unido y España es el nivel de concentración de propiedad, encontrando como característica esencial, mayores niveles de concentración de propiedad para empresas de Europa continental, en contraposición a estructuras más dispersas para empresas de países anglosajones (principalmente Estados Unidos y el Reino Unido) (Rajan y Zingales, 1995; La Porta, López-de-Silanes, y Shleifer, 1999; Frank y Mayer (1997) y Faccio y Lang (2002); Miguel, Pindado y Torre, 2004).

En esta misma línea, estudios previos han identificado una serie de ventajas y de desventajas relacionadas con estructuras concentradas de propiedad. Entre las ventajas se destaca que una mayor concentración de propiedad genera un mayor incentivo al gran accionista para ejercer un adecuado control a la actividad directiva, disminuyendo posibles comportamientos oportunistas (Jensen 1986; Shleifer y Vishny, 1986; Stiglitz, 1985), enfoque conocido en la literatura financiera como *hipótesis de control*. En otras palabras, una propiedad concentrada puede ser una adecuada solución al problema de *free-riding*⁶⁵ que desincentiva las acciones de control sobre la actividad directiva. Entre

⁶⁵ Concepto acuñado inicialmente por Grossman y Hart (1980), que identifica el problema generado por la separación entre propiedad y control, especialmente en ofertas públicas de adquisición, donde generalmente el pequeño accionista no acude a la oferta, manteniéndose como accionista posterior al

las desventajas, se destaca principalmente un posible comportamiento abusivo por parte del gran accionista hacia el accionista minoritario (Shleifer y Vishny, 1997), enfoque que da lugar a la *hipótesis de expropiación*. Sin embargo existen trabajos que han soportado la complementariedad de ambos efectos encontrando un aumento en el valor de la empresa en la medida que la concentración de propiedad se incrementa, y una disminución a partir de cierto nivel de concentración (Gedajlovic y Shapiro, 1998). En este sentido, nuestro objetivo es probar el efecto no lineal de la concentración de la propiedad sobre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*.

En relación a la propiedad directiva como mecanismo interno de control, igualmente la literatura ha identificado ventajas y desventajas. Entre las ventajas se destaca la propiedad directiva como un adecuado mecanismo de alineación de intereses entre propietarios y directivos, enfoque conocido como *hipótesis de convergencia* (Jensen y Meckling, 1976). Entre las desventajas, se identifican principalmente, la probabilidad de que a ciertos niveles de propiedad, el directivo pueda blindarse ante medidas disciplinarias en escenarios de pobre desempeño, enfoque conocido en la literatura financiera como *hipótesis de atrincheramiento*. No obstante, otros trabajos han encontrado evidencia a favor de ambos efectos cuando realizan un análisis conjunto de ambas hipótesis (Morck, Shleifer y Vishny, 1988).

Siguiendo este enfoque, nuestro trabajo analizará el posible impacto que pueda tener la propiedad directiva en las rentabilidades del *insider trading*. En este sentido, probamos una relación no lineal entre propiedad directiva e *insider trading*. Esperamos que hasta ciertos niveles la propiedad directiva actúe eficazmente como mecanismo de alineación de intereses entre *insiders* y *outsiders*, y a partir de cierto grado de propiedad directiva se dé un comportamiento oportunista por parte de los *insiders*.

Por último, analizamos si la identidad del principal accionista afecta al *insider trading*, teniendo en cuenta que la capacidad e incentivos de los principales accionistas para controlar dependen de su tipología (Holdeners y Sheeman, 1988); en este sentido

cambio de control, de esta manera se benefician de las actividades de control del nuevo adquirente. En resumen, el *free-rider* es el desequilibrio que se genera entre los esfuerzos de control a la actividad directiva y los beneficios que dicho control genera (Jensen, 1986; Stiglitz, 1985).

encontramos importantes diferencias institucionales entre ambos mercados en relación al tipo de accionista. Por un lado el mercado británico se caracteriza por un predominio de inversores institucionales, que son considerados poco controladores de las empresas en que invierten (Franks, Mayer y Renneboog, 2001), y por otro, el mercado español, caracterizado por tener una mayor presencia de familias, empresas e intermediarios financieros Miguel, Pindado y Torre (2004).

El resto del trabajo está organizado de la siguiente manera: apartado IV.2: Principales diferencias institucionales entre el Reino Unido y España. Apartado IV.3: Revisión de la literatura e hipótesis. Apartado IV.4: Datos, variables y metodología. Apartado IV.5: Resultados, y en el Apartado IV.6: Se recogen las principales conclusiones.

IV.2. DIFERENCIAS INSTITUCIONALES ENTRE EL REUNIDO Y ESPAÑA

Antes de iniciar con los objetivos de investigación establecidos, consideramos relevante establecer las principales diferencias institucionales entre los dos países objeto de estudio, las cuales pueden facilitar la comprensión y/o explicación de los resultados empíricos a obtener. Además de las importantes diferencias relacionadas con la regulación del *insider trading* que fueron tratadas adecuadamente en el capítulo III apartado 3, consideramos importante enfatizar en las siguientes:

IV.2.1. Propiedad

IV.2.1.1. Concentración de propiedad

Estudios previos han establecido dos modelos bien diferenciados de estructura de propiedad; por un lado, el modelo anglosajón donde las empresas tienen una propiedad dispersa y una alta participación de propiedad institucional y por el otro, el modelo europeo continental y el de Japón, donde la propiedad se encuentra altamente concentrada (Rajan y Zingales, 1995; Gedajlovic y Shapiro, 1998 y Mayer y Sussman, 2001). En este mismo sentido, Frank y Mayer (1997) y Faccio y Lang (2002) muestran para el Reino Unido un mayor nivel de dispersión en la propiedad en comparación a los países de Europa continental, como también una participación poco relevante de inversores institucionales en España, Francia e Italia en contraposición al control ejercido por familias. La Porta, López-de Silanes y Shleifer (1999) encuentran que el

85% de las empresas españolas tienen un accionista dominante,⁶⁶ en contraste con el 10% de las empresas del Reino Unido. De igual manera Miguel, Pindado y de la Torre (2003), para una muestra internacional, encuentran que para España el valor medio de la propiedad del principal accionista tomando las diez primeras empresas es del 51% y para el Reino Unido del 19%. Alonso y Andrés (2007) para una muestra de empresas españolas, consideran que el porcentaje de acciones mantenido por el accionista mayoritario va aumentando de 38,26% en 1991 a 44,59% en 1997.

Estas diferencias institucionales entre el modelo anglosajón y el modelo europeo continental, relacionadas con la concentración de propiedad, generan diferentes conflictos en el gobierno de las empresas. En el modelo anglosajón, caracterizado por una propiedad más dispersa, el principal problema se genera entre directivos y accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Por el contrario, en el modelo europeo continental el principal conflicto se genera entre grandes y pequeños accionistas (Burkart, Gromb, y Panunzi, 1997; La Porta, López-de-Silanes y Sheifer, 1999).

IV.2.1.2. Orientación del mercado de capitales

El nivel de desarrollo y la liquidez de los mercados de capitales es otra importante diferencia institucional entre España y el Reino Unido, por ejemplo Rajan y Zingales (1995) clasifican *market versus bank-oriented* entre los países del G7 para reflejar estas diferencias. Por un lado, identifican a un grupo donde la banca tiene un importante papel en la financiación de las empresas (Japón, Alemania, Francia e Italia); por otro lado, identifican un grupo donde el mercado de capitales es la principal fuente de financiación de las empresas (Estados Unidos, Reino Unido y Canadá). Posteriormente, muchos estudios profundizan en su análisis sobre los diferentes modelos de financiación, teniendo en cuenta las diferencias institucionales entre países, en relación a su estructura de capital. Clasificación que ha sido utilizada posteriormente por varios estudios como los de Booth, Aivazian, Demigüç -Kunt y Maksimovic (2001), Demigüç -Kunt, y Maksimovic (2002) y Fan, Titman y Twite (2004).

⁶⁶ Definiendo como accionista dominante aquel que de forma directa o indirecta posea más del 10% de los derechos de voto.

Como características básicas de estos dos modelos, se ha establecido que los países con orientación al mercado presentan mercados bien capitalizados y más dinámicos, a diferencia de los países con un sistema de financiación orientado a la banca (en el que se incluye España), que presentan un mercado de capitales menos desarrollado (a excepción de Japón) y un sistema bancario con una mayor relevancia en la financiación de las empresas (Mayer y Sussman, 2001, Kaplan, 1997 y Franks y Mayer 1997). Sin embargo, esta descripción no ha estado exenta de discusión, y ha generado una serie de trabajos que identifican tanto ventajas como desventajas de cada modelo; un grupo de autores defienden el efecto positivo de los bancos en el desarrollo económico (Stiglitz 1985 y Levine y Schmukler, 2006); otro grupo defiende la importancia de un buen mercado de capitales (Rajan, 1992 y Weinstein y Yafeh, 1998). Por último, encontramos trabajos que defienden la complementariedad entre el sistema bancario y el mercado de capitales como forma óptima para el desarrollo económico de los países (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1997 y 1998).

IV.2.1.3. Origen legal y protección al inversor

El origen legal constituye otra importante diferencia institucional entre España y el Reino Unido. La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 1998 y 2000), encuentran que los países con origen legal en la tradición anglosajona (*common-law*, los Estados Unidos y el Reino Unido), presentan una mayor protección al inversor, en comparación a los países con origen legal de tradición civil (*french-civil-law*). Igualmente, Demigüç-Kunt y Maksimovic (1998), para una muestra de treinta países, utilizan un indicador ("*Law & Order*") en una escala de cero a seis, que refleja el grado en que los ciudadanos de un país son capaces de usar el sistema legal vigente para solucionar disputas y hacer cumplir los contratos. Un valor alto del indicador refleja la solidez de las instituciones políticas y un valor bajo indica una tradición que depende de fuerza física o de medios ilegales para hacer valer los derechos, (indicador inicialmente elaborado por *International Country Risk Guide*). En este trabajo los autores asignan un valor de 4 para España, 4,5 para el Reino Unido y 6 para los Estados Unidos. En resumen, estos estudios sugieren que los inversores de España (*civil law*), gozan de una menor protección que sus homónimos en el Reino Unido (*common law*).

IV.2.1.4. Protección al accionista minoritario

Algunos trabajos sugieren que existen algunos mercados que por sus características propias facilitan la expropiación del accionista minoritario por parte de directivos y accionistas mayoritarios; en este sentido encontramos trabajos como los de Djankov, La Porta, López-De-Silanes, y Shleifer (2008) que abordan el problema de los beneficios privados del control (*self-dealing or tunneling*),⁶⁷ para ello construyen un índice que mide el nivel de la protección del accionista minoritario en contra de conductas expropiatorias (*self-dealing*) por parte del accionista dominante, para una muestra de 72 países que representan el 99,3% de la capitalización del mercado mundial del año 2003. En este índice España recibe una valoración de 0,37 en comparación al Reino Unido con 0,93 y los Estados Unidos con 0,65. Estas valoraciones sugieren que en España existe una mayor probabilidad de expropiación al accionista minoritario por parte del accionista dominante en comparación con el Reino Unido o los Estados Unidos.

IV.3. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS

IV.3.1. Estructura de propiedad

IV.3.1.1. Concentración de propiedad

El conflicto de intereses generado por la separación entre propiedad y control (Berle y Means, 1932), y más tarde formalizado por la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983), sugieren que los accionistas desean maximizar el valor de la empresa, mientras que los gerentes actúan en su propio interés, que no necesariamente coincide con los intereses de los accionistas. En este escenario, la literatura financiera plantea varios mecanismos de gobierno corporativo para disminuir este conflicto, siendo entre otros, la estructura de propiedad uno de los más relevantes. Por tanto, desde este enfoque de control se genera un gran número de estudios, siendo la relación entre propiedad y rendimiento de la empresa, tal vez, el tópico que mayor interés ha generado.

⁶⁷ En concreto, los que controlan una empresa, ya sean directivos, accionistas mayoritarios o ambos, pueden utilizar su poder para desviar la riqueza de las empresas en su propio beneficio, sin compartirla con los demás inversores. Existen varias formas de *selfdealing o beneficios privados del control* tales como remuneraciones ejecutivas excesivas, operaciones financieras en beneficio propio, como emisión dirigida de acciones, préstamos personales o incluso el robo de activos de la empresa.

En este contexto, la literatura financiera ofrece dos hipótesis a veces complementarias. Por un lado, la *hipótesis de control*, que sugiere que la presencia de un gran accionista genera valor para la empresa, debido a que los accionistas con importantes participaciones tienen el suficiente incentivo para controlar la actividad directiva debido a que parcialmente pueden internalizar los beneficios de su esfuerzo de control (Grossman y Hart, 1986). Entre algunos trabajos que soportan la tesis que la presencia de un gran accionista permite un mayor control gerencial, y por tanto una disminución de las asimetrías informativas y mejor rendimiento empresarial están: Jensen (1989), Shleifer y Vishny (1986 y 1997); Morck, Shleifer y Vishny (1988); Agrawal y Mandelker (1990); Maug (1998); Claessens, et al., (2002); Gorton y Schmid, (1996); Himmelberg, Hubbard, y Palia (1999), Holderness, Kroszner, Sheehan (1999), Alonso y Andrés (2007). Esta idea de que la presencia de un gran accionista mejora el rendimiento de la empresa se ha fortalecido con los resultados de estudios que analizan la toma de control, coincidiendo la literatura que estas operaciones son creadoras de valor especialmente para la empresa objetivo (Fernández y García, 2000; Fernández y Baixauli, 2003).

Por otro lado, la literatura financiera plantea la *hipótesis de expropiación*, la cual argumenta que las ventajas asociadas a estructuras concentradas de propiedad son aprovechadas solo por los grandes accionistas que poseen una participación significativa, a expensas del accionariado minoritario. En este contexto, un trabajo de gran relevancia es el de Shleifer y Vishny (1997), quienes manifiestan que la presencia de accionistas controladores con intereses no necesariamente coincidentes con los de los accionistas minoritarios, hace fácil la expropiación de rentas obtenidas del beneficio privado del control. En este mismo sentido Crespi y García-Cestona (2002) resaltan que la mayor implicación de grandes accionistas en el gobierno de la empresa europea, desplaza el problema de agencia, derivado de la separación entre propiedad y control hacia el comportamiento de los accionistas o grupos de control mayoritarios que a su vez detentan el poder en los órganos de gestión de la empresa.

Por último, ante la divergencia en los resultados obtenidos en trabajos previos, tanto a favor como en contra de ambas hipótesis, un grupo de autores plantean la posibilidad de una relación no lineal, incorporando ambos efectos (*control y expropiación*) en el mismo modelo; trabajos en esta línea encontramos a Gedajlovic y

Shapiro (1998), quienes hallan una relación no lineal entre concentración de la propiedad y la rentabilidad, solo para las empresas de Estados Unidos y Alemania (no encontrando tal relación para las empresas del Reino Unido y Canadá). Miguel, Pindado y Torre (2004), encuentran para una muestra de empresas españolas una relación cuadrática entre valor de la empresa y concentración de la propiedad, de igual forma determinan un punto de inflexión del 87%, donde el valor de la empresa aumenta por debajo de este nivel de propiedad, y por encima de este porcentaje, su valor disminuye.

IV.3.1.1.1. Concentración de propiedad e insider trading

A pesar de la gran cantidad de literatura financiera sobre estructura de propiedad, la relación entre estructura de propiedad e *insider trading* ha sido escasamente estudiada, siendo quizá el enfoque legal el de mayor relevancia. En este sentido encontramos trabajos como los de Demsetz (1986) y Bhidé (1993), que consideran que en estructuras de propiedad con presencia de un gran accionista, este tendrá los incentivos necesarios para ejercer un adecuado control reduciendo los problemas de agencia entre propietarios y directivos. Sin embargo, la motivación de control del gran accionista puede afectarse de forma negativa ante fuertes restricciones del *insider trading*, debido a que el accionista considera los beneficios del *insider trading* como una forma de compensación por el mayor riesgo que asume al tener una cartera poco diversificada, y por los costes en que incurre al ejercer actividades de control. En todo caso los autores plantean una relación positiva entre concentración de propiedad e *insider trading*. Por otra parte, Maug (2002) considera que el *insider trading* puede afectar negativamente a los incentivos del accionista mayoritario para controlar al gerente, ya que estos pueden utilizar su posición privilegiada al servicio de su propio interés (y al de los gerentes) a expensas de los pequeños accionistas, interesándose más en negociar sobre su información privilegiada que en las actividades de control, en detrimento del valor de la empresa. En resumen, el autor sugiere que restringir el *insider trading* puede alinear los intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

Trabajos más recientes en esta misma línea encontramos a Beny (2007), quien utiliza una muestra de las 10 principales empresas de 33 países y encuentra una relación positiva entre un mayor rigor de las leyes del *insider trading* y el grado de dispersión de

la propiedad (medida como uno menos la fracción de capital de los tres primeros accionistas), encontrando que una mayor dureza en las leyes de *insider trading* está generalmente asociada a una propiedad más dispersa. Beny (2008), utilizando una muestra de empresas que poseen un accionista dominante de 27 países desarrollados, observa que un mayor rigor tanto en las leyes de *insider trading* como en su aplicación está positivamente asociado con un alto valor corporativo para las empresas de la muestra de *common law*, y no encuentra ninguna relación para la muestra de países del *civil law*. La autora da dos explicaciones que justifican estos resultados, primero: que las leyes del *insider trading* pueden desanimar a los accionistas dominantes en países del *civil law* a ejercer actividades de control gerencial. Segundo: que las leyes de *insider trading* son relativamente ineficaces en países del *civil law*.

Otra línea de estudio menos abundante que la anterior analiza la relación entre estructura de propiedad e *insider trading*, desde la óptica del gobierno corporativo, línea en que se enmarca nuestro trabajo. En este contexto encontramos trabajos como el de Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006), que para una muestra del Reino Unido encuentran que el control por grandes accionistas⁶⁸ externos reduce las rentabilidades del *insider trading*. Para España encontramos a Del Brio y Perote (2011) que analizan los factores determinantes de la rentabilidad anormal de las operaciones de *insiders*, estableciendo una relación positiva entre propiedad difusa y rentabilidades de las operaciones de *insiders*. Rozanov (2008), para una muestra de empresas de los Estados Unidos, observa una relación negativa entre concentración de la propiedad, como proxy de buen gobierno y el *insider trading*. Betzer y Theissen (2009), para una muestra de empresas alemanas, en un primer análisis univariante encuentran una relación positiva entre la dispersión de la propiedad y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra. Sin embargo, este resultado no se mantiene cuando los autores incluyen en su modelo otras variables de interés (análisis multivariante). Cziraki, Goeij y Renneboog (2010) obtienen evidencia contraria a la *hipótesis de control*, observando una relación positiva entre el *insider trading* y la presencia de *blockholders*. El argumento de esta relación se basa en que en empresas con un fuerte control, los *insiders* tienen menos posibilidades de obtener beneficios privados del control, y por

68 Los autores utilizan variables *dummy* que identifican el tipo de accionista cuando estos tienen una participación al menos del 5% del capital.

tanto, optan por explotar su ventaja informativa a través del *insider trading*, situación que los autores denominan *hipótesis de sustitución*.

En esta misma línea, nuestro estudio analiza a nivel empresa el efecto que tiene la concentración de la propiedad en la rentabilidad de las operaciones de compra de los *insiders*. A pesar de la escasa evidencia previa sobre el efecto de la concentración de propiedad en la rentabilidad anormal de las operaciones de los *insiders*, planteamos la coexistencia de ambos efectos (control y expropiación), por tanto consideramos la siguiente hipótesis:

Hipótesis IV.1: *Existe una relación no lineal entre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders y la concentración de propiedad. Inicialmente, aumentos en el nivel de concentración aumentará el control sobre comportamientos oportunistas (efecto control), pero a partir de cierto nivel de propiedad su efecto será el opuesto (efecto expropiación).*

IV.3.1.2. Propiedad directiva

Al igual que con la concentración de propiedad, la literatura financiera ofrece dos hipótesis en competencia. Por un lado, la *hipótesis de convergencia*, que considera la propiedad directiva como un mecanismo eficaz para resolver el conflicto entre propietarios y directivos, sugiriendo que el incentivo de la dirección para maximizar la riqueza de los accionistas se incrementa con su participación en la propiedad en la empresa. Entre algunos trabajos que dan soporte a este argumento encontramos a Jensen y Meckling (1976), Jensen y Murphy (1990a y 1990b). Por otro lado, se sugiere la *hipótesis de atrincheramiento*, que plantea que a ciertos niveles de propiedad directiva, permite al directivo blindarse ante medidas disciplinarias del mercado (ya sea el mercado del trabajo, de productos o el del control corporativo) en escenarios de un deficiente rendimiento. Trabajos en esta línea tenemos a Demsetz (1983), Fama y Jensen (1983), Jensen (1993), Denis, Denis y Sarin (1997) y Arthur (2001).

Otros trabajos han planteado la posibilidad de una relación no lineal, realizando un análisis conjunto de las dos hipótesis (*convergencia y atrincheramiento*, ver por ejemplo Morck, Shleifer y Vishny (1988), Wruck (1989), Holderness, Kroszner y

Sheehan (1999), Hermalin y Weisbach (1991), McConnell y Servaes (1995), Steiner (1996) y Miguel, Pindado y Torre (2004), que encuentran evidencia consistente con ambas hipótesis.

IV.3.1.2.1. Propiedad directiva e insider trading

Existe muy escasa evidencia previa en el análisis entre propiedad directiva y el *insider trading*. Dentro de los pocos trabajos que abordan este estudio encontramos a Betzer y Theissen (2009), para una muestra de empresas alemanas, sus resultados mediante un análisis univariante sugieren una relación positiva entre la propiedad directiva y la magnitud de las rentabilidades anormales, especialmente en empresas que son controladas por directivos,⁶⁹ sin embargo, cuando realizan un análisis en sección cruzada el signo cambia y pierde la significación estadística. Firdrmuc, Goergen y Renneboog (2006), para una muestra de empresas británicas, encuentran una relación negativa entre la propiedad directiva y los retornos anormales (cuando los directores son grandes accionistas),⁷⁰ los autores consideran que la presencia de un director con una importante participación en la empresa transmite al mercado dos señales opuestas: i) una señal positiva sobre el futuro de la empresa, y ii) una señal negativa asociada con su posible atrincheramiento, por tanto los autores concluyen que el efecto de la segunda señal supera el efecto de la primera. Cziraki, Goeij y Renneboog (2010), para una muestra de empresas holandesas encuentran una relación positiva de los diferentes tipos de *insiders* (Principales Ejecutivos (*CEO*), Consejeros Ejecutivos (*Executive Board*) y Consejeros Externos (*Supervisory Board*), y las rentabilidades anormales acumuladas para el periodo (0,+40).

A pesar de la escasa evidencia empírica en el estudio de esta relación, y teniendo en mente los resultados previos que relacionan la propiedad directiva y el valor empresarial, planteamos la coexistencia de ambos efectos (*convergencia y atrincheramiento*), por tanto proponemos la siguiente hipótesis:

⁶⁹ Ellos definen que una empresa es controlada por directivos (*manager-controlled*) cuando el principal accionista es un miembro del consejo ejecutivo y que posee más del 25% de la propiedad.

⁷⁰ En este trabajo, los autores consideran a un gran accionista cuando este posee al menos un 5% de la propiedad.

Hipótesis IV.2: *Existe una relación no lineal entre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders y propiedad directiva. Inicialmente, aumentos en el nivel de propiedad directiva aumentará el control sobre comportamientos oportunistas (efecto convergencia), pero a partir de cierto nivel de propiedad directiva su efecto será el opuesto (efecto atrincheramiento).*

IV.3.1.3. Tipo de accionista

La naturaleza de los accionistas igualmente ha sido un tema de gran interés en la literatura financiera donde se establece que la capacidad e incentivos de los principales accionistas para controlar dependen de su tipología (Holdenerrss y Sheeman, 1988). Estudios previos han clasificado generalmente a los accionistas en tres categorías: empresas, inversores institucionales e individuos/familias. En este sentido encontramos trabajos como los de Agrawal y Mandelker (1990), quienes sugieren que los inversores institucionales, a diferencia de lo que se esperaría, ejercen una actitud más activa en el control, pueden no mejorar la situación, dado que también poseen información superior y, por tanto, pueden desarrollar actividades de *insider trading*. Para el Reino Unido, inversores institucionales tales como bancos, fondos de pensiones e inversión y empresas de seguros no son considerados buenos controladores de las empresas en las que ellos invierten (Franks, Mayer y Renneboog, 2001).

Entre algunos trabajos empíricos que han analizado la relación entre el tipo de accionista y la magnitud de las rentabilidades anormales (CARs), de las operaciones de compra de los *insiders*, encontramos a Fidrmuc, Goergen y Renneboog y otros (2006), que para una muestra de empresas del Reino Unido encuentran una relación negativa entre el tipo de accionista cuando este es una empresa y la magnitud de las rentabilidades anormales, relación que los autores justifican por el buen control que se les presume a este tipo de accionistas. Por otro lado, observan una relación positiva entre el tipo de accionista cuando este es un inversor institucional y la magnitud de las rentabilidades anormales, lo que permite inferir que los inversores institucionales no solo no controlan la empresa en la que invierten, si no que sus operaciones imitan las operaciones de los *insiders*, lo que fortalece la señal positiva de sus operaciones de compra. Por último, no encuentran una relación significativa entre el tipo de accionista

cuando este es un individuo o familia y las rentabilidades anormales. Rozanov (2008) analiza el impacto de tres tipos de inversores institucionales⁷¹ sobre el *insider trading*, encontrando que los inversores institucionales comprometidos (*dedicated institutional investors*) tienen un impacto negativo en el *insider trading*, y los inversores institucionales transitorios (*transient institutional investors*) tienen un impacto positivo. Betzer y Theissen (2009), encuentran para Alemania, en un primer análisis univariante, que las empresas dominadas por el gerente o por individuos/familia tienen un impacto positivo en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra. Sin embargo, al realizar un análisis multivariante, los resultados no se mantienen, por tanto el efecto que asumen los diferentes tipos de accionistas en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders* no tiene un impacto discernible.

La propiedad de las empresas españolas está caracterizada por una importante participación de otras empresas, individuos/familia y bancos, a diferencia del Reino Unido (modelo anglosajón) donde existe una mayor relevancia de inversores institucionales. Esta importante diferencia institucional motiva el interés por identificar cuál es el impacto que tienen los diferentes tipos de accionistas en las rentabilidades del *insider trading*. Para ello clasificamos a los accionistas en cinco categorías: inversores institucionales, bancos, empresas, individuos/familias y otros. Para este propósito creamos variables *dummy*, que identifican cada categoría dependiendo del tipo de accionista principal. A pesar de la reducida evidencia empírica, pero teniendo en mente los resultados de trabajos previos, que sugieren el poco control que ejercen los inversores institucionales en las empresas que invierten, proponemos las siguientes hipótesis:

Hipótesis IV.3a: *Existe una relación positiva entre el tipo de accionista cuando este es un inversor institucional y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders.*

⁷¹ Rozanov (2008), siguiendo a Noe (2000) y a Bushee (2001), divide a los inversores institucionales en tres tipos: *Dedicated*: realizan pocas operaciones y poseen altas participaciones concentradas en pocas empresas; *Quasi-indexers*: se caracterizan por tener grandes y bien diversificadas carteras de inversión, y realizan pocas operaciones. *Transient*: se caracterizan por tener pequeñas participaciones de propiedad en un gran número de empresas, y modifican su cartera de inversión frecuentemente.

Hipótesis IV.3b: *Existe una relación negativa entre el tipo de accionista cuando este es una empresa o individuo/familia y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders.*

IV.3.1.3.1. La banca como accionista dominante

La presencia de la banca como accionista dominante es una importante diferencia institucional entre los mercados objeto de estudio. En países como los Estados Unidos y Gran Bretaña existe regulación que limita la participación bancaria en la propiedad de las empresas, permitiéndola solamente como solución temporal ante problemas financieros de las empresas deudoras. Por el contrario, en países como Alemania, Japón y España se permite que los bancos mantengan de forma estable participaciones en el capital de las empresas. Fonseca y González (2005) resaltan la importancia que tiene la banca en las estructuras de propiedad de las empresas españolas, mediante un estudio de participaciones bancarias durante el periodo 1991 a 1998. Observan que el porcentaje de empresas industriales en las que al menos un banco tenía una participación en el capital de la empresa superior al 5% era del 57,28% y la participación bancaria total media en las empresas participadas era del 21,10%. Estos resultados son corroborados por Tejerina (2006), que observa que el número de empresas con al menos un banco comercial como accionista pasa del 38,3% en 1999 al 48,5% en el 2002.

Entre algunos de los trabajos que han estudiado el efecto de la banca como accionista, tenemos a Cuervo (1999), el cual analiza para una muestra de empresas españolas, la influencia de los bancos como grandes accionistas de empresas no financieras, encontrando una relación negativa entre control bancario y medidas de liquidez y desempeño empresarial, resultados que apoyan la idea de que los bancos obtienen beneficios privados del control como grandes accionistas. Kang, Shivdasani, Yamada (2000) y Morck, Nakamura y Shivdasani (2000), los que sugieren que los bancos poseen información adicional sobre las empresas, que les permite una mejor selección de los proyectos de inversión. González (2001), considera que cuando la banca participa en la propiedad puede tener acceso a nueva información sobre oportunidades de inversión de la empresa, convirtiéndose en un agente informado, hecho que reduce el problema de selección adversa que enfrenta el banco cuando recibe

petición de fondos de las empresas, que facilitaría a la empresa obtener fondos para financiación de proyectos rentables. Pedersen y Thomsen (2003) encuentran una respuesta positiva del mercado ante la participación de bancos como accionistas en empresas de la Europa continental. Por último el trabajo de Azofra, López y Tejerina (2007), los cuales, para una muestra de empresas no financieras españolas, observan que en empresas controladas por bancos, estos pueden interactuar en connivencia con otros bancos y perjudicar el valor de la empresa. Por el contrario, cuando la empresa no está controlada por un banco, la presencia de este como accionista mejora el gobierno corporativo y aumenta el rendimiento de la empresa.

Si bien la presencia de bancos en la propiedad de las empresas permite la reducción de los conflictos de intereses y asimetrías informativas entre accionista – acreedor, no podemos decir lo mismo con las asimetrías informativas entre los *insiders* y el resto de participantes del mercado de capitales. Es más, el mayor acceso a la información de la empresa por parte del banco a través de su papel dual de prestamista y accionista, puede facilitar a este comportarse de manera oportunista y explotar su ventaja informativa en sus decisiones de inversión. En virtud de lo anterior planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis IV.3c: *Existe una relación positiva entre el tipo de accionista cuando este es un banco y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders.*

IV.3.2. Variables de control

En los diferentes modelos controlamos factores que pueden afectar a las rentabilidades anormales de los *insiders*, como son: el tamaño de la empresa, el tamaño de la operación y las operaciones de compra múltiples (definidas como aquellas donde el *insider* realiza más de una compra en la misma empresa en la misma fecha). Dentro de las variables de control utilizadas, el tamaño de la empresa y el tamaño de la operación han sido consideradas con especial interés en la literatura financiera, encontrando algunos trabajos que han estudiado su relación con el *insider trading*:

IV.3.2.1. Tamaño de la empresa

En relación con tamaño de la empresa, la literatura financiera considera que en las pequeñas empresas se dan mayores asimetrías informativas, un trabajo de referencia en esta línea lo vemos en Seyhun (1986), el cual sugiere una relación negativa entre el tamaño de la empresa y las rentabilidades anormales de las operaciones de *insiders*. Posteriormente encontramos a Lakonishok y Lee (2001), Fidrmuc y Renneboog (2002), Lin y Howe (1990), Hillier y Marshall (2002), Jeng, Metrick y Zeckhauser (2003) y Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006). El argumento subyacente detrás de esta relación negativa es la creencia de que las empresas pequeñas son de poco interés para los analistas y demás profesionales del mercado, por tanto se les presupone una mayor opacidad y por tanto mayores asimetrías informativas.

IV.3.2.2. Tamaño de la operación

Igualmente la relación entre tamaño de la operación del *insider* y las rentabilidades anormales ha sido estudiada en la literatura financiera. Encontramos trabajos como los de Barclay y Warner (1993), y Garfinkel y Nimalendran (2003), quienes sugieren que los *insiders* prefieren operaciones de tamaño medio, debido a que los costes de transacción en pequeñas operaciones desaniman al *insider* a utilizar esta estrategia, mientras que las operaciones de gran volumen lo hacen muy visible y fácil de ser detectado por organismos de control, lo que conlleva a que sus operaciones informadas sean de tamaño medio. Sin embargo, la posición mayoritaria es recogida por Easley y O'Hara (1987) y Eckbo y Smith (1998), quienes defienden una relación positiva entre el tamaño de la operación y el contenido informativo, considerando que la ventaja informativa se deprecia rápidamente y por tanto, los *insiders* deben realizar operaciones de gran tamaño para maximizar sus ganancias.

IV.3.2.3. Compras múltiples

Esta es una variable que puede señalar el nivel de información privilegiada que posee el *insider*, y consiste en identificar la realización de un mismo tipo de operación por más de un *insider* en la misma fecha. Trabajos en esta línea los encontramos en Madura y Wiant (1995), Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006). Betzer y Theissen

(2009). Se esperaría que la variable que identifique esta situación (más de una compra en la misma fecha) tenga una relación positiva con los retornos anormales.

Tabla IV.1 – Resumen de Hipótesis

Número	Hipótesis
H:IV.1	<i>Existe una relación no lineal entre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders y la concentración de propiedad. Inicialmente, los aumentos en el nivel de concentración aumentará el control sobre comportamientos oportunistas (efecto control), pero a partir de cierto nivel de propiedad su efecto será el opuesto (efecto expropiación).</i>
H:IV.2	<i>Existe una relación no lineal entre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders y propiedad directiva. Inicialmente, aumentos en el nivel de propiedad directiva aumentará el control sobre comportamientos oportunistas (efecto convergencia), pero a partir de cierto nivel de propiedad directiva su efecto será el opuesto (efecto atrincheramiento).</i>
H:IV.3a	<i>Existe una relación positiva entre el tipo de accionista cuando este es un inversor institucional y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders.</i>
H:IV.3b	<i>Existe una relación negativa entre el tipo de accionista cuando este es una empresa o individuo/familia y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders.</i>
H:IV.3c	<i>Esperamos una relación positiva entre el tipo de accionista cuando este es un banco y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders.</i>

IV.4. DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

IV.4.1. Fuentes de datos

Teniendo en cuenta los resultados del capítulo anterior, que muestra un mayor contenido informativo en las operaciones de compra (en línea con la mayoría de trabajos previos), en el presente análisis nos centramos solo en las rentabilidades de las operaciones de compra.

Las variables relacionadas con estructura de propiedad fueron obtenidas de la base de datos internacional *Amadeus*, la cual ofrece entre otras, la siguiente información: nombre de la empresa, código ISIN, Sedol, año, nombre del accionista, nacionalidad del accionista, participación porcentual en el capital de la empresa y el tipo de accionista. El resto de variables financieras se obtuvieron de la base de datos internacional *Datastream*.

IV.4.2. Características de la muestra

La muestra de operaciones de los *insiders* para el Reino Unido cuenta inicialmente con 2.513 operaciones de compra correspondientes a 661 empresas, y para España, 298 operaciones de compra correspondientes a 95 empresas. Sin embargo, teniendo en cuenta la disponibilidad de datos de estructura de propiedad, la muestra para el Reino Unido se reduce a 607 operaciones de 250 empresas, y para España a 277 operaciones de 86 empresas.

La Tabla IV.2 muestra los resúmenes estadísticos de las principales variables para el Reino Unido. Observamos que la participación media del principal accionista es del 14,31% (*Propiedad_Ppal._Accionista%*); de los primeros 5 accionistas es del 38,64% (*Propiedad_5Accionistas%*) y la propiedad directiva es del 21,07% (*Propiedad_Directiva%*). En cuanto a las variables de control incluimos el tamaño de empresa, utilizando como *proxy* el logaritmo del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación (*Tamaño_Empresa*) y el tamaño de la operación para lo cual utilizamos como *proxy* el ratio entre el número de acciones de la operación y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación (*Tamaño_Operación*). La transformación de las variables de

control se justifica, en la medida que su inclusión en los valores absolutos puede generar problemas de heterocedasticidad y correlaciones espurias.

La Tabla IV.3 y el Gráfico IV.1 muestran para el Reino Unido el número de empresas/año agrupadas de acuerdo a la identidad del principal accionista. Observamos que de las 345 empresas/año que componen la muestra, 206 tienen como principal accionista a un inversor institucional, lo que corresponde a un 59,71% (49,28% corresponde a una institución financiera diferente a un banco, y el 11,59% corresponde a una entidad bancaria). 66 tienen como principal accionista a otra empresa, lo que corresponde a un 19,13%. 54 tienen como principal accionista a un individuo o familia, lo que corresponde a un 15,65%. Por último, 15 empresas tienen como principal accionista a otro tipo de inversor, lo que corresponde a un 4,35%. Estos datos corroboran el peso que tienen los inversores institucionales en el mercado británico, identificado en trabajos previos.

Tabla IV.2 – Estadísticos Descriptivos (Años: 1999 a 2003) – Reino Unido

La Tabla IV.2 muestra los datos estadísticos de las principales variables a utilizar en el presente capítulo. Operaciones: corresponde a la muestra total de operaciones de compra de *insiders*. Empresas: corresponde al total de empresas. *Propiedad_Ppal_Accionista%*: corresponde a la participación en el capital del principal accionista. *Propiedad_5Accionistas%*: Corresponde a la suma de la propiedad de los primeros 5 accionistas. *Propiedad_Directiva%*: corresponde a la propiedad de los *insiders*. *Tamaño_Empresa*: corresponde al logaritmo natural del valor de mercado de la empresa. *Tamaño_Operación*: representa el ratio entre el número de acciones de la operación y el número total de acciones en circulación.

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
<i>Operaciones</i>	607				
<i>Empresas</i>	251				
<i>Propiedad_Ppal_Accionista%</i>	607	0,79	70,80	14,31	8,78
<i>Propiedad_5Accionistas%</i>	607	1,55	97,84	39,57	14,01
<i>Propiedad_Directiva%</i>	590	0,00	89,89	21,07	16,84
<i>Tamaño_Empresa</i>	592	8,00	18,58	12,20	1,69
<i>Tamaño_Operación</i>	592	0,00	83,43	0.80	4,01

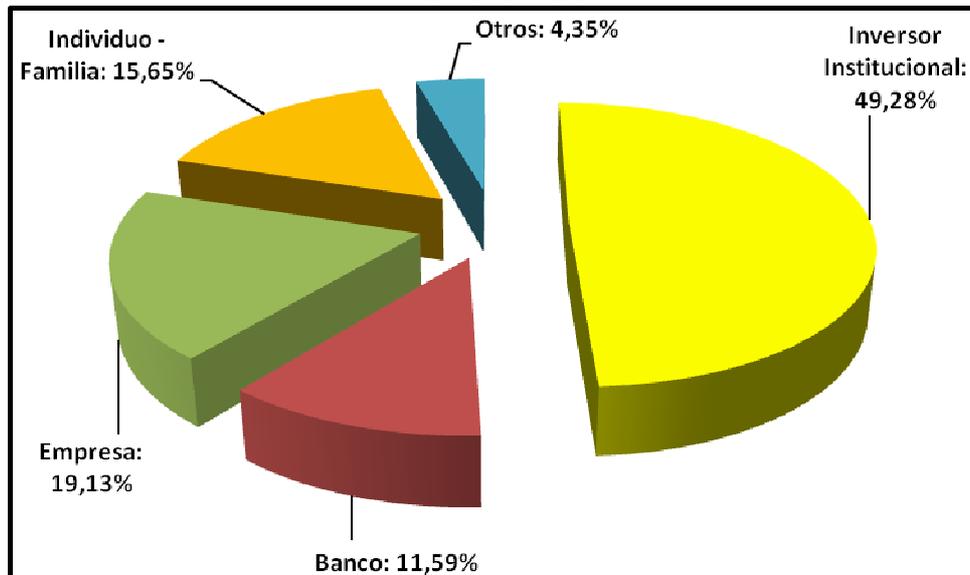
Tabla IV.3 – Distribución de las Empresas Según la Identidad del Principal Accionista (Años: 1999 a 2003) – Reino Unido

La Tabla IV.3 nos muestra el peso porcentual por tipo de accionista dominante. La primera columna identifica el año. La segunda columna corresponde al total de empresas año. El resto de columnas agrupan a las empresas por el tipo de su principal accionista (*Inversor Institucional*: empresas que tienen como principal accionista a un inversor institucional diferente a una entidad bancaria. *Banco*: empresas que tienen como principal accionista a una entidad bancaria. *Inversor Institucional Total*: empresas que tienen como principal accionista tanto aun inversor institucional como aun banco. *Empresa*: empresas que tienen como principal accionista a otra empresa. *Individuo o Familia*: empresas que tiene como principal accionista a un individuo o familia. *Otros*: empresas que tienen como principal accionista a otro tipo de inversor).

Año	Total	Institución Financiera	Banco	Institución Financiera Total	Empresa	Individuo Familia	Otros
1999	15	5	2	6	5	3	0
2000	23	12	3	15	6	2	0
2001	75	42	9	51	12	9	3
2002	132	57	14	69	28	24	9
2003	100	54	12	65	15	16	3
Total	345	170	40	206	66	54	15

Gráfico IV.1

Distribución Porcentual por Tipo de Accionista Reino Unido



La Tabla IV.4 muestra los resúmenes estadísticos de la muestra para España. Observamos que la participación media del principal accionista es del 28,15 % (*Propiedad_Ppal_Accionista%*); la de los primeros 5 accionistas es del 48,11 % (*Propiedad_5Accionistas%*) y la propiedad directiva es del 47,98 % (*Propiedad_Directiva%*). En cuanto a las variables de control incluimos el tamaño de la empresa, utilizando como *proxy* el logaritmo del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación (*Tamaño_Empresa*). El tamaño de la operación, para lo cual utilizamos como *proxy* el ratio entre el número de acciones de la operación y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre de año en que se realizó la operación (*Tamaño_Operación*).

La Tabla IV.5 y el Gráfico IV.2 muestran para España, el número de empresas por año agrupadas de acuerdo a la identidad de su principal accionista, observamos que de las 159 empresas/año que componen la muestra, 79 tienen como accionista principal a otra empresa, lo que corresponde a un 49,7%. 62 empresas tienen como accionista principal a una institución financiera, lo que corresponde a un 39% (el 22% corresponden a una institución financiera diferente a un banco y el 17% a una entidad bancaria). 16 empresas tienen como accionista principal a un individuo o familia, lo que corresponde a un 10,10%. Por último, 2 empresas tienen como accionista principal a otro tipo de inversor, lo que corresponde a un 1,30%. A pesar de que la caracterización de las empresas españolas es sensible al número de observaciones que se analizan, a la base de datos utilizada y al periodo seleccionado, los datos de nuestro estudio, con algunos matices, son muy similares a los reportados por Crespi y Jansson (2004), los que hacen un análisis de las empresas españolas desde el año 1989 a 2003. En resumen, y tomando como límite de control el 10% para el mayor accionista, los autores encuentran que el 40,46% de las empresas están controladas por otras empresas no financieras, el 23,96% por familias, el 16,7% por bancos, el 5,4% por empresas financieras y el 2,44% por el Estado (estos datos corresponden únicamente al periodo de nuestro interés 1999 - 2003). Como diferencias principales, podemos resaltar la escasa representatividad en nuestra muestra de familias como accionista controlador (10,10% versus 23,96%); y la elevada representatividad de inversores institucionales (22,0% versus 5,4%), diferencias que pueden obedecer principalmente a que los autores incluyen en su muestra entidades bancarias, y excluyen sociedades financieras de inversión mobiliaria.

Tabla IV.4 – Estadísticos Descriptivos (1999 a 2003) – España

La Tabla IV.4 muestra los datos estadísticos de las principales variables a utilizar en el presente capítulo. Operaciones: corresponde a la muestra total de operaciones de compra de *insiders*. Empresas: corresponde al total de empresas. *Propiedad_Ppal_Accionista%*: corresponde a la participación en el capital del principal accionista. *Propiedad_5Accionistas%*: corresponde a la suma de la propiedad de los primeros 5 accionistas. *Propiedad_Directiva%*: corresponde a la propiedad de los *insiders*. *Tamaño_Empresa*: corresponde al logaritmo natural del valor de mercado de la empresa. *Tamaño_Operación*: representa el ratio entre el número de acciones de la operación y el número total de acciones en circulación.

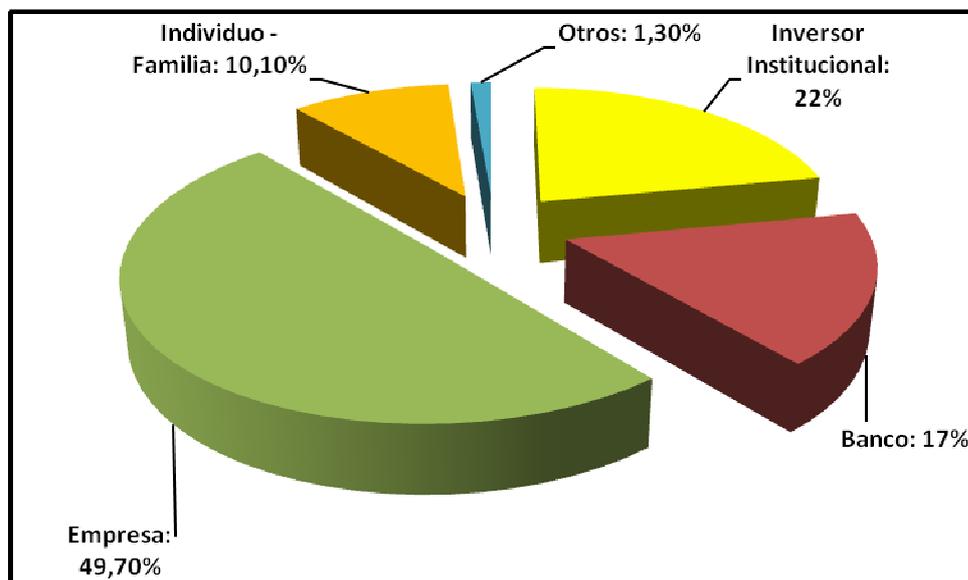
	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
<i>Operaciones</i>	277				
<i>Empresas</i>	86				
<i>Propiedad_Ppal_Accionista%</i>	277	2,22	92,00	28,15	20,97
<i>Propiedad_5Accionistas%</i>	257	5,68	97,19	48,11	23,12
<i>Propiedad_Directiva%</i>	192	0,13	95,78	47,98	24,09
<i>Tamaño_Empresa</i>	267	8,56	17,11	13,04	1,85
<i>Tamaño_Operación</i>	267	0,00	82,44	2,69	7,30

Tabla IV.5 – Distribución de las Empresas Según la Identidad del Principal Accionista (Años: 1999 a 2003) – España

La Tabla IV.5 nos muestra el peso porcentual por tipo de accionista dominante. La primera columna identifica el año. La segunda columna corresponde al total de empresas año. El resto de columnas agrupa a las empresas por el tipo de su principal accionista (*Inversor Institucional*: empresas que tiene como principal accionista a un inversor institucional diferente a una entidad bancaria. *Banco*: empresas que tienen como principal accionista a una entidad bancaria. *Inversor Institucional Total*: empresas que tienen como principal accionista tanto aun inversor institucional como aun banco. *Empresa*: empresas que tienen como principal accionista a otra empresa. *Individuo o Familia*: empresas que tiene como principal accionista a un individuo o familia. *Otros*: empresas que tienen como principal accionista a otro tipo de inversor).

Año	Total	Institución Financiera	Institución Financiera Total	Empresa	Individuo Familia	Otros
1999	16	3	2	5	9	1
2000	32	9	5	14	12	6
2001	34	5	9	14	16	3
2002	39	11	4	15	22	2
2003	38	7	7	14	20	4
Total	159	35	27	62	79	16

Gráfico IV.2
Distribución porcentual por tipo de accionista
España



Al comparar los datos de estructura de propiedad entre los dos mercados, observamos que la concentración de propiedad de las empresas españolas es mucho mayor que el de las empresas británicas (28,15% versus 14,31%, participación media del accionista principal; y 50,13% versus 39,57%, participación media de los primeros 5 accionistas). Estos resultados nos permiten confirmar que las empresas españolas se ubican dentro del modelo europeo que se caracteriza por utilizar la concentración de propiedad como un importante mecanismo interno de control para solucionar los problemas de agencia. Por el contrario, se evidencia una mayor dispersión del capital de las empresas británicas, lo cual sugiere que en este mercado se tiene mayor confianza en otros mecanismos de control para solucionar los problemas de agencia (por ejemplo el mercado de control corporativo), en resumen estos datos son consistentes con los modelos de mercados descritos en trabajos previos (Rajan y Zingales, 1995; Gedajlovic y Shapiro, 1998; Mayer y Sussman, 2001; Frank y Mayer, 1997; y Faccio y Lang, 2002).

En cuanto al tipo de accionista, se observa para el Reino Unido un mayor peso de inversores institucionales como principal accionista 59,71%, mientras que para España, el mayor peso lo tienen las empresas no financieras como principal accionista

49,7%. Estos datos evidencian la estructura de propiedad como una importante diferencia institucional entre ambos mercados, y permiten confirmar los modelos descritos en trabajos anteriores (Frank y Mayer, 1997 y Faccio y Lang, 2002), donde la propiedad de las empresas españolas se caracteriza por una notable presencia de familias-empresas; y la propiedad de las empresas del Reino Unido se caracteriza por una importante presencia de inversores institucionales.

IV.4.3. Variables

IV.4.3.1. Variable dependiente

Nuestra variable dependiente corresponde a las rentabilidades anormales acumuladas de las operaciones de compra (CAR) en un periodo de (-1,+1), calculadas en el capítulo anterior mediante un estudio de eventos. Esta variable es considerada en la literatura como una adecuada *proxy* del nivel del *insider trading*, teniendo en cuenta que la rentabilidad de las operaciones de los *insiders* refleja la materialidad de su ventaja informativa (Rogoff, 1964) y es usada como tal en un gran número de trabajos previos, como en Del Brio, Miguel y Perote (2002) para España. Friederich, Gregory, Matakó y Tonks (2002) y Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006) para el Reino Unido. Betzer y Theissen (2009) para Alemania. Las rentabilidades anormales son calculadas mediante la ecuación 1, descrita en el capítulo III.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

IV.4.3.2. Variables independientes

Como se estableció anteriormente, nuestro interés es analizar el impacto de la estructura de propiedad (en sus tres dimensiones: concentración, propiedad directiva y tipo de accionista) como mecanismo de control en el insider trading, por tanto nuestras variables independientes son:

- *Propiedad_Ppal_Accionista%*: esta variable mide la participación porcentual del principal accionista en el capital de la empresa.
- *Propiedad_5Accionistas%*: esta variable mide la suma de la participación porcentual de los primeros 5 accionistas.

- *Propiedad_Directiva%*: variable que mide el porcentaje de propiedad en manos de los *insiders*.⁷²
- *Inversor_Institucional_Total*: variable dummy que vale 1 cuando el principal accionista es un inversor institucional (incluye bancos y otros inversores como fondos de pensión, compañías de seguros, etc.).
- *Inversor_Institucional*: variable dummy que vale 1 cuando el principal accionista es un inversor institucional diferente a una entidad bancaria.
- *Banca*: variable dummy que vale 1 cuando el principal accionista es una entidad bancaria.
- *Empresa*: variable dummy que vale 1 cuando el principal accionista es una empresa diferente a un inversor institucional.
- *Individuo/Familia*: variable dummy que vale 1 cuando el principal accionista es un individuo o familia.
- *Otros*: variable dummy que vale 1 cuando el principal accionista es un inversor diferente a las categorías anteriormente descritas.
- *Compras_Múltiples*: es una variable dummy que vale 1 cuando en la misma fecha y para la misma empresa se han realizado más de una compra.
- *Tamaño_Empresa*: es medido como el logaritmo del valor de mercado de la empresa durante el año que se realizó la operación de compra del *insider*.
- *Tamaño_Operación*: es medida como el ratio entre el número de acciones de la operación de compra del *insider* y el número de acciones en circulación de la empresa en el año que se realizó la operación.

A pesar de que algunos de los coeficientes de correlación entre algunas variables independientemente consideradas son altos (ver anexo capítulo IV tablas de correlaciones IV.A1 y IV.A2), esto no representa un problema al incluirlas en el modelo, teniendo en cuenta que los valores de FIV (factor de inflación de la varianza) se sitúan muy por debajo de 10, valor límite a partir del cual se considera que existe un problema de multicolinealidad (Hair et al., 2008; Kutner et al., 2005).

⁷² El nivel de propiedad directiva es medida por la fracción de acciones en manos de los *insiders* y el número de acciones en circulación multiplicado. De acuerdo a la base de datos Datastream, ésta variable incluye: i) acciones en poder de los empleados, directores y familiares inmediatos, ii) acciones mantenidas en *trust*, iii) acciones de la empresa mantenidas por cualquier otra empresa, y iv) acciones mantenidas por individuos que posean el 5% o más de las acciones en circulación.

IV.4.4 Metodología

Una vez determinada la variable dependiente y las variables explicativas, los modelos a contrastar en el presente capítulo mediante la metodología de regresión de mínimos cuadrados ordinarios son:

- **Modelo 1 (Hipótesis de control y de expropiación):** en este primer modelo testamos una relación cuadrática entre concentración de propiedad y los retornos anormales de las operaciones de compra de los *insiders* acumuladas durante el día anterior al evento, el día del evento y el día posterior al evento (CAR: -1,+1). Para ello, utilizamos como *proxy* de la concentración de propiedad, la participación porcentual de la propiedad de la empresa en manos del principal accionista:

$$\begin{aligned}
 \text{CAR} (-1,+1) = & \beta_0 + \beta_1 (\text{Propiedad_Ppal_Accionista}\%)_{it} \\
 & + \beta_2 (\text{Propiedad_Ppal_Accionista}\%)^2_{it} \\
 & + \beta_3 (\text{Compras_Múltiples})_{it} \\
 & + \beta_4 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} \\
 & + \beta_5 (\text{Tamaño_Operación})_{it} \\
 & + (\text{Error})_{it}
 \end{aligned}$$

Como una forma de evaluar la robustez de los resultados obtenidos a partir del modelo1, corremos los modelos 2 y 3, en los cuales incluimos la propiedad directiva. Adicionalmente, en el modelo 3 utilizamos la suma de la participación de los primeros 5 accionistas como proxy de la concentración de la propiedad.

Modelo 4 (Hipótesis de convergencia y de atrincheramiento): en este modelo testamos una relación cuadrática entre la propiedad directiva y los retornos anormales de las operaciones de compra de los insiders (CAR:-1,+1). Para ello, utilizamos como proxy de la propiedad directiva, la participación porcentual de la propiedad de la empresa en manos de los *insiders*:

$$\begin{aligned} \text{CAR} (-1,+1) = & \beta_0 + \beta_1 (\text{Propiedad_Directiva}\%)_{it} \\ & + \beta_2 (\text{Propiedad_Directiva}\%)^2_{it} \\ & + \beta_3 (\text{Compras_Múltiples})_{it} \\ & + \beta_4 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} \\ & + \beta_5 (\text{Tamaño_Operación})_{it} \\ & + (\text{Error})_{it} \end{aligned}$$

Como una forma de verificar la robustez de los resultados obtenidos en modelo 4 corremos los modelos 5, 6 y 7, en los cuales a demás de las variables de propiedad directiva, incluimos diferentes proxy de concentración de propiedad (propiedad en manos del principal accionista, propiedad en manos de los primeros 5 accionistas, y variable dummy que vale 1 si el principal accionista posee más del 25% de la propiedad de la empresa).

➤ **Modelo 8 (Tipo de accionista):** en este modelo testamos el impacto que pueda tener la identidad del principal accionista en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders (CAR:-1,+1). Para ello, utilizamos variables dummy que identifican el tipo de accionista:

$$\begin{aligned} \text{CAR} (-1,+1) = & \beta_0 + \beta_1 (\text{Inversor_Institucional_Total})_{it} \\ & + \beta_2 (\text{Empresa})_{it} \\ & + \beta_3 (\text{Individuo/Familia})_{it} \\ & + \beta_4 (\text{Compras_Múltiples})_{it} \\ & + \beta_5 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} \\ & + \beta_6 (\text{Tamaño_Operación})_{it} \\ & + (\text{Error})_{it} \end{aligned}$$

Teniendo en cuenta nuestro interés en conocer el impacto que puede tener la identidad del principal accionista cuando este es un banco, sobre las rentabilidades del *insider trading*, en el modelo 9, identificamos aquellas empresas que tienen como accionista principal un banco; y en los modelos 10 y 11 utilizamos el término de interacción entre el tipo de accionista y medidas de concentración de propiedad y propiedad directiva, respectivamente.

- **Punto de corte:** para calcular el punto de corte de la regresión cuadrática tanto para el modelo 1 de concentración de propiedad, como para el modelo 4 de propiedad directiva, y para simplificar la notación, partimos de la ecuación:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 X^2$$

Donde consideramos a Y como las rentabilidades anormales acumuladas por el periodo (-1,+1) y a X como el nivel de concentración de propiedad o la propiedad directiva. El punto de inflexión lo calculamos diferenciando Y respecto a X :

$$\frac{\partial Y}{\partial X} = 0$$

$$\frac{\partial Y}{\partial X} = \beta_1 + 2\beta_2 X$$

$$X_1 = -\beta_1 / 2\beta_2$$

Por tanto, X_1 sería el punto de corte de la relación cuadrática que permitiría determinar el punto de inflexión (*ver anexo 01 para mayor detalle*).

IV.5. RESULTADOS

IV.5.1. Concentración de la propiedad

En el apartado III, formulamos la hipótesis relacionada con el efecto de la concentración de la propiedad sobre las rentabilidades de las operaciones de los *insiders*, en este sentido, y teniendo en mente los resultados que relacionan la concentración de la propiedad y la rentabilidad empresarial, planteamos que la concentración de propiedad actúa como mecanismo de control y afecta negativamente el *insider trading*, sin embargo, a partir de cierto punto de concentración pueden darse comportamientos expropiatorios afectando positivamente el *insider trading*.

La Tabla IV.6 muestra para el Reino Unido los resultados que permiten probar la coexistencia tanto del efecto de *control* como el de *expropiación* entre concentración de propiedad y rentabilidades anormales. En los modelos uno y dos, donde utilizamos la participación del principal accionista como *proxy* de concentración de propiedad, observamos que el coeficiente de $(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$ es positivo y significativo, y el coeficiente de $(Propiedad_Ppal_Accionista\%)^2$ es negativo y significativo solo al 10%, resultados que permiten soportar una relación cuadrática entre concentración de la propiedad y rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*, como se planteó en la hipótesis *IV.1a* para el Reino Unido. El correspondiente punto de corte de la relación sugiere que cuando el accionista principal de las empresas británicas posee menos del 74,4% del capital de la empresa se da mayor probabilidad de comportamientos expropiatorios a través del *insider trading* (*efecto expropiación*), más allá de dicho punto el impacto de la propiedad del accionista principal sobre las rentabilidades anormales es negativo (*efecto control*). Sin embargo, debemos ser cautelosos en este caso, al referirnos al efecto negativo asociado a estructuras concentradas de propiedad sobre las rentabilidades anormales $(Propiedad_Ppal_Accionista\%)^2$, ya que no existe en la muestra para el Reino Unido empresas con ese nivel de concentración de propiedad (74,4%). Esta situación nos induce a comprobar la relación lineal entre concentración de propiedad y rentabilidades anormales, es decir sin incluir el término cuadrático en el modelo, resultados no reportados en el trabajo nos confirman una relación positiva y significativa entre concentración de propiedad y rentabilidades anormales independientemente de la *proxy*

de concentración de propiedad utilizada (participación del principal accionista, suma de la participación de los primeros 5 accionistas). En el modelo tres de la Tabla IV.6, cuando se utiliza como *proxy* de concentración de propiedad la suma de la participación en la propiedad de la empresa de los primeros 5 accionistas, observamos que los coeficientes tanto de $(Propiedad_5Accionista\%)$ y $(Propiedad_5Accionista\%)^2$ no alcanzan significación estadística.

**Tabla IV.6 – Hipótesis de control vs. Hipótesis de expropiación
Reino Unido**

La variable dependiente es CAR (-1,+1). $(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$: participación en el capital de la empresa por parte del principal accionista. $(Propiedad_Ppal_Accionista\%)^2$: participación en la propiedad de la empresa del accionista principal al cuadrado. $(Propiedad_5Accionista\%)$: participación en el capital de la empresa por parte de los primeros 5 accionistas. $(Propiedad_5Accionista\%)^2$ participación en el capital de la empresa por parte del principal accionista al cuadrado. $(Propiedad_Directiva)$: participación porcentual en el capital de la empresa en manos de *insiders*. $(Compras_Múltiples)$: variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. $(Tamaño_Empresa)$: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). $(Tamaño_Operación)$: tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
	Coef.Est.	Coef.Est.	Coef.Est.
Constante)	-	-	-
	1,401	-1,511	1,539
$(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$	0,285**	0,306**	-
	(2,402)	(2,321)	-
$(Propiedad_Ppal_Accionista\%)^2$	-0,1920*	-0,200*	-
	(-1,630)	(-1,652)	-
$(Propiedad_5Accionista\%)$	-	-	0,147
	-	-	-1,081
$(Propiedad_5Accionista\%)^2$	-	-	-0,033
	-	-	(-0,259)
$(Propiedad_Directiva)$	-	-0,025	-0,015
	-	(-0,448)	(-0,271)
$(Compras_Múltiples)$	0,109***	0,108***	0,109***
	(2,675)	(2,640)	(2,672)

Continuación Tabla IV.6

(Tamaño_Empresa)	-0,118*** (-2,856)	-0,126*** (-2,877)	-0,128*** (-2,914)
(Tamaño_Operación)	0,053 (1,298)	0,053 (1,290)	0,051 (1,233)
R^2 Ajustado	4,5	4,4	4
F	6,522	5,473	5,09
N	592	590	590

*,**,*** Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Modelo 1: $CAR(-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (Propiedad_Ppal_Accionista\%)_{it} + \beta_2 Propiedad_Ppal_Accionista\%^2_{it} + \beta_3 (Compras_Múltiples)_{it} + \beta_4 (Tamaño_Empresa)_{it} + \beta_5 Tamaño_Operación)_{it} + (Error)_{it}$

Modelo 2: $CAR(-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (Propiedad_Ppal_Accionista\%)_{it} + \beta_2 Propiedad_Ppal_Accionista\%^2_{it} + \beta_3 (Propiedad_Directiva)_{it} + \beta_4 (Compras_Múltiples)_{it} + \beta_5 (Tamaño_Empresa)_{it} + \beta_6 Tamaño_Operación)_{it} + (Error)_{it}$

Modelo 3: $CAR(-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (Propiedad_5Accionista\%)_{it} + \beta_2 (Propiedad_5Accionista\%)^2_{it} + \beta_3 (Propiedad_Directiva)_{it} + \beta_4 (Compras_Múltiples)_{it} + \beta_5 (Tamaño_Empresa)_{it} + \beta_6 Tamaño_Operación)_{it} + (Error)_{it}$

La Tabla IV.7 muestra para España los resultados de los modelos que permiten confirmar una relación no lineal entre concentración de la propiedad y rentabilidades anormales. Observamos que en los modelos uno y dos, donde se utiliza la participación del principal accionista como *proxy* de la concentración de propiedad, el coeficiente de $(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$ es positivo y significativo, y el coeficiente de $(Propiedad_Ppal_Accionista\%)^2$ es negativo y significativo, resultados que soportan una relación cuadrática entre concentración de la propiedad y rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*, lo que nos permite mantener la hipótesis IV.1a para España. El resultado al derivar el correspondiente punto de corte de la relación sugiere que cuando el accionista principal de las empresas españolas posee

menos del 53,36% del capital de la empresa, existe mayor probabilidad de comportamientos expropiatorios del accionista mayoritario a través del *insider trading* (*efecto expropiación*). Más allá de dicho punto el impacto de la propiedad del accionista principal sobre las rentabilidades anormales es negativo (*efecto control*). En el modelo tres de la Tabla IV.7, donde se utiliza como *proxy* de la concentración de propiedad la suma de la participación en la propiedad de la empresa de los primeros 5 accionistas, se observa el mismo comportamiento anterior, encontrando que el coeficiente (*Propiedad_5Accionista%*) es positivo y significativo y el coeficiente de (*Propiedad_5Accionista%*)² es negativo y significativo.

Tabla IV.7 – Hipótesis de control vs. Hipótesis de expropiación – España

La variable dependiente es CAR (-1,+1). (*Propiedad_Ppal_Accionista%*): participación en el capital de la empresa por parte del principal accionista. (*Propiedad_Ppal_Accionista%*)²: participación en la propiedad de la empresa del accionista principal al cuadrado. (*Propiedad_5Accionista%*): participación en el capital de la empresa por parte de los primeros 5 accionistas. (*Propiedad_5Accionista%*)²: participación en el capital de la empresa por parte del principal accionista al cuadrado. (*Propiedad_Directiva*): participación porcentual en el capital de la empresa en manos de *insiders*. (*Compras_Múltiples*): variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. (*Tamaño_Empresa*): tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). (*Tamaño_Operación*): tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
	Coef. Est.	Coef. Est.	Coef. Est.
(<i>Constante</i>)	- (0,369)	- (-1,005)	- (-3,285)
(<i>Propiedad_Ppal_Accionista%</i>)	0,452** (2,298)	0,694** (2,548)	-
(<i>Propiedad_Ppal_Accionista%</i>) ²	-0,424** (-2,175)	-0,44** (-1,744)	-
(<i>Propiedad_5Accionista%</i>)	-	-	1,264*** (4,311)
(<i>Propiedad_5Accionista%</i>) ²	-	-	-0,923*** (-3,349)
(<i>Propiedad_Directiva</i>)	-	-0,387*** (-3,867)	-0,41*** (-4,287)
(<i>Compras_Múltiples</i>)	0,147** (2,344)	0,214*** (2,836)	0,178** (2,412)
(<i>Tamaño_Empresa</i>)	-0,098 (-1,596)	0,074 (1,013)	0,178** (2,341)
(<i>Tamaño_Operación</i>)	0,002 (0,030)	0,052 (0,707)	-0,021 (-0,282)
<i>R</i> ² Ajustado	2,60	6,4	11,8
<i>F</i>	2,402	3,2	4,94
<i>N</i>	267	192	177

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Al comparar el efecto que tiene la concentración de la propiedad sobre el *insider trading*, observamos que tiene un efecto similar para ambos mercados. La concentración de la propiedad inicialmente tiene un efecto positivo (*efecto expropiación*) en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders hasta un nivel de concentración del 76,4% para el Reino Unido y del 53,36% para España, y a partir de estos umbrales el efecto sobre las rentabilidades anormales es negativo (*efecto control*). Estos resultados estarían en línea con los de Cziraki, Goeij y Renneboog (2010), los cuales sugieren que en empresas con una mayor concentración de propiedad se da un mayor control, generando menores posibilidades para que los insiders obtengan beneficios privados del control, y por tanto, estos optan por explotar su ventaja informativa a través del *insider trading*, situación que los autores denominan *hipótesis de sustitución*.

IV.5.2. Propiedad directiva

La Tabla IV.8 muestra para el Reino Unido los resultados de los modelos 4, 5, 6 y 7 que permiten probar una relación no lineal entre propiedad directiva y rentabilidades anormales, es decir, la coexistencia tanto del efecto de convergencia como de atrincheramiento de la propiedad directiva sobre el *insider trading*. En los cuatro modelos se obtienen coeficientes negativos y significativos para (*Propiedad_Directiva*) y positivos y significativos para (*Propiedad_Directiva*)². El punto de corte de la relación se establece en el 37%, lo que sugiere que cuando los niveles de propiedad de los *insiders* está por debajo de este punto, estos tienen una menor motivación en hacer uso de su superioridad informativa (*efecto de convergencia de intereses*), y a partir de dicho punto de corte, se observa un comportamiento oportunista (*efecto atrincheramiento*), resultados que soportan la hipótesis IV.2b para el Reino Unido.

La Tabla IV.9 muestra para España los resultados de los modelos 4, 5, 6 y 7 que permiten verificar una relación no lineal entre propiedad directiva y rentabilidades anormales. En los cuatro modelos se obtienen coeficientes negativos y significativos para (*Propiedad_Directiva*) y positivos y significativos para (*Propiedad_Directiva*)². Resultados que permiten soportar una relación cuadrática entre propiedad directiva y rentabilidades anormales, como se planteó en la hipótesis IV.2b. El punto de corte de la relación se establece en el 62,1%. En otras palabras, estos resultados sugieren que

cuando el nivel de propiedad de los *insiders* está por debajo de este punto, tienen un menor incentivo en beneficiarse de su superioridad informativa (*efecto de convergencia de intereses*), y a partir de dicho punto se observa un comportamiento oportunista (*efecto atrincheramiento*).

Modelos a contrastar

$$\text{Modelo 3: CAR } (-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (\text{Propiedad_Directiva})_{it} + \beta_2 (\text{Propiedad_Directiva})_{it}^2 + \beta_3 (\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_4 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_5 (\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

$$\text{Modelo 4: CAR } (-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (\text{Propiedad_Directiva})_{it} + \beta_2 (\text{Propiedad_Directiva})_{it}^2 + \beta_3 (\text{Propiedad_Ppal_Accionista\%})_{it} + \beta_4 (\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_5 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_6 (\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

$$\text{Modelo 5: CAR } (-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (\text{Propiedad_Directiva})_{it} + \beta_2 (\text{Propiedad_Directiva})_{it}^2 + \beta_3 (\text{Propiedad_5Accionista\%})_{it} + \beta_4 (\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_5 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_6 (\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

$$\text{Modelo 6: CAR } (-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (\text{Propiedad_Directiva})_{it} + \beta_2 (\text{Propiedad_Directiva})_{it}^2 + \beta_3 (\text{Propiedad_5Accionista\%})_{it} + \beta_4 (\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_5 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_6 (\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

Tabla IV.8 – Hipótesis de convergencia vs. Hipótesis atrincheramiento Reino Unido

La variable dependiente es CAR (-1,+1). (*Propiedad_Directiva*): participación porcentual en el capital de la empresa en manos de *insiders*. (*Propiedad_Directiva*)²: Propiedad de los *insiders* al cuadrado. (*Propiedad_Ppal_Accionista%*): participación porcentual en el capital de la empresa por parte del principal accionista. (*Propiedad_5Accionista%*): participación porcentual en el capital de la empresa por parte de los primeros 5 accionistas. (*Dummy_Propiedad>25%*): variable *dummy* que vale uno si el principal accionista posee el 25% o más de la propiedad. (*Compras_Múltiples*): variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. (*Tamaño_Empresa*): tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). (*Tamaño_Operación*): tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Variables	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	Coef. Estand.	Coef. Estand.	Coef. Estand.	Coef. Estand.
(Constante)	- (3,019)	- (2,906)	- (2,651)	- (3,033)
(<i>Propiedad_Directiva%</i>) _{it}	-0,272** (-2,248)	-0,300** (-2,464)	-0,293** (-2,411)	-0,232* (-1,91)
(<i>Propiedad_Directiva%</i>) _{it} ²	0,349*** (2,952)	0,322*** (2,702)	0,311*** (2,584)	0,248** (2,001)
(<i>Propiedad_Ppal_Accionista%</i>) _{it}	- -	0,087* (1,695)	- -	- -
(<i>Propiedad_5Accionista%</i>) _{it}	- -	- -	0,088* (1,651)	- -
(<i>Dummy_Propiedad>25%</i>)	- -	- -	- -	0,126*** (2,643)
(<i>Compras_Múltiples</i>) _{it}	0,112*** (2,766)	0,114*** (2,802)	0,112*** (2,764)	0,109*** (2,685)
(<i>Tamaño_Empresa</i>) _{it}	-0,139*** (-3,177)	-0,145*** (-3,308)	-0,143*** (-3,279)	-0,14*** (-3,209)
(<i>Tamaño_Operación</i>) _{it}	0,058 (1,44)	0,056 (1,384)	0,051 (1,254)	0,041 (1,008)
R2 Ajustado	4,8	5,1	5,1	5,8
F	6,933	6,274	6,249	7,001
N	590	590	590	590

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Tabla IV.9 – Hipótesis de convergencia vs. Hipótesis atrincheramiento España

La variable dependiente es CAR (-1,+1). PD: participación porcentual en el capital de la empresa en manos de *insiders*. PD²: Propiedad de los *insiders* al cuadrado. PPAL: participación porcentual en el capital de la empresa por parte del principal accionista. P5ACC: participación porcentual en el capital de la empresa por parte de los primeros 5 accionistas. PPAL>25%: variable *dummy* que vale uno si el principal accionista posee el 25% o más de la propiedad. OPM: variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. TEM: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). TOP: tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Variables	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	Coef. Estand.	Coef. Estand.	Coef. Estand.	Coef. Estand.
<i>Constante</i>)	- 0,04	- -0,307	- -1,86	- -0,084
<i>(Propiedad_Directiva)</i>	-0,775*** (-3,669)	-0,745*** (-3,52)	-0,928*** (-4,364)	-0,854*** (-4,113)
<i>(Propiedad_Directiva)²</i>	0,624*** (2,974)	0,479** (2,062)	0,631*** (2,986)	0,555*** (2,695)
<i>(Propiedad_Ppal_Accionista%)</i>	- -	0,153 (1,426)	- -	- -
<i>(Propiedad_5Accionista%)</i>	- -	- -	0,299*** (3,04)	- -
<i>(Dummy_Propiedad>25%)</i>	- -	- -	- -	0,268*** (3,186)
<i>(Compras_Múltiples)</i>	0,144** (2,025)	0,173** (2,346)	0,148** (1,997)	0,212*** (2,925)
<i>(Tamaño_Empresa)</i>	0,08 (1,095)	0,09 (1,226)	0,188** (2,444)	0,072 (1,003)
<i>(Tamaño_Operación)</i>	0,032 (0,437)	0,048 (0,654)	-0,035 (-0,465)	0,055 (0,770)
<i>R2 Ajustado</i>	6,5	7,00	10,7	10,9
<i>F</i>	3,649	3,397	4,517	4,882
<i>N</i>	192	192	177	192

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

IV.5.3 Tipo de accionista

El panel A de la Tabla IV.10 muestra los resultados para el Reino Unido, se observa que el tipo de accionista no parece afectar a las rentabilidades anormales de los *insiders*, excepto cuando estos son otras empresas no financieras. En este caso se obtiene una relación positiva y significativa con las rentabilidades anormales. El panel B de la Tabla IV.10 muestra los resultados para España, no encontrando significancia estadística para ninguna de las categorías de accionistas. Resultados que no permite mantener las hipótesis planteadas (IV.3a y IV.3b) para ninguno de los dos mercados.

Con la finalidad de evaluar el efecto que tiene la propiedad bancaria en el *insider trading*, procedemos a correr el mismo conjunto de variables de propiedad que en el modelo anterior, con la diferencia que del grupo de empresas que tienen como accionista principal una institución financiera, se identifica cuál corresponde a una entidad bancaria. El panel A de la Tabla IV.11, muestra los resultados del modelo 7 para el Reino Unido, donde no se obtiene relación entre la propiedad bancaria y las rentabilidades anormales. Resultados que no permiten mantener la hipótesis IV.3c para el Reino Unido. A diferencia, se mantienen los resultados obtenidos en el modelo anterior (relación positiva entre el tipo de accionista y los retornos anormales de las operaciones de insider cuando este es otra empresa). Por el contrario, el panel B de la Tabla IV.11, muestra para España una relación positiva entre el tipo de accionista y las rentabilidades anormales cuando aquél es una entidad bancaria, lo que permite confirmar la idea que sugiere un mayor acceso a información privilegiada que tiene la banca respecto a otro tipo de inversores institucionales (Kang, Shivdasani, y Yamada, 2000 y Morck, Nakamura y Shivdasani, 2000).

Como una forma de probar la robustez de los resultados obtenidos anteriormente, procedemos a evaluar el efecto que tiene el tipo de accionista en interacción con la concentración de propiedad y con la propiedad directiva. El panel A de las Tablas VI.12 y IV.13 muestran los resultados para el Reino Unido del término de interacción entre el tipo de accionista y la concentración de propiedad, y el tipo de accionista y la propiedad directiva, respectivamente. Como se puede observar, la relación positiva entre el tipo de accionista y los retornos anormales cuando este es otra empresa, se mantiene en ambos modelos. Los resultados para España se muestran en el

panel B de las Tablas VI.12 y IV.13, igualmente en ambos modelos se mantiene una relación positiva entre el tipo de accionista y las rentabilidades anormales cuando aquél es un banco.

Tabla IV.10 – Efecto del Tipo de accionista en la magnitud de los CAR de las operaciones de compra de los *insiders*

La variable dependiente es CAR (-1,+1). (*Inversor_Institucional_Total*): Variable *dummy* que vale uno, cuando el accionista principal es una institución financiera (incluye bancos), y cero en otro caso. (*Empresa*): variable *dummy* que vale uno cuando el accionista principal es una empresa industrial y cero en otro caso. (*Individuo/Familia*): empresa *dummy* que vale uno cuando el principal accionista es un individuo/familia y cero en otro caso. (*Compras_Múltiples*): variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. (*Tamaño_Empresa*): tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). (*Tamaño_Operación*): tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

$$\text{Modelo 7: CAR } (-1,+1) = \beta_0 + \beta_1(\text{Inversor_Institucional_Total})_{it} + \beta_2(\text{Empresa})_{it} + \beta_3(\text{Individuo/Familia})_{it} + \beta_4(\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_5(\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_6(\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

Modelo 7		
Variable	Panel A: Reino Unido Coef. Estand.	Panel B: España Coef. Estand.
(Constante)	- (2,251)	- (-0,121)
(<i>Inversor_Institucional_Total</i>) _{it}	0,064 (0,646)	0,462* (1,636)
(<i>Empresa</i>)	0,189** (2,203)	0,323 (1,114)
(<i>Individuo/Familia</i>)	0,03 (0,384)	0,272 (1,486)
(<i>Compras_Múltiples</i>)	0,099** (2,445)	0,125** (2,001)
(<i>Tamaño_Empresa</i>)	0,065 (1,612)	-0,09 (-1,417)
(<i>Tamaño_Operación</i>)	-0,136*** (-3,297)	0,029 (0,476)
R2 Ajustado	5,0	3,1
F	6,14	2,42
N	592	267

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Tabla IV.11 – Efecto del tipo de accionista en la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*

La variable dependiente es CAR (-1,+1). (*Inversor_Institucional*): Variable *dummy* que vale uno, cuando el accionista principal es una institución financiera (empresas de seguros, fondos de inversión, otros (excepto bancos) y cero en otro caso. (*Banca*): variable *dummy* que vale uno cuando el principal accionista es un banco y cero en otro caso. (*Empresa*): variable *dummy* que vale uno cuando el accionista principal es una empresa industrial y cero en otro caso. (*Individuo/Familia*): empresa *dummy* que vale uno cuando el principal accionista es un individuo/familia y cero en otro caso. (*Compras_Múltiples*): variable *dummy* que vale uno cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. (*Tamaño_Empresa*): tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). (*Tamaño_Operación*): tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

$$\text{Modelo 8: CAR } (-1,+1) = \beta_0 + \beta_1(\text{Inversor_Institucional})_{it} + \beta_2(\text{Banca})_{it} + \beta_3(\text{Empresa})_{it} + \beta_4(\text{Individuo/Familia})_{it} + \beta_5(\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_6(\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_7(\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

Modelo 8		
Variable	Panel A: Reino Unido Coef. Estand.	Panel B: España Coef. Estand.
(Constante)	- (2,234)	- (0,192)
(<i>Inversor_Institucional</i>)	0,089 (0,983)	0,306 (1,305)
(<i>Banca</i>)	0,079 (1,228)	0,439* (1,932)
(<i>Empresa</i>)	0,207*** (2,784)	0,317 (1,095)
(<i>Individuo/Familia</i>)	0,05 (0,693)	0,26 (1,431)
(<i>Compras_Múltiples</i>)	0,10** (2,441)	0,123** (1,979)
(<i>Tamaño_Empresa</i>)	-0,138*** (-3,358)	-0,121* (-1,853)
(<i>Tamaño_Operación</i>)	0,067* (1,657)	0,035 (0,571)
R2 Ajustado	5,0	4,0
F	5,42	2,57
N	592	267

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Tabla IV.12 – Efecto del término de iteración entre el tipo de accionista y la concentración de la propiedad sobre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*

La variable dependiente es CAR (-1,+1). $(Inversor_Institucional)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno si la identidad del principal accionista es una institución financiera y la propiedad del principal accionista. $(Banca)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno, si la identidad del principal accionista es un banco y la propiedad del principal accionista. $(Empresa)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno si la identidad del principal accionista es una empresa y la propiedad del principal accionista. $(Individuo/Familia)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno si la identidad del principal accionista es un individuo o familia y la propiedad del principal accionista. $(Compras_Múltiples)$: variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. $(Tamaño_Empresa)$: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). $(Tamaño_Operación)$: tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Modelo 9		
Variable	Panel A: Reino Unido Coef. Estand	Panel B: España Coef. Estand
<i>(Constante)</i>	- (2,528)	- (1,603)
$(Inversor_Institucional)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$	0,087 (1,197)	0,427 (1,252)
$(Banca)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$	0,055 (1,044)	0,419* (1,935)
$(Empresa)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$	0,242*** (3,169)	0,499 (1,209)
$(Individuo/Familia)x(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$	0,036 (0,55)	0,317 (1,494)
$(Propiedad_Ppal_Accionista\%)$	-0,036 (-0,476)	-0,493 (-1,164)
$(Compras_Múltiples)$	0,102** (2,506)	0,119* (1,887)
$(Tamaño_Empresa)$	-0,131*** (-3,201)	-0,112* (-1,735)
$(Tamaño_Operación)$	0,06 (1,485)	0,031 (0,511)
<i>R2 Ajustado</i>	6,3	3,2
<i>F</i>	5,993	2,082
<i>N</i>	592	267

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

$$\begin{aligned} \text{Modelo 9: CAR } (-1,+1) &= \beta_0 + \\ &\beta_1(\text{Inversor_Institucional})_{it}(\text{Propiedad_Ppal_Accionista}\%)_{it} + \beta_2(\text{Banca}) \\ &_{it}(\text{Propiedad_Ppal_Accionista}\%)_{it} + \beta_3(\text{Empresa})_{it}(\text{Propiedad_Ppal_Accionista}\%)_{it} + \\ &\beta_4(\text{Individuo/Familia})_{it}(\text{Propiedad_Ppal_Accionista}\%)_{it} + \beta_5(\text{Compras_Múltiples})_{it} + \\ &\beta_6(\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_7(\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it} \end{aligned}$$

Tabla IV.13 – Efecto del término de iteración entre el tipo de accionista y la propiedad directiva sobre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*

La variable dependiente es CAR (-1,+1). $(Inversor_Institucional) \times (Propiedad_Directiva\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno si la identidad del principal accionista es una institución financiera y la propiedad directiva. $(Banca) \times (Propiedad_Directiva\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno, si la identidad del principal accionista es un banco y la propiedad directiva. $(Empresa) \times (Propiedad_Directiva\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno si la identidad del principal accionista es una empresa y la propiedad directiva. $(Individuo/Familia) \times (Propiedad_Directiva\%)$: es el término de iteración entre la variable *dummy* que vale uno si la identidad del principal accionista es un individuo o familia y la propiedad directiva. $(Compras_Múltiples)$: variable *dummy* que vale uno cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. $(Tamaño_Empresa)$: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). $(Tamaño_Operación)$: tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Modelo 10		
Variable	Panel: A Reino Unido Coef. Estand	Panel: B España Coef. Estand
<i>(Constante)</i>	- (2,397)	- (-0,392)
<i>(Inversor_Institucional) \times (Propiedad_Directiva%)</i>	0,055 (0,594)	0,32 (1,603)
<i>(Banca) \times (Propiedad_Directiva%)</i>	0,034 (0,563)	0,38** (2,473)
<i>(Empresa) \times (Propiedad_Directiva%)</i>	0,217*** (2,588)	0,236 (0,905)
<i>(Individuo/Familia) \times (Propiedad_Directiva%)</i>	0,02 (0,322)	0,161** (2,002)
<i>(Propiedad_Directiva%)</i>	-0,049 (-0,484)	-0,32 (-1,559)
<i>(Compras_Múltiples)</i>	0,109*** (2,671)	0,110 (1,518)
<i>(Tamaño_Empresa)</i>	-0,123*** (-2,869)	0,046 (0,593)
<i>(Tamaño_Operación)</i>	0,054 (1,325)	0,057 (0,782)
<i>R2 Ajustado</i>	5,7	7,9
<i>F</i>	5,47	3,04
<i>N</i>	590	192

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

$$\text{Modelo 10: CAR } (-1,+1) = \beta_0 + \beta_1(\text{Inversor_Institucional})_{it}(\text{PropiedadDirectiva}\%)_{it} + \beta_2(\text{Banca})_{it}(\text{Propiedad_Directiva}\%)_{it} + \beta_3(\text{Empresa})_{it}(\text{Propiedad_Directiva}\%)_{it} + \beta_4(\text{Individuo/Familia})_{it}(\text{Propiedad_Directiva}\%)_{it} + \beta_5(\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_6(\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_7(\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

IV.5.4 Variables de control

En cuanto a la variable *dummy* que identifica las operaciones múltiples (*Compras_Múltiples*) de una misma empresa en una misma fecha observamos, para ambos mercados, una relación positiva y significativa con las rentabilidades del *insider trading*, hecho que sugiere que los *insiders* son conscientes de su superioridad informativa y actúan en consecuencia. Estos resultados están en línea con trabajos anteriores, y confirman la importancia que tiene este comportamiento en cuanto a la señalización de posesión de información privilegiada.

En cuanto al tamaño de la empresa (*Tamaño_Empresa*) observamos en todos los modelos del Reino Unido una relación negativa con las rentabilidades anormales, hecho que confirma la idea de que en las grandes empresas se da una menor asimetría de información, debido principalmente al mayor seguimiento de analistas, medios de comunicación y órganos de control, lo que hace más difícil el uso de información privilegiada. Para España, en todos los modelos, el signo de esta relación es positivo, sin embargo, no llega a ser significativo.

Por último, en cuanto al tamaño de la operación, se observa tanto para el Reino Unido como para España una relación positiva con las rentabilidades del *insider trading*, sin embargo, no llega a ser significativa, por tanto se puede sugerir que el tamaño de la operación no afecta las rentabilidades anormales de las operaciones de *insiders*.

Tabla IV.14 – Resumen de Hipótesis y Resultados

Número	Hipótesis	Reino Unido	España
H:IV.1	<i>Existe una relación no lineal entre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders y la concentración de propiedad. Inicialmente, aumentos en el nivel de concentración aumentará el control sobre comportamientos oportunistas (efecto control), pero a partir de cierto nivel de propiedad su efecto será el opuesto (efecto expropiación).</i>	(+,-)	(+,-)
H:IV.2	<i>Existe una relación no lineal entre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders y propiedad directiva. Inicialmente, aumentos en el nivel de propiedad directiva aumentará el control sobre comportamientos oportunistas (efecto convergencia), pero a partir de cierto nivel de propiedad directiva su efecto será el opuesto (efecto atrincheramiento).</i>	(-,+)	(-,+)
H:IV.3a	<i>Esperamos una relación positiva entre el tipo de accionista cuando este es un inversor institucional y la magnitud de las rentabilidades anormales, de las operaciones de compra de los insiders.</i>	NS	NS
H:IV.3b	<i>Esperamos una relación negativa entre el tipo de accionista cuando este es una empresa o individuo/familia y la magnitud de las rentabilidades anormales (CAR) de las operaciones de compra de los insiders.</i>	+	NS
H:IV.3c	<i>Esperamos una relación entre el tipo de accionista cuando este es un banco y la magnitud de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders.</i>	NS	+

NS: no significativa. (+,-): relación cuadrática positiva y negativa
(-,+): relación cuadrática negativa y positiva. +: positiva y significativa

IV.6 Conclusiones

En este capítulo estudiamos la estructura de propiedad como mecanismo interno de control y su posible impacto sobre el *insider trading*, para ello analizamos tres elementos esenciales de la estructura de propiedad (la concentración de propiedad, la propiedad directiva y el tipo de accionista) y su impacto en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*.

Nuestros resultados ponen de manifiesto una relación no lineal entre la concentración de propiedad y el *insider trading*. Encontrando para el Reino Unido que las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders* aumenta, en la medida que la concentración de la propiedad aumenta hasta el 74,4%, y a partir de este umbral disminuye. Sin embargo, es cuestionable la practicidad de este resultado, considerando la improbabilidad de encontrar tan altos niveles de concentración en el mercado británico, lo que nos llevó a excluir el término cuadrático del modelo, comprobando que el efecto dominante es una relación lineal entre concentración de propiedad y rentabilidades anormales para el mercado británico.

Para España, se encuentra un resultado similar al de Reino Unido, estableciendo que la rentabilidad de las operaciones de *insiders* aumenta, en la medida que la concentración aumenta hasta el 53,36%, y a partir de este punto la rentabilidad anormal decrece. Estos resultados sugieren que si bien la concentración de la propiedad sirve como mecanismo de control de otros costes de agencia, en relación al *insider trading* solo es efectiva a muy altos niveles de concentración. Situación que está más en línea con el efecto de sustitución, el cual sugiere que en aquellas empresas donde se ejerce un mayor control a los *insiders*, estos utilizan su ventaja informativa cuando operan en acciones de su empresa, para compensar la pérdida de rentas obtenidas de los beneficios privados de control Cziraki, Goeij y Renneboog (2010). En todo caso, estos resultados sugieren que la concentración de la propiedad es un importante determinante de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*, la cual puede tener sobre ellas un efecto positivo o negativo, dependiendo del nivel de concentración.

En cuanto a la propiedad directiva, los resultados soportan para ambos mercados una relación cuadrática entre propiedad directiva y retornos anormales de las operaciones de compra de los insiders. Específicamente los resultados para el Reino Unido sugieren que las rentabilidades de los insiders disminuyen en la medida que aumenta la propiedad directiva hasta el 37% (*efecto convergencia*), y a partir de dicho umbral las rentabilidades aumentan (*efecto atrincheramiento*). Los resultados para España sugieren que las rentabilidades de las operaciones de compra de los insiders disminuyen en la medida que la propiedad directiva aumenta hasta el 62,1% (*efecto convergencia*), y a partir de dicho punto las rentabilidades disminuyen (*efecto atrincheramiento*). Estos resultados sugieren que la propiedad directiva además de cumplir con su papel alienante de intereses entre directivos y propietarios, también es eficaz como mecanismo de control del *insider trading*. No obstante, cuando la propiedad directiva es demasiado elevada, las rentabilidades anormales se aumentan, posiblemente atendiendo a su mayor discrecionalidad.

En cuanto al tipo de accionista, encontramos para el Reino Unido una relación positiva entre el tipo de accionista cuando aquél es una empresa y las rentabilidades anormales del *insider trading*. Para España, se soporta una relación positiva entre el tipo de accionista y las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*, cuando el principal accionista es un banco, soporta la idea de que los bancos en España acceden a información privilegiada, la cual puede ser usada en operaciones de *insider trading*.

En relación con las variables de control incluidas en los diferentes modelos, se pudo establecer que cuando los *insiders* de una misma empresa realizan más de una operación de compra en la misma fecha, obtienen una mayor rentabilidad anormal. Esto sugiere que estas compras múltiples son un buen indicador de posesión y uso de información privilegiada por parte de los *insiders*. En cuanto al tamaño de la empresa, se confirmó que está inversamente relacionado con la magnitud de los retornos anormales de las operaciones de compra de los *insiders*, especialmente en las empresas del Reino Unido. Este resultado respalda la idea de que las empresas de mayor tamaño son de mayor interés para analistas y otros profesionales del mercado, lo que permite un mayor flujo de información hacia el mercado de capitales, disminuyendo posibles

asimetrías informativas. Por último, en cuanto al tamaño de la operación, parece que no afecta las rentabilidades anormales en ninguno de los dos mercados.

Los resultados en su conjunto nos permiten sugerir que la estructura de propiedad es un importante determinante de las rentabilidades anormales de las operaciones de los insiders, y que a pesar de las diferencias institucionales existentes entre Reino Unido y España, las dimensiones de la estructura de propiedad analizadas (concentración y propiedad directiva) actúan de una forma similar para ambos mercados.

Anexo Capítulo IV

Anexo 01 capítulo IV

Punto de corte relación cuadrática entre concentración de propiedad e insider trading

Para probar una posible relación cuadrática entre concentración de propiedad y retornos anormales planteamos el siguiente modelo:

Modelo 1: CAR (-1,+1) = $\beta_0 + \beta_1 (Propiedad_Ppal_Accionista\%)_{it} + \beta_2 (Propiedad_Ppal_Accionista\%)^2_{it} + \beta_3 (Compras_Múltiples)_{it} + \beta_4 (Tamaño_Empresa)_{it} + \beta_5 (Tamaño_Operación)_{it} + (Error)_{it}$

Para obtener los signos esperados de los coeficientes de las variables de propiedad β_1 y β_2 de acuerdo a lo planteado en la hipótesis IV.1, el punto de corte es calculado de la siguiente forma:

Para simplificar la notación, consideramos a Y como las rentabilidades anormales acumuladas y a X como el nivel de concentración de propiedad:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 X^2$$

El punto de inflexión lo calculamos diferenciando Y respecto a X :

$$\frac{\partial Y}{\partial X} = 0$$

$$\frac{\partial Y}{\partial X} = \beta_1 + 2\beta_2 X$$

$$X_1 = -\beta_1 / 2\beta_2$$

Resumen primera y segunda derivada

Modelo 1				
	Punto crítico	Segunda Derivada	Resultado	Grafica
Reino Unido	0,744	-0,383	Máximo	∩
España	0,5336	-0,848	Máximo	∩

Punto de corte relación cuadrática entre propiedad directiva e insider trading

Para confirmar una relación cuadrática entre propiedad directiva y retornos anormales planteamos el siguiente modelo:

$$\text{Modelo 4: } CAR(-1,+1) = \beta_0 + \beta_1 (\text{Propiedad_Directiva})_{it} + \beta_2 (\text{Propiedad_Directiva})_{it}^2 + \beta_3 (\text{Compras_Múltiples})_{it} + \beta_4 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_5 (\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it}$$

Para obtener los signos esperados de los coeficientes de las variables de propiedad β_1 y β_2 de acuerdo a lo planteado en la hipótesis IV.2, el punto de inflexión es calculado de la siguiente forma:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 X^2$$

El punto de inflexión lo calculamos diferenciando Y respecto a X:

$$\frac{\partial Y}{\partial X} = 0$$

$$\frac{\partial Y}{\partial X} = \beta_1 + 2\beta_2 X$$

$$X_1 = -\beta_1 / 2\beta_2$$

Resumen primera y segunda derivada

Modelo 4				
	Punto crítico	Segunda Derivada	Resultado	Gráfica
Reino Unido	0,370	0,805	Mínimo	U
España	0,621	1,247	Mínimo	U

Tabla IV.A1 – Matriz de Correlaciones. Reino Unido

<i>Variables</i>	<i>Propiedad Ppal Acc.%</i>	<i>Propiedad Directiva%</i>	<i>Inversor Institu.</i>	<i>Banca</i>	<i>Empresa</i>	<i>Individuo Familia</i>	<i>Compras Múltiples</i>	<i>Tamaño Empresa</i>	<i>Tamaño Operación</i>
<i>Propiedad_Ppal_Accionista%)</i>	1								
<i>Propiedad_Directiva%)</i>	0,603**	1							
<i>Inversor_Institucional</i>	-0,211**	-0,224**	1						
<i>Banca</i>	-0,009	0,015	-0,338**	1					
<i>Empresa</i>	0,127**	0,023	-0,518**	-0,156**	1				
<i>Individuo/Familia</i>	0,081*	0,232**	-0,436**	-0,131**	-0,201**	1			
<i>Compras_Múltiples</i>	-0,066	-0,063	0,092*	-0,143**	0,028	-0,022	1		
<i>Tamaño_Empresa</i>	-0,127**	-0,344**	0,109**	0,069	-0,058	-0,121**	-0,090*	1	
<i>Tamaño_Operación</i>	0,072	0,083*	-0,015	-0,025	0,004	-0,017	-0,060	-0,109**	1

** , * : Correlación significativa al nivel 0,01 y a 0,05, respectivamente

Tabla IV.A2 – Matriz de Correlaciones. España

<i>Variables</i>	<i>Propiedad Ppal Acc.%</i>	<i>Propiedad Directiva%</i>	<i>Inversor Institu.</i>	<i>Banca</i>	<i>Empresa</i>	<i>Individuo Familia</i>	<i>Compras Múltiples</i>	<i>Tamaño Empresa</i>	<i>Tamaño Operación</i>
<i>Propiedad_Ppal_Accionista%)</i>	1								
<i>Propiedad_Directiva%)</i>	0,651**	1							
<i>Inversor_Institucional</i>	0,000	0,018	1						
<i>Banca</i>	-0,175**	-0,173*	-0,236**	1					
<i>Empresa</i>	0,134*	0,252**	-0,507**	-0,484**	1				
<i>Individuo/Familia</i>	0,002	-0,358**	-0,164**	-0,156**	-0,335**	1			
<i>Compras_Múltiples</i>	-0,181**	0,101	-0,014	0,004	0,141*	-0,186**	1		
<i>Tamaño_Empresa</i>	0,064	0,122	-0,114	0,294	0,002	-0,248**	-0,052	1	
<i>Tamaño_Operación</i>	0,024	0,125	0,053	-0,080	0,050	-0,053	0,082	-0,119	1

** , * : Correlación significativa al nivel 0,01 y a 0,05, respectivamente

CAPÍTULO V

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN E *INSIDER TRADING*

CAPÍTULO V

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN E INSIDER TRADING

V.I. INTRODUCCIÓN

En el capítulo III se demostró que los *insiders* tanto del Reino Unido como de España obtienen retornos anormales en sus operaciones de compra, lo que representa evidencia contraria a la forma fuerte de eficiencia del mercado, situación que demuestra la poca eficacia de la regulación del *insider trading* como mecanismo exógeno de control, tanto en el Reino Unido como en España, a pesar de sus diferencias regulatoras existentes (mayor rigor de la regulación británica). En el capítulo IV se analizó la eficacia de la estructura de propiedad como mecanismo interno de control en sus diferentes dimensiones (concentración, propiedad directiva y tipo de accionista) frente al *insider trading*. Se obtuvo evidencia de una relación cuadrática para ambos mercados entre la concentración de la propiedad y el *insider trading*, y entre la propiedad directiva y el *insider trading*. En cuanto al tipo de accionista, se encontró para el Reino Unido una relación positiva entre el tipo de accionista y el *insider trading* cuando es una empresa, mientras que para España se observa una relación positiva entre el tipo de accionista y el *insider trading* cuando es un banco. Por tanto este escenario sugiere que la estructura de propiedad es un importante determinante de las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders* tanto para el mercado británico como para el mercado español.

En el presente capítulo, complementamos el estudio analizando otro importante elemento de gobierno corporativo, como es el consejo de administración y sus efectos sobre el *insider trading*. En este sentido, existen abundantes estudios sobre consejos, abordados principalmente desde la perspectiva de la teoría de la agencia, es decir, desde su capacidad como mecanismo de control de la actividad gerencial, con el fin de evitar comportamientos oportunistas que van en contra de los intereses de los accionistas (Fama, 1980; Fama y Jensen 1983 y Jensen, 1993). Sin embargo, estudios que analicen de manera específica la relación entre consejos de administración e *insider trading* son muy escasos, y los existentes no aportan resultados concluyentes. Por tanto, el objetivo del presente capítulo es aportar evidencia en esta línea, y contribuir de esta forma tanto a la literatura del *insider trading* como a la del gobierno corporativo.

Para ello analizaremos el impacto de algunas características de los consejos relacionadas con su tamaño, composición y funcionamiento, sobre las rentabilidades de las operaciones de compra de los *insiders* del Reino Unido y España, para el periodo 1999 a 2003. Al igual que en el capítulo anterior, nuestra variable dependiente son las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*, calculadas mediante un estudio de eventos en el capítulo III.

La literatura financiera a través de casi dos décadas de estudios sobre consejos de administración ha contrastado el efecto de algunas características tanto de consejos como de consejeros a la hora de asegurar un mejor control de la gestión directiva y, por tanto, un mejor rendimiento empresarial. Ahora bien, la mayoría de investigaciones sobre gobierno corporativo, en general, y de consejos, en particular, han sido influenciadas por la teoría de la agencia y su enfoque de control. Por otra parte, como consecuencia de los recientes escándalos corporativos que se han producido tanto en Europa como en Estados Unidos, se ha renovado el interés tanto de reguladores como de investigadores por reevaluar la efectividad del consejo como mecanismo interno de control y su capacidad para reducir el riesgo moral impuesto por los directivos. En lo que a regulación respecta, se generan cambios que se traducen en nuevas exigencias impuestas a las empresas cotizadas y a sus gestores con la finalidad de elevar los estándares éticos de los negocios. Como ejemplo, tenemos la aprobación en el año 2002 de la *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* para Estados Unidos, la cual dentro de los cambios que introduce, se destacan los siguientes:

- a) se crea un nuevo Consejo para la Contabilidad Pública.
- b) se exige que todos los miembros del comité de auditoría sean consejeros independientes, y al menos un miembro debe ser considerado experto financiero. Igualmente, los comités de nombramiento y compensación deben estar formados por miembros independientes.
- c) los préstamos de la empresa hacia cualquier director ejecutivo quedan prohibidos, y cualquier operación entre consejeros y empresa debe ser pública.

d) el principal ejecutivo (CEO) y el director financiero (CFO) deben certificar personalmente que la auditoría de su empresa se realizó de forma completa y precisa, así como demostrar que la empresa cuenta con adecuados sistemas y procesos que le permiten detectar irregularidades financieras o éticas.

En esta misma línea, en el año 2003, la NYSE (bolsa de valores de Nueva York) y el NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) modificaron sus normativas exigiendo a las empresas cotizadas que cuenten en sus consejos con una mayoría de consejeros independientes. Se establece un mayor rigor al concepto de independiente, obligando a que el consejero no haya tenido ninguna relación material con la empresa, e imponiendo, una serie de procedimientos a los diferentes comités, como la creación de actas (*charters*) para los comités de nombramiento y compensación.

Dentro de los diferentes estudios sobre consejos de administración, las dos características que más interés han generado entre académicos y reguladores, son, sin lugar a dudas, el *tamaño del consejo y su independencia*. En cuanto al tamaño, existe cierto consenso en la literatura sobre las mayores desventajas de un gran consejo (Lipton y Lorsch, 1992, y Jensen, 1993). Sin embargo, hay quienes aportan evidencia a favor de una relación positiva entre tamaño del consejo y rendimiento empresarial, como, Dalton, Daily, Johnson y Ellstrand (1999) y Kiel y Nicholson (2003). En lo que respecta a la *independencia del consejo*, esta característica tal vez sea la que mayor debate ha generado en los últimos años como consecuencia de los importantes escándalos corporativos. No obstante, no hay consenso entre los resultados de trabajos previos que analizan la relación entre composición del consejo y rendimiento empresarial. Por un lado, encontramos trabajos que apoyan una relación positiva entre la fracción de consejeros independientes y el rendimiento de la empresa, resultados que sustentan una visión negativa de los *insiders*, a los cuales se les atribuye una débil función de control dentro del consejo debido a su tendencia a actuar en su propio interés (Fama y Jensen, 1983). Por otro lado, existen trabajos que sugieren que las ventajas de un consejo independiente son anuladas por sus costes principalmente asociados a la toma de decisiones poco informadas, producto del posible aislamiento informativo impuesto por los consejeros ejecutivos (De Jong, DeJong, Mertens y Wasley, 2005 y Harris y Raviv, 2008).

En este mismo sentido, abordamos el análisis de otras características de los consejos y de sus miembros, que hasta el momento no han sido abordados desde la teoría del *insider trading*. Como, por ejemplo, la antigüedad en el cargo del principal ejecutivo de la empresa (*CEO tenure*), la antigüedad del consejero en el consejo (*Director tenure*) y la intensidad de las relaciones interempresariales formadas a través de consejeros que se sientan en consejos de más de una empresa (relaciones *interlock o interlocking*).

A pesar de la escasa evidencia empírica, sobre la relación entre consejos de administración e *insider trading*, a priori esperaríamos que elementos identificados en la literatura financiera como características esenciales de una buena gobernanza empresarial y generalmente incorporados en las recomendaciones de la mayoría de códigos de buen gobierno, tengan un impacto negativo en las rentabilidades del *insider trading*. No en vano, el espíritu de estas recomendaciones busca mejorar los niveles de control de las empresas, disminuir comportamientos oportunistas de los *insiders* y mejorar los flujos de información entre la empresa y el mercado. Sin embargo, no podemos descartar la posibilidad de que un buen sistema de gobierno no afecte al comportamiento operacional y/o las rentabilidades de los *insiders*, o incluso que tenga un efecto contrario al esperado, considerando que aquellas características de los consejos, juzgadas positivas, han sido consensuadas desde una perspectiva de la teoría de la agencia, tomando como punto de referencia la disminución de los costes de agencia derivados del conflicto entre propietarios y directivos. No obstante, no resulta muy claro cómo estos mecanismos pueden afectar el *insider trading*.

Adicionalmente, existen algunos trabajos que permiten cuestionar la eficacia de los sistemas de gobierno corporativo a la hora de limitar comportamientos del *insider trading*, por ejemplo, Del Brío y Perote (2007) discuten la eficacia del FCF (*free cash flow*) como mecanismo de control para reducir el *insider trading*, ya que los autores observan que cuando al directivo se le limita su volumen de flujo de caja disponible, aumenta la rentabilidad del *insider*, tal vez como una forma de compensar la disminución de los beneficios privados del control motivado por la contención de los flujos libres de caja (FCF). Jagolinzer (2009), el cual confirma que los *insiders* de Estados Unidos siguen obteniendo rentabilidades anormales después de aplicar la norma

10b5-1 de la SEC, la cual permite a los *insiders* elaborar un plan de negociación anticipándose en gran medida a posibles hechos empresariales que faciliten al *insider* la obtención de información privilegiada. Partiendo de la teoría del poder gerencial, se considera que la existencia de un buen sistema de gobierno corporativo no limita a los gerentes para actuar en su propio beneficio a expensas de otros accionistas (Bebchuck y Fried, 2003 y Weisbach, 2007). Trabajos como los de Core, Guay y Rusticus (2006), aportan evidencia en contra de la hipótesis que afirma que un gobierno débil genera un rendimiento insuficiente de las acciones. La evidencia aportada por estos trabajos no nos permite dar por sentada una relación negativa entre buenas prácticas de gobierno corporativo e *insider trading*.

Una vez planteados los objetivos del presente capítulo, el resto del trabajo se estructura de la siguiente manera; Apartado V.2: Revisión de la literatura e hipótesis Apartado V.3: Datos, variables y metodología. Apartado V.4: Resultados, y en el Apartado V.5: Conclusiones e implicaciones del estudio.

V.2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS

V.2.1. Tamaño del consejo

Como se puso de manifiesto anteriormente, existe cierto consenso en cuanto al efecto negativo que tiene el tamaño del consejo en el rendimiento de la empresa, especialmente en trabajos dominados por el enfoque de la teoría de la agencia, en los que se han argumentado y documentado las desventajas de un gran consejo. Por ejemplo, Lipton y Lorsch (1992) y Jensen (1993) identifican una serie de problemas que afectan a los grandes consejos y, por tanto al rendimiento de la empresa, tales como la disminución de la capacidad de crítica de las políticas de los altos directivos, los problemas de coordinación y, por consiguiente, la pérdida de productividad, los mayores conflictos de interés entre los miembros, la lentitud en la toma de decisiones, y la mayor aversión al riesgo. Entre algunos trabajos empíricos que apoyan esta perspectiva, encontramos a Yermack (1996) donde para una muestra de empresas de Estados Unidos, demuestra una relación inversa entre el tamaño del consejo y el valor de la empresa, medido este último con datos financieros como de mercado. Fernández, Gómez y Fernández (1998) obtienen para una muestra de empresas españolas una relación no lineal entre tamaño del consejo y el ratio q , estableciendo un efecto negativo

de consejos muy grandes (17-18 miembros) sobre este ratio. Faleye (2004) encuentra evidencia que sugiere que en empresas con un gran consejo, existe menos posibilidad que el CEO sea despedido o reemplazado por un consejero externo. De igual manera, observa una menor rotación del CEO en empresas con grandes consejos. Brown y Caylor (2004) proponen un máximo de 15 miembros para grandes empresas, superada esta cifra se aumenta el *free-riding* y la posibilidad de que algunos consejeros descuiden sus deberes de control. Andrés, Azofra, y López (2005), analizan diez mercados desarrollados, incluyendo el de EE.UU. y encuentran una relación negativa entre el tamaño del consejo y el desempeño de la empresa. Por otro lado y desde la perspectiva de la teoría de la agencia encontramos muchos menos trabajos que sustentan la hipótesis de una relación positiva entre tamaño del consejo y el rendimiento de la empresa, como ocurre en Kiel and Nicholson (2003), que informan de una relación positiva entre el tamaño del consejo y el desempeño (promedio de tres años de la Q de Tobin) para empresas australianas. Más recientemente, encontramos trabajos que han replanteado los resultados convencionales de la relación entre el tamaño del consejo y el rendimiento empresarial, como el de Coles, Daniel y Naveen (2008), los cuales sugieren que los consejos tienen diferentes tamaños porque las empresas se enfrentan a diferentes problemas. Sus resultados demuestran que el rendimiento de aquellas empresas que requieren una mayor asesoría, las de mayor tamaño, las diversificadas a través de diferentes sectores y aquellas que confían más en la deuda como mecanismo de financiación tienen una relación positiva con el tamaño del consejo. Larmau y Vafeas (2010), para una muestra de pequeñas empresas con una historia de pobre rendimiento operativo, encuentran una relación positiva entre el tamaño del consejo y el valor de la empresa.

A pesar de resultados de trabajos que sugieren que el tamaño del consejo se ajusta a las necesidades de la empresa, y que en ciertas circunstancias un gran consejo puede ser positivo en el rendimiento de la misma, el concepto negativo de un gran consejo ha dominado los últimos cambios en la regulación post Enron, la cual trata de limitar el número de consejeros, como es el caso de la Sarbanes-Oxley Act para Estados Unidos, y la elaboración de códigos de buen gobierno en la mayoría de países, principalmente a través de los órganos de control de las empresas cotizadas.⁷³

⁷³ Por ejemplo, para España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a través de su Código Unificado, sugiere que el consejo no debe ser inferior a cinco miembros ni superior a 15. El

V.2.1.1. Tamaño del consejo e insider trading

Como se puso de manifiesto anteriormente los trabajos que relacionan el tamaño del consejo y su efecto en el *insider trading* son muy limitados, aparte de algunos estudios como el de Rozanov (2008), el cual relaciona el tamaño del consejo y el *insider trading*. Sus resultados sugieren que las operaciones realizadas por ejecutivos de empresas que tienen un consejo demasiado pequeño o demasiado grande en relación a otras empresas del mismo sector tienen más probabilidad de estar basadas en información privilegiada. Ravina y Sapienza (2009), en un estudio de empresas americanas para el periodo 1986-2003, demuestran que los consejeros independientes, al igual que los ejecutivos, obtienen retornos anormales en sus operaciones; sin embargo, los retornos son mayores cuando el consejero pertenece a un gran consejo.

En este apartado, nuestro interés se orienta a analizar si el tamaño del consejo tiene algún efecto en el *insider trading*. Confiando en la idea dominante de la mayoría de estudios previos, que sugiere que los problemas asociados a un gran consejo debilitan su función de control, esperaríamos encontrar un mayor nivel de *insider trading* en empresas que poseen un gran consejo. En este sentido, planteamos nuestra primera hipótesis:

Hipótesis V.1a: *Existe una relación positiva entre el tamaño del consejo y el insider trading.*

Siguiendo a Rozanov (2008), probamos la posible relación no lineal entre el tamaño del consejo y el *insider trading*. Para ello construimos una variable que representa la desviación absoluta del número de consejeros que sirven al consejo y la mediana del número de consejeros de la muestra. La lógica que se esconde tras esta medida se refiere a que consejos muy grandes o muy pequeños pueden tener un peor comportamiento, y por consiguiente ejercer un menor control, entonces, en la medida

código de gobierno del Reino Unido (*UK Corporate Governance Code - 2010*) no establece valores en cuanto al tamaño del consejo, y se limita a sugerir que este debe tener el tamaño adecuado que impongan las exigencias del negocio, y para que los cambios en la composición del consejo y en sus comités se puedan manejar sin mayores complicaciones, de igual manera sugiere que el consejo no debe ser tan grande como para que dificulte su manejo.

que el número de consejeros se aparte de la mediana podría facilitar la explotación de ventajas informativas. En este sentido, planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis IV.1b: *Consejos demasiados pequeños o demasiados grandes tienen un efecto positivo en el insider trading.*

V.2.2 Independencia del consejo de administración

En la literatura financiera, la mayoría de estudios sobre la composición de los consejos y su relación con el rendimiento de la empresa, al igual que con los estudios sobre tamaño del consejo, han sido inspirados por la teoría de la agencia. Por tanto la idea dominante en ellos es que los *insiders* actúan en su propio interés, por lo que deben ser controlados para evitar comportamientos oportunistas que afecten negativamente el valor de la empresa (Fama y Jensen, 1983; Shleifer y Vishny, 1997). En este sentido, existen algunos trabajos empíricos que apoyan esta idea, como los de Kesner y Dalton (1986), Brickley y James (1987), Singh y Harianto (1989), Rosenstein y Wyatt (1990), Byrd y Hickman (1992), Fernández, Gómez y Fernández (1998), Hossain, Prevost, y Rao (2001), Perry y Shivdasani (2005), Peasnell, Pope y Young (2005). Entre los estudios más recientes encontramos los de Dahya, Orlin, y McConnell (2008), los cuales analizan la relación entre el porcentaje de directores independientes en 799 empresas que poseen un accionista principal en 22 países. Sus resultados indican una relación positiva entre valor de la empresa y la fracción de directores independientes, especialmente en aquellos países que cuentan con una débil protección legal. Aggarwal, Erel, Stulz y Williamson (2009), en un estudio comparativo de buen gobierno entre empresas de Estados Unidos y empresa extranjeras, encuentran un mayor valor para aquellas empresas que tienen un consejo independiente, un proceso de ratificación (evaluación) de auditores anualmente y un comité de auditoría compuesto solamente por directores externos.

Sin embargo, algunos investigadores sostienen que no existen pruebas concluyentes que indiquen que el empleo de directores externos beneficie los intereses de la empresa y el de los accionistas. Entre algunos de los trabajos empíricos que apoyan esta idea, encontramos los de Patton y Baker (1987), Weisbach (1988), Hermalin y Weisbach (1991), Mangel y Singh (1993), Shivdasani (1993), Mehran

(1995), Yermack (1996), Agrawal y Knoeber (1996), Romano (1998), Klein (1998), Bhagat y Black (2002), Park y Shin (2004), De Jong, De Jong, Mertens y Wasley (2005), y Howton (2006). Entre los trabajos más recientes encontramos el de Lin, Ma y Su (2009), los cuales utilizan como *proxy* del rendimiento de la empresa medidas de eficiencia técnica.⁷⁴ Sus resultados demuestran un impacto positivo de un consejo dominado por *insiders* en la eficiencia técnica.

A pesar del debate sobre la conveniencia o no de un consejo independiente, lo cierto es que las presiones legales e institucionales han hecho que prevalezca la función de control del consejo, relegando otras funciones de este órgano no menos importantes como son la de asesoramiento y servir de vínculo entre la empresa y los recursos externos; estas funciones son más defendibles desde otras teorías como la de administración o de la dependencia de recursos. Trabajos en esta línea, encontramos a Harris y Raviv (2008), Adams y Ferreira (2007) y Helland y Sykuta (2004), los cuales resaltan la función asesora del consejo.

En todo caso, las presiones legales e institucionales están orientadas a instar a las empresas consejos más independientes, las cuales se hacen evidente al observar las nuevas exigencias impuestas por leyes como la Sarbanes-Oxley Act, 2002 (SOX) para Estados Unidos, o las modificaciones en las normativa de las bolsas de valores como la NYSE y el NASDAQ, leyes y normas que reclaman la presencia de un mayor número de consejeros externos. Como muestra de las presiones institucionales podemos citar la declaración de uno de los fondos de pensiones más grande del mundo como TIAACREF, el cual manifiesta su intención de invertir solo en empresas que tienen mayoría de miembros externos en sus consejos. En este mismo sentido, CALPERS, otro gran fondo de pensiones, recomienda que el CEO sea el único *insider* en el consejo de la empresa (Coles, Daniel, y Naveen, 2008).

V.2.2.1. Independencia del consejo e insider trading

Rozanov (2008), para una muestra de empresas americanas correspondiente al periodo 1996 a 2006, encuentra una relación negativa entre el porcentaje de consejeros

⁷⁴ La eficiencia técnica es definida por Greene (1993), como la relación entre producción observada y producción potencial.

externos y el *insider trading*, confirmando la idea de que consejos con una mayor proporción de consejeros externos refleja un mejor gobierno corporativo. Ravina y Sapienza (2009), en un estudio de empresas americanas para el periodo 1986-2003, analizan el nivel de información que manejan los consejeros independientes. Para ello utilizan, como proxy del nivel de información, las rentabilidades anormales de las operaciones de los consejeros independientes, en acciones de las empresas en que ellos sirven, concluyendo que los directores independientes también obtienen rentabilidades anormales en sus operaciones, y que la diferencia con las ganancias anormales obtenidas por los consejeros ejecutivos es insignificante para la mayoría de intervalos analizados.

En este apartado, analizamos en qué medida la demanda tanto de reguladores como de inversores, de una mayor presencia de consejeros externos, como mecanismo necesario para aumentar el control y, por consiguiente, disminuir comportamientos pocos éticos (observados en los últimos escándalos corporativos) afecta al *insider trading*. En este sentido, planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis V.2: *Existe una relación negativa entre la fracción de consejeros externos y el insider trading.*

V.2.3. Permanencia del CEO en el cargo (CEO Tenure)

Existe cierto consenso en la literatura financiera del efecto negativo que tiene la antigüedad en el cargo del CEO sobre el rendimiento de la empresa, debido principalmente a su posible atrincheramiento. En este sentido existe bastante evidencia empírica que soporta esta idea (McEachern, 1975; Salancik y Pfeffer, 1980 y Boeker, 1992). Los trabajos de referencia de Hermalin y Weisbach (1998) y Hermalin (2005), sugieren que, en niveles de equilibrio, el control se reduce en la medida en que la permanencia del CEO aumenta, ya que el consejo termina por confiar en la capacidad del CEO, mientras que este gana poder, capacidad de negociación y autonomía. Entre los trabajos empíricos que han demostrado una relación negativa entre la antigüedad del CEO y el desempeño de la empresa encontramos los de Coughlan y Schmidt (1985); Warner, Watts, y Wruck (1988); Weisbach (1988); Gilson (1990), Blackwell, Brickley, y Weisbach (1994); Kaplan (1994); Borkohovich, Parrino, y Trapani (1996), Denis, Denis, y Sarin, (1997) y Huson, Parrino, y Starks (2001). Otros trabajos como los de

Ryan y Wiggins (2004) analizan la compensación del consejo de directores y encuentran una relación inversa entre permanencia del CEO en el cargo e incentivos al control. Ryan, Wang y Wiggins (2009) encuentran una fuerte relación negativa entre las actividades de control del consejo y la antigüedad del CEO.

No existen trabajos previos que hayan analizado el impacto que tiene la permanencia del CEO (*CEO tenure*) sobre el *insider trading*; sin embargo teniendo en mente que el peso de la evidencia sustenta una relación negativa entre antigüedad del CEO y el control, esperaríamos que en escenarios donde el CEO lleve mucho tiempo en el cargo se den mayores probabilidades en el uso de información privilegiada por parte de los *insiders*. Por tanto planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis V.3: *Existe una relación positiva entre la antigüedad del CEO (CEO tenure) y el insider trading.*

V.2.4. Permanencia del Consejero en el cargo (Director tenure)

A diferencia de la percepción mayoritaria del efecto negativo de la antigüedad del CEO en las actividades de control de la empresa, el impacto de la antigüedad de los consejeros en el gobierno empresarial no es muy claro. Por un lado existe un enfoque que resalta las ventajas de la antigüedad de los consejeros, la cual se traduce en una mayor experiencia y conocimiento de estos de los negocios de la empresa, y por tanto en un mayor compromiso y eficacia en la gobernanza empresarial (Finkelstein y Hambrick, 1989; Pfeffer, 1983; Vafeas 2003). Por otro lado, existen trabajos que relacionan una mayor antigüedad de los consejeros con una mayor amistad con la gerencia, lo que implica un menor control del comportamiento ejecutivo, haciéndose más crítica esta situación en empresas con CEOS poderosos (Vafeas 2003; Byrd, Cooperman, y Wolfe, 2010). De igual manera, Kor (2006) sugiere que la antigüedad del equipo directivo está asociada a un mayor compromiso por el *statu quo*, con la conformidad del grupo, con la inercia y con un menor interés por correr riesgos.

En este sentido, no existen trabajos previos que relacionen la antigüedad de los directores y el *insider trading*, por tanto en línea con la hipótesis anterior, proponemos:

Hipótesis V.4: *Existe una relación positiva entre la antigüedad de los consejeros (Director tenure) y el insider trading.*

V.2.4. Relaciones interempresariales a través de los Consejos (*interlock o interlocking*)

Los vínculos entre empresas se pueden manifestar de muchas formas (a través de bancos, proveedores, clientes, etc.); sin embargo, una relación específica que ha llamado la atención de reguladores y académicos es aquella creada a través de sus consejeros, es decir cuando una persona simultáneamente ocupa un puesto de consejero en dos o más empresas diferentes, lo que la literatura financiera conoce como *interlock* o *interlocking* (Pennings, 1980; Stokman Wasseur y Elsas, 1985; Mizruchi, 1996; Robins y Alexander, 2004).

Estas redes interempresariales, pueden influir en el comportamiento de las empresas que forman parte de ella, aportando, por ejemplo una base tácita para una

forma de coordinación interempresarial, como es el caso de los acuerdos de precios o influyéndose los unos a los otros a nivel de formulación de políticas de consejos (Palmer, 1983). No obstante, la utilidad de las relaciones *interlocking* ha sido estudiada desde dos perspectivas diferentes, pero compatibles, denominadas enfoque «interempresarial» (*inter-organizational*) y enfoque «intra-clase» (*intra-class*). En el primer enfoque, las relaciones *interlocking* pueden ser una herramienta utilizada por la empresa para la consecución de sus objetivos, por lo que estaría en línea con los intereses de los accionistas; el segundo enfoque se centra en los problemas de agencia generados por las relaciones *interlocking*, ya que los consejeros las utilizan para su beneficio personal, con el fin de satisfacer sus propios intereses (Palmer, 1983).

En todo caso, las relaciones interempresariales o relaciones *interlock* han demostrado ser una herramienta potencial que permite acceder a fuentes de información privada, como lo corrobora Davis (1991), en cuyo modelo identifica las relaciones interempresariales como una forma de capital social que proporciona acceso a flujos de información a través de las redes corporativas que pueden afectar el comportamiento empresarial.

Los resultados empíricos de trabajos previos son mixtos, apoyando, por un lado, los efectos positivos en la empresa; Cohen, Frazzini y Malloy (2008) observan que los fondos de inversión realizan mayores inversiones en empresas con las que ellos están relacionados a través de redes. Fracassi (2008) encuentra una mayor correlación en políticas de inversión y un alto ROA entre empresas que comparten mayores redes interempresariales a través de su equipo directivo, consistente con el mayor valor empresarial, generado por el aumento en el flujo de información. Hochberg, Ljungqvist y Lu (2007) defienden que las redes interempresariales basadas en la interacción de negocios aumentan el rendimiento en la industria de capital riesgo.

Por otro lado, entre los trabajos que han resaltado sus efectos negativos, encontramos el de Kuhnen (2007), quien encuentra una disminución en el desempeño de los fondos de inversión, debido a las preferencias de contratación de directores relacionados con la asesoría de la empresa a través de otros fondos. Por otra parte, Nguyen (2008) prueba que los CEO con mejores relaciones externas a través de directivos tienen menos posibilidades de ser despedidos en escenarios de pobre

rendimiento. Por último, existen trabajos que han vinculado las relaciones *interlock*, con compensación directiva, encontrando una relación positiva (Larcker, Richardson, Seary y Tuna, 2005; Barnea y Guedj, 2007; Hwang y Kim, 2009). Ferris, Jagannathan y Pritchard (2003) consideran que los servicios prestados por consejeros que se sientan en consejos de otras empresas, tienen limitado su tiempo y sus capacidades cognitivas, lo cual puede afectar negativamente a su capacidad de control. Igualmente, si el consejero sirve a empresas en diferentes sectores, aumentaría la demanda de sus habilidades cognitivas y su distracción sería mayor (Schnake, Fredenberger y Williams, 2005). La distracción de los consejeros que sirven a varios consejos puede ser mayor cuando estos sirven a grandes consejos (Schnake y Williams, 2008).

No existen trabajos previos que hayan analizado el impacto que tienen las relaciones interempresariales a través de los consejos en el *insider trading*. No obstante, cabría esperar que un CEO que se sienta en consejos de más de una empresa pueda reforzar su poder dentro de su propio consejo, lo que en un futuro afectaría negativamente el control, argumentación en línea con Hermalin y Weisbach (1998) y Hermalin (2005), de igual forma este tipo de relaciones les permitirán tener acceso a mayor información privilegiada (Schnake, Fredenberger y Williams (2005); Bhagat y Black (1999) y Zahra y Pearce (1989), lo que facilitaría el uso de tal ventaja informativa, cuando los consejeros realicen operaciones con acciones de la empresa de la cual posean información relevante no pública. En este contexto cabría esperar una relación positiva entre la intensidad de las relaciones *interlock* y el *insider trading*. Por consiguiente enunciamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis V.5: *Existe una relación positiva entre la intensidad de las relaciones interlock y el insider trading.*

Tabla V.1 – Resumen de Hipótesis

Número	Hipótesis
H:V.1a	<i>Existe una relación positiva entre el tamaño del consejo y el insider trading.</i>
H:V.1b	<i>Consejos demasiados pequeños o demasiados grandes tienen un efecto positivo en el insider trading.</i>
H:V.2	<i>Existe una relación negativa entre la fracción de consejeros externos y el insider trading.</i>
H:V.3	<i>Existe una relación positiva entre la antigüedad del CEO (CEO tenure) y el insider trading.</i>
H:V.4	<i>Existe una relación positiva entre la antigüedad de los consejeros (Director tenure) y el insider trading.</i>
H:V.5	<i>Existe una relación positiva entre la intensidad de las relaciones interlock y el insider trading</i>

V.3 DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

V.3.1. Fuentes de datos

Las variables relacionadas con el consejo y los consejeros las obtenemos de la base de datos internacional *Boardex*, la cual ofrece entre otra, la siguiente información: nombre de la empresa, código ISIN, sector, tamaño del consejo, fracción de consejeros externos, fracción de consejeros ejecutivos, edad del CEO, edad de los consejeros, antigüedad en el cargo del CEO y de los consejeros, cargo y tipo de consejero, número de sillas ocupadas por un mismo consejero en otros consejos. Las variables relacionadas con las operaciones de los insiders se obtienen para el Reino Unido, de la empresa *Directors Deals Ltd.* y, para España, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Las demás variables financieras son obtenidas de la base de datos *Datastream*.

V.3.2 Características de la muestra

Al igual que en el capítulo precedente, nuestro trabajo se centra en las operaciones de compra de los *insiders* del Reino Unido y de España para el periodo 1999 - 2003. La justificación de centrarnos en las operaciones de compra es la misma que la argumentada en el anterior capítulo (su mayor contenido informativo demostrado en el capítulo III, Apartado 5.2).

La muestra inicial de operaciones de los *insiders* para el Reino Unido cuenta con 2.513 operaciones de compra correspondientes a 661 empresas, y para España cuenta con 298 operaciones de compra correspondientes a 95 empresas. Sin embargo, teniendo en cuenta la disponibilidad de datos de consejos, la muestra se reduce para el Reino Unido a 545 operaciones correspondientes a 196 empresas, y para España 278 operaciones correspondiente a 86 empresas.

La Tabla V.2 presenta los resúmenes estadísticos para el Reino Unido de las principales variables a utilizar en el presente capítulo. Se observa que el tamaño medio del consejo es de 8,64 miembros (*Tamaño_Consejo*); el número medio de consejeros ejecutivos es de 4,093 (*Consejeros_Ejecutivos*), que corresponde a un ratio del 47,47% (*Ratio de Conse. Ejecutivos*); el número medio de consejeros externos es de 4,546

(*Consejeros Externos*), que corresponde a un ratio del 52,53% (*Ratio de Conse. Externos*); el tiempo medio de permanencia en el cargo del principal ejecutivo es de 4,6 años (*CEO_Tenure*); el tiempo medio de permanencia de los consejeros en el consejo es de 3,51 años (*Director_Tenure*); el valor medio de las relaciones interempresariales a través del CEO es de 1,90 (*Intelock*). En cuanto a las variables de control incluimos el tamaño de empresa, utilizando como *proxy* el logaritmo del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación (*Tamaño_Empresa*) y el tamaño de la operación para lo cual utilizamos como *proxy* el ratio entre el número de acciones de la operación y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación (*Tamaño_Operación*). La transformación de las variables de control se justifica, en la medida que su inclusión en sus valores absolutos puede generar problemas de heterocedasticidad y correlaciones espurias.

La Tabla V.3 presenta los resúmenes estadísticos de las principales variables para España. Se observa que el tamaño medio del consejo es de 11,26 miembros (*Tamaño_Consejo*); el número medio de consejeros ejecutivos es de 2,24 (*Consejeros_Ejecutivos*), que corresponde a un ratio del 21,14% % (*Ratio de Conse. Ejecutivos*); el número medio de consejeros externos es de 9,10 (*Consejeros Externos*), que corresponde a un ratio del 78,86% *Ratio de Conse. Externos*); el tiempo medio de permanencia del principal ejecutivo en el cargo es de 3,93 años (*CEO_Tenure*), mientras que el tiempo medio de permanencia de los consejeros en el consejo es de 4,37 años (*Director_Tenure*), y el valor medio de las relaciones interempresariales a través del CEO es de 2,90 (*Intelock*); el tamaño de empresa, utilizando como *proxy* el logaritmo del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación (*Tamaño_Empresa*) y el tamaño de la operación para lo cual utilizamos como *proxy* el ratio entre el número de acciones de la operación y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación (*Tamaño_Operación*).

Al comparar los datos de ambos países, encontramos algunas diferencias de importancia, como, por ejemplo, el tamaño del consejo: mientras en España es de 11,26, en el Reino Unido es de 8,64 miembros. Los datos para España son similares a los presentados en Andrés, Azofra y López (2005), los cuales contemplan una media de 12,29 consejeros para España, mientras para el Reino Unido registran una media

bastante más alta: 12,03. En este mismo sentido, los datos contemplados por Heidrick y Struggles (2009), dan fe de una clara diferencia entre la media de consejeros de empresas del Reino Unido y la media de consejeros de España, Francia, Italia y Portugal (los consejos del Reino Unido son de media 8,5, mientras que los países de Europa continental tienen de media 11,8 miembros, llegando en España a los 14,3).

Otra diferencia relevante entre ambos mercados es el mayor desequilibrio entre consejeros internos y externos en el mercado español, mostrando una ratio de consejeros internos del 21,15% y de consejeros externos del 78,86%, mientras que los consejos británicos guardan un mayor equilibrio, presentando una ratio de 52,53% para consejeros externos frente al 47,47% de consejeros internos. La misma situación presenta Andrés, Azofra y López (2005), quienes informan para España de una ratio de consejeros internos del 25% y de externos del 75%, mientras, para el Reino Unido, registra una ratio del 52% para consejeros internos y del 48% para consejeros externos. La causa de este desequilibrio puede estar justificada por la existencia de la categoría de consejeros dominicales en el mercado español, los cuales figuran como externos sin serlo, y por tanto inflan el número real de consejeros externos. La permanencia del CEO en el cargo es mayor en el mercado británico que en el mercado español (4,60 frente a 3,93). La intensidad de las relaciones interempresariales (*interlock*) a través del CEO es superior en España (2,90) en relación al Reino Unido (1,90).

Tabla V.2 – Características de la muestra – Período 1999 a 2003 – Reino Unido

La Tabla V.2 muestra las principales variables que se utilizan en el presente capítulo. *Número de Operaciones*: corresponde a la muestra total de operaciones de compra de *insiders*. *Empresas*: corresponde al total de empresas. *Tamaño_Consejo*: corresponde al número de miembros que integran el consejo. *Conse_Eject*: corresponde al número de miembros ejecutivos que integran el consejo. *Ratio de Consejeros Ejecutivos*.: corresponde a la ratio entre el número de consejeros ejecutivos y el total de consejeros. *Consejeros Externos*: corresponde al número de miembros externos que integran el consejo. *Ratio Consejeros Externos*: corresponde al ratio entre el número de consejeros externos y el total de consejeros. *CEO_Tenure*: representa el tiempo de permanencia del CEO en el cargo (tenure). *Director_Tenure*: representa el tiempo de permanencia del consejero en el consejo. *Interlock*: corresponde al número de sillas en que se sienta el CEO en consejos de otras empresas. *Tamaño_Empresa*: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). *Tamaño_Operación*: representa la ratio entre el número de acciones de la operación y el número total de acciones en circulación.

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
<i>Número de Operaciones</i>	545				
<i>Empresas</i>	196				
<i>Tamaño_Consejo</i>	545	4	20	8,64	2,62
<i>Consejeros_Ejecutivos</i>	545	1	14	4,09	1,69
<i>Ratio de Conse. Ejecutivos.</i>	545	12,50%	83,33%	47,47%	0,12
<i>Consejeros Externos.</i>	545	1	14	4,5468	1,89
<i>Ratio de Conse. Externos.</i>	545	16,67%	87,50%	52,53%	0,12
<i>CEO_Tenure</i>	543	0,10	26,40	4,60	5,01
<i>Director_Tenure</i>	545	0	9,80	3,51	1,96
<i>Interlock</i>	545	1	8	1,90	1,39
<i>Tamaño_Empresa</i>	541	8,30	19,04	12,98	1,95
<i>Tamaño_Operación</i>	541	0,00	26,35	0,41	1,49

Tabla V.3 – Características de la muestra – Período 1999 a 2003 – España

La Tabla V.3 muestra las principales variables que se utilizan en el presente capítulo. *Número de Operaciones*: corresponde a la muestra total de operaciones de compra de *insiders*. *Empresas*: corresponde al total de empresas. *Tamaño_Consejo*: corresponde al número de miembros que integran el consejo. *Conse_Eject*: corresponde al número de miembros ejecutivos que integran el consejo. *Ratio de Consejeros Ejecutivos*: corresponde a la ratio entre el número de consejeros ejecutivos y el total de consejeros. *Consejeros Externos*: corresponde al número de miembros externos que integran el consejo. *Ratio Consejeros Externos*: corresponde al ratio entre el número de consejeros externos y el total de consejeros. *CEO_Tenure*: representa el tiempo de permanencia del CEO en el cargo (tenure). *Director_Tenure*: representa el tiempo de permanencia del consejero en el consejo. *Interlock*: corresponde al número de sillas en que se sienta el CEO en consejos de otras empresas. *Tamaño_Empresa*: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). *Tamaño_Operación*: representa la ratio entre el número de acciones de la operación y el número total de acciones en circulación.

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
<i>Número de Operaciones</i>	86				
<i>Empresas</i>	278				
<i>Tamaño_Consejo</i>	254	5,00	27,00	11,26	4,50
<i>Consejeros_Ejecutivos</i>	249	0,00	11,00	2,24	1,76
<i>Ratio de Conse. Ejecutivos.</i>	249	0,00%	60,00%	21,14%	0,15
<i>Consejeros Externos.</i>	249	2,00	25,00	9,10	4,30
<i>Ratio de Conse. Externos.</i>	248	40,00%	100,00%	78,86%	0,15
<i>CEO_Tenure</i>	263	0,30	17,90	3,93	4,20
<i>Director_Tenure</i>	252	0,98	15,30	4,37	2,36
<i>Interlock</i>	228	1,00	11,00	2,90	2,33
<i>Tamaño_Empresa</i>	267	8,56	17,10	13,04	1,84
<i>Tamaño_Operación</i>	185	0,00	32,18	1,96	4,57

V.3.3. Variables

V.3.3.1 Variable dependiente

Siguiendo con la metodología aplicada en el capítulo IV, nuestra variable dependiente se corresponde con los retornos anormales de las operaciones de compra de los *insiders* y calculadas mediante un estudio de eventos desarrollado en el capítulo III del presente estudio.

V.3.3.2 Variables independientes

Como se estableció en los objetivos del presente capítulo, nuestro interés es conocer el impacto de algunas características de los consejos y de los consejeros sobre el *insider trading*. En este sentido, nuestras variables independientes son:

- *Tamaño_Consejo*: se utiliza como proxy el logaritmo natural del número total de consejeros.
- *Desviación_Mediana*: como una segunda proxy del tamaño del consejo, utilizamos la desviación del número de consejeros que sirve a la empresa de la mediana del número de consejeros de la muestra.
- *Ratio de Consejeros Externos*: se mide como el ratio entre el número de consejeros externos y el número total de consejeros.
- *CEO_Tenure*: se mide como el logaritmo natural del número de años de permanencia de los CEO en el cargo.
- *Director_Tenure*: se mide como el logaritmo natural del valor medio en años de permanencia de los consejeros en el consejo (se excluye al CEO).
- *Interlock*: mide la intensidad de las relaciones interempresariales a través del CEO y su estatus de consejero en otras empresas
- *Compras Múltiples*: variable dummy que vale 1 cuando en la misma fecha y para la misma empresa se han realizado más de una operación de compra.
- *Tamaño de Empresa*: medida como el logaritmo del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la compra.

- *Tamaño_Operación*: es medida como el ratio entre el número de acciones de la operación de compra del insider y el número de acciones en circulación de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la compra.

A pesar de que algunos de los coeficientes de correlación entre algunas variables independientemente consideradas son altos (ver anexo capítulo IV tablas de correlaciones IV.A1 y IV.A2), esto no representa un problema al incluirlas en el modelo, teniendo en cuenta que los valores de FIV (factor de inflación de la varianza) se sitúan muy por debajo de 10, valor límite a partir del cual se considera que existe un problema de multicolinealidad (Hair et al., 2008; Kutner et al., 2005).

V.4.4 Metodología

Una vez establecida la variable dependiente y las variables explicativas, los modelos a contrastar en el presente capítulo mediante la metodología de regresión de mínimos cuadrados ordinarios son:

- **Modelo 1**: en este modelo relacionamos características del consejo con las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*. Esperaríamos que aquellas características consideradas como positivas en el gobierno de las empresas, tengan un impacto negativo en las rentabilidades de las operaciones de compra de los insiders:

$$\begin{aligned} \text{CAR}(-1,+1) &= \beta_0 + \beta_1 (\text{Tamaño_Consejo})_{it} \\ &+ \beta_2 (\text{Ratio_Consejeros_Ext})_{it} \\ &+ \beta_3 (\text{CEO_Tenure})_{it} \\ &+ \beta_4 (\text{Director_Tenure})_{it} \\ &+ \beta_4 (\text{Interlock})_{it} \\ &+ \beta_4 (\text{Compras_Múltiples})_{it} \\ &+ \beta_4 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} \\ &+ \beta_5 (\text{Tamaño_Operación})_{it} \\ &+ (\text{Error})_{it} \end{aligned}$$

- **Modelo 2:** Como una forma de evaluar la robustez de los resultados obtenidos a partir del modelo1, corremos el presente modelo, en el cual incluimos la desviación absoluta del número de consejeros que sirven al consejo de la empresa de la mediana del número de consejeros total como proxy del tamaño del consejo. La idea es comprobar no solo las desventajas de un gran consejo, sino también, las desventajas de consejos demasiados pequeños.

$$\begin{aligned}
 \text{CAR} (-1,+1) = & \beta_0 + \beta_1 (\text{Tamaño_Consejo})_{it} \\
 & + \beta_2 (\text{Ratio_Consejeros_Ext})_{it} \\
 & + \beta_3 (\text{CEO_Tenure})_{it} \\
 & + \beta_4 (\text{Director_Tenure})_{it} \\
 & + \beta_4 (\text{Interlock})_{it} \\
 & + \beta_4 (\text{Compras_Múltiples})_{it} \\
 & + \beta_4 (\text{Tamaño_Empresa})_{it} \\
 & + \beta_5 (\text{Tamaño_Operación})_{it} \\
 & + (\text{Error})_{it}
 \end{aligned}$$

V.4 RESULTADOS

Los modelos 1 y 2 de las Tablas V.4 y V.5 muestran los resultados para el Reino Unido y España, respectivamente. Se observa que el tamaño del consejo no parece afectar el *insider trading* para el mercado británico, mientras que, para el mercado español, se obtiene una relación positiva y significativa, lo cual apoya la idea, al menos para España, de que un gran consejo realiza un deficiente control, en línea con los trabajos de Yermack (1996), Andrés, Azofra y López (2005), Rozanov (2008) y Ravina y Sapienza (2009), situación que permite mantener la hipótesis V.1a para el mercado español. Un resultado de interés lo obtenemos al analizar de forma conjunta el posible efecto que tiene un consejo muy pequeño o uno muy grande sobre el *insider trading*. Para el Reino Unido, al igual que en el modelo anterior, el tamaño del consejo no parece afectar el *insider trading*; sin embargo, los resultados para España, demuestran que consejos muy pequeños o muy grandes tienen una relación positiva con el *insider trading*, lo que soporta la hipótesis V.1b para España, que plantea que consejos muy grandes o muy pequeños ejercen un menor control empresarial.

En cuanto a la independencia del consejo, los resultados sugieren que el porcentaje de consejeros externos tiene un efecto negativo y significativo en el control del *insider trading*, tanto para el Reino Unido como para España, siendo estos resultados contrarios a los planteados en la hipótesis V.2, y que podrían tener al menos dos posibles explicaciones i) podría sugerir la ineficacia de este mecanismo de gobierno corporativo a la hora de reducir el *insider trading*, lo que se enmarca en la línea de los trabajos de Gompers, Ishii y Metrick (2003), Bebchuck y Fried (2003) y Weisbach (2007); ii) el mayor control que se presupone a aquellas empresas donde su consejo se compone mayoritariamente de consejeros externos, podría reducir la magnitud de beneficios privados del control que disfrutaban los *insiders*, por lo que las ganancias del *insider trading* podrían ser una fuente de sustitución de tales beneficios privados, resultado en línea con lo planteado en Cziraki, Goeij y Renneboog (2010).

En cuanto a la permanencia del CEO en el cargo, se evidencia tanto para el Reino Unido como para España, una relación positiva y significativa con las rentabilidades anormales de las operaciones, de acuerdo a lo planteado en la hipótesis V.3, y en línea con la mayoría de trabajos previos que sustentan un menor control del consejo cuando el CEO lleva largo tiempo en el cargo (Ryan, Wang y Wiggins, 2009). Por el contrario, se obtiene para ambos mercados una relación negativa entre la permanencia de los directores en el cargo y las rentabilidades anormales, resultados en contra de lo planteado en la hipótesis V.4 y a favor de la idea que sugiere que los consejeros más antiguos tienen un mayor compromiso y eficacia en la gobernanza empresarial (Finkelstein y Hambrick, 1989; Pfeffer, 1983; Vafeas 2003).

En cuanto al efecto de las relaciones *interlock* en las rentabilidades anormales, se observan resultados dispares entre los dos mercados; por un lado, se obtiene para el Reino Unido, una relación positiva y significativa, de acuerdo a lo planteado en la hipótesis V.5, lo que sugiere que la información privilegiada obtenida a través de las redes *interlock* favorece el *insider trading* en el mercado británico. Por otro lado, se obtiene para España una relación negativa y significativa entre las relaciones *interlock* y el *insider trading*, resultados que sugieren que el intercambio informativo en este mercado acelera la depreciación de la información, o al menos no permite la explotación oportuna de la misma.

Una explicación plausible de los resultados contradictorios entre los dos mercados, puede deberse a la intensidad de estas relaciones *interlock*, la cual es mucho mayor en España (2,90) que en el Reino Unido (1,90). Por otra parte, el menor tamaño del mercado español, unido a la mayor intensidad de las relaciones *interlock*, puede generar una rápida depreciación del valor de la información privada.

Modelos a contrastar

$$\begin{aligned} \text{Modelo 1: CAR } (-1,+1) = & \beta_0 + \beta_1(\text{Tamaño_Consejo})_{it} + \beta_2(\text{Ratio_Consejeros_Ext.})_{it} \\ & + \beta_3(\text{CEO_Tenure})_{it} + \beta_4(\text{Director_Tenure})_{it} + \beta_5(\text{Interlock})_{it} + \beta_6(\text{Compras_Múltiples})_{it} \\ & + \beta_7(\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_8(\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Modelo 2: CAR } (-1,+1) = & \beta_0 + \beta_1(\text{Desviación_Mediana})_{it} + \beta_2(\text{Ratio_Consejeros_Ext.})_{it} \\ & + \beta_3(\text{CEO_Tenure})_{it} + \beta_4(\text{Director_Tenure})_{it} + \beta_5(\text{Interlock})_{it} + \beta_6(\text{Compras_Múltiples})_{it} \\ & + \beta_7(\text{Tamaño_Empresa})_{it} + \beta_8(\text{Tamaño_Operación})_{it} + (\text{Error})_{it} \end{aligned}$$

Tabla V.4 – Consejos de Administración e Insider Trading – Reino Unido

La variable dependiente es CAR (-1,+1). *Tamaño_Conse*: logaritmo natural del número de consejeros. *Desviación_Mediana*: la desviación absoluta entre el número de consejeros que sirve a la empresa y la mediana del número de consejeros de la muestra. *Ratio_Consejeros_Ext*: ratio entre el número de consejeros externos y el número total de consejeros que sirve a la empresa. *CEO_Tenure*: logaritmo natural del tiempo de permanencia del CEO en su cargo. *Director_Tenure*: logaritmo natural de la antigüedad media de los consejeros en el consejo. *Interlock*: número de sillars en la que sirve el CEO en consejos de otras empresas. *Compras_Múltiples*: variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. *Tamaño_Empresa*: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). *Tamaño_Operación*: tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Variable	Modelo 1	Modelo 2
	Coef. Estand.	Coef. Estand.
<i>(Constante)</i>	-	-
	-1,903	-1,936
<i>Tamaño_Consejo</i>	-0,011 (-0,186)	-
<i>Desviación_Mediana</i>	-	0,023
	-	-0,393
<i>Ratio_Consejeros_Ext.</i>	0,102**	0,105**
	-2,253	-2,329
<i>CEO_Tenure</i>	0,102**	0,103**
	-2,217	-2,254
<i>Director_Tenure</i>	-0,085*	-0,085*
	(-1,855)	(-1,865)
<i>Interlock</i>	0,103**	0,102**
	-2,204	-2,195
<i>Compras_Múltiples</i>	0,04	0,039
	-0,921	-0,911
<i>Tamaño_Empresa</i>	-0,165***	-0,188***
	(-2,736)	(-3,082)
<i>Tamaño_Operación</i>	0,019	0,019
	-0,438	-0,436
R2	3,1	3,1
F	3,142	3,157
N	539	539

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Tabla V.5 – Consejos de Administración e Insider Trading – España

La variable dependiente es CAR (-1,+1). *Tamaño_Consejo*: logaritmo natural del número de consejeros. *Desviación_Mediana*: la desviación absoluta entre el número de consejeros que sirve a la empresa y la mediana del número de consejeros de la muestra. *Ratio_Consejeros_Ext*: ratio entre el número de consejeros externos y el número total de consejeros que sirve a la empresa. *CEO_Tenure*: logaritmo natural del tiempo de permanencia del CEO en su cargo. *Director_Tenure*: logaritmo natural de la antigüedad media de los consejeros en el consejo. *Interlock*: número de sillal en la que sirve el CEO en consejos de otras empresas. *Compras_Múltiples*: variable *dummy* que vale 1 cuando el *insider* ha realizado más de una compra en la misma empresa en la misma fecha. *Tamaño_Empresa*: tamaño de la empresa (logaritmo natural del valor de mercado de la empresa al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación). *Tamaño_Operación*: tamaño de la operación (ratio entre número de acciones negociadas y el número de acciones en circulación al 31 de diciembre del año en que se realizó la operación).

Variable	Modelo 1	Modelo 2
	Coef. Estand.	Coef. Estand.
(Constante)	-	-
	(-1,562)	-0,453
<i>Tamaño_Consejo</i>	0,289***	-
	-2,708	-
<i>Desviación_Mediana</i>	-	0,29***
	-	-2,81
<i>Ratio_Consejeros_Ext.</i>	0,209***	0,208***
	-2,67	-2,651
<i>CEO_Tenure</i>	0,38***	0,371***
	-4,216	-4,194
<i>Director_Tenure</i>	-0,188**	-0,177**
	(-2,44)	(-2,324)
<i>Interlock</i>	-0,132*	-0,134*
	(-1,79)	(-1,824)
<i>Compras_Múltiples</i>	0,257***	0,244***
	-3,487	-3,347
<i>Tamaño_Empresa</i>	-0,163*	-0,162*
	(-1,625)	(-1,65)
<i>Tamaño_Operación</i>	0,043	0,035
	-0,632	-0,511
R2	9,4	9,7
F	3,625	3,703
N	203	203

***, **, * Indican niveles de significatividad del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Tabla V.6 – Resumen de Hipótesis y Resultados

Número	Hipótesis	Reino Unido	España
<i>H:V.1a</i>	<i>Existe una relación positiva entre el tamaño del consejo y el insider trading.</i>	NS	+
<i>H:V.1b</i>	<i>Consejos demasiados pequeños o demasiados grandes tienen un efecto positivo en el insider trading.</i>	NS	+
<i>H:V.2</i>	<i>Existe una relación negativa entre la fracción de consejeros externos y el insider trading.</i>	+	+
<i>H:V.3</i>	<i>Existe una relación positiva entre la antigüedad del CEO (CEO tenure) y el insider trading.</i>	+	+
<i>H:V.4</i>	<i>Existe una relación positiva entre la antigüedad de los consejeros (Director tenure) y el insider trading.</i>	-	-
<i>H:V.5</i>	<i>Existe una relación positiva entre la intensidad de las relaciones interlock y el insider trading</i>	+	-

NS: no significativa. +: Positiva significativa. -: Negativa significativa

V.5 CONCLUSIONES

En este capítulo estudiamos el consejo de administración como mecanismo de control ante el *insider trading*, para ello analizamos una serie de características del consejo y su impacto en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los insiders del Reino Unido y España. Las características de los consejos y consejeros seleccionadas para su análisis fueron: tamaño del consejo, independencia del consejo, antigüedad del CEO (*CEO tenure*), antigüedad de los consejeros en el consejo (*Director tenure*) y las relaciones interempresariales (*interlock*).

Dentro de este grupo de características, las que mayor interés ha suscitado a reguladores y académicos es el tamaño del consejo y su independencia. En este sentido, existe una tendencia tanto en la literatura como en la regulación en considerar que un consejo no muy grande y con una mayoría de miembros independientes tendrá una mayor capacidad para reducir conflictos de agencia y aumentar el valor corporativo. Con este mismo enfoque, esperaríamos que estas características consideradas como elemento esenciales de un buen sistema de gobierno corporativo tengan un efecto negativo en las rentabilidades del *insider trading*.

Nuestros resultados sugieren que el tamaño del consejo no parece afectar al *insider trading* en el mercado británico, mientras que para el mercado español se obtiene una relación positiva con las rentabilidades anormales, en línea con la idea del menor control que ejerce un gran consejo. En cuanto al ratio de consejeros externos, encontramos que esta característica no solo es ineficaz a la hora de reducir el *insider trading*, sino que por el contrario, tiene un efecto positivo en las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*. Entre algunas de las posibles explicaciones de este resultado, planteamos las siguientes: i) la independencia del consejo puede reducir otros problemas de agencia, pero no el *insider trading*; ii) empresas con un mayor nivel de control, como supuestamente ocurre en aquellas con consejos independientes, restringen los beneficios privados del control del que disfrutaban los *insiders*, y por tanto, las ganancias del *insider trading* se convierten en una fuente sustituta de tales beneficios.

En cuanto a la permanencia del CEO en el cargo, generalmente, es un indicador asociado al poder que ejerce el principal ejecutivo sobre el consejo; por tanto, se supondría que, en empresas donde el CEO tiene una mayor permanencia en el cargo, el consejo ejercerá un menor control y, por consiguiente, se darán mayores posibilidades de comportamientos oportunistas. Nuestros resultados son consistentes con estas predicciones, mostrando una relación positiva y significativa para ambos mercados. Por el contrario, la permanencia de los consejeros en el consejo afecta negativamente las rentabilidades anormales, lo que estaría en línea con la idea que sugiere que la antigüedad de los consejeros genera en ellos un mayor sentido de pertenencia y compromiso con la gobernanza empresarial.

Como última característica analizada, están las relaciones interempresariales (*interlock*) generadas a través de consejeros comunes que permite el acceso a importantes fuentes de información privada, lo que podría facilitar el uso de esta información en operaciones de *insider trading*. En este sentido, nuestros resultados confirman esta idea para el Reino Unido. Por el contrario, las relaciones *interlock* tienen un efecto negativo en las rentabilidades de las operaciones de los *insiders* españoles, posiblemente debido a la mayor intensidad de estas relaciones y el menor tamaño del mercado español, lo que genera una mayor rapidez en la pérdida de valor de la información privada, disminuyendo las posibilidades de explotación de dicha ventaja informativa.

En resumen, podríamos considerar, que no todas las características de los consejos pensadas como elementos positivos de un buen gobierno empresarial, e incorporadas en las recomendaciones de la mayoría de los códigos de buenas prácticas, disminuyen el *insider trading*. Por el contrario, nuestro trabajo, aporta evidencia a favor de la creciente literatura que cuestiona la independencia del consejo como fórmula estándar para reducir los conflictos de agencia, puesto que, como hemos comprobado en el presente capítulo, esta independencia no sólo es ineficaz, sino que parece utilizarse de forma oportunista favoreciendo el *insider trading*.

Anexo Capítulo V

Tabla V.A1 – Matriz de Correlaciones Reino Unido

<i>Variables</i>	<i>Tamaño Consejo</i>	<i>Ratio Consejeros_Ext</i>	<i>CEO Tenure</i>	<i>Director Tenure</i>	<i>Interlock</i>	<i>Tamaño Empresa</i>	<i>Tamaño Operación</i>	<i>Compra Múltiples</i>
<i>Tamaño Consejo</i>	1							
<i>Ratio Consejeros_Ext</i>	0,0122	1						
<i>CEO Tenure</i>	-0,1003*	-0,0546	1					
<i>Director Tenure</i>	0,0064	0,1645**	0,2925**	1				
<i>Interlock</i>	0,2586**	-0,0374	0,1364**	0,1078*	1			
<i>Tamaño Empresa</i>	0,6608**	0,1732**	-0,0833	0,0275	0,3574**	1		
<i>Tamaño Operación</i>	-0,051	-0,0516	0,0775	0,0453	-0,0373	-0,0843	1	
<i>Compras Múltiples</i>	0,0415	-0,1543**	-0,0843*	-0,0617	0,0093	-0,0065	-0,0304	1

** , * : Correlación significativa al nivel 0,01 y a 0,05, respectivamente

Tabla V.A2 – Matriz de Correlaciones. España

<i>Variables</i>	<i>Tamaño Consejo</i>	<i>Ratio Consejeros_Ext</i>	<i>CEO Tenure</i>	<i>Director Tenure</i>	<i>Interlock</i>	<i>Tamaño Empresa</i>	<i>Tamaño Operación</i>	<i>Compras Múltiples</i>
<i>Tamaño Consejo</i>	1							
<i>Ratio Consejeros_Ext</i>	0,2431**	1						
<i>CEO Tenure</i>	-0,3788**	-0,4600**	1					
<i>Director Tenure</i>	-0,1619*	-0,1926**	0,3338**	1				
<i>Interlock</i>	0,2523**	0,2682**	0,7039**	-0,0388	1			
<i>Tamaño Empresa</i>	0,7103**	0,1841**	-0,1892**	-0,2538**	0,1506*	1		
<i>Tamaño Operación</i>	-0,0716	0,0387	0,0055	0,0937	-0,0972	-0,0552	1	
<i>Compras Múltiples</i>	-0,0134	0,0239	-0,189**	0,1726**	0,2058**	-0,0521	0,0578	1

** , *: Correlación significativa al nivel 0,01 y a 0,05, respectivamente

**CONCLUSIONES E IMPLICACIONES
DEL ESTUDIO**

CONCLUSIONES E IMPLICACIONES

Tal y como mencionábamos al inicio de esta investigación que ya llega a su fin, el estudio sobre gobierno corporativo se ha desarrollado fundamentalmente desde el prisma de la teoría de la agencia, centrado principalmente en su relación con el proceso de creación de valor en la empresa. En este sentido, mucho se ha dicho y escrito; sin embargo, en la última década ha surgido de nuevo el interés por analizar la eficacia de los sistemas de gobierno corporativo, fundamentalmente como consecuencia de escándalos financieros acaecidos a partir del año 2000 en grandes empresas de Estados Unidos y de Europa (Enron, World.Com, Tyco, Global Crossing, Adelphia, Vivendi, EuroDisney, Parmalat) que pusieron en entredicho el desarrollo de la gobernanza empresarial tal y como se había concebido hasta finales de los años noventa, debido a su incapacidad para prevenir determinados comportamientos oportunistas por parte de la dirección de la empresa. En este sentido, nos planteamos la necesidad de extender el análisis de la eficacia de los sistemas de gobierno corporativo y de la regulación, como mecanismos de control, a un terreno menos explorado y que, sin embargo, representa unos de los comportamientos oportunistas más frecuentemente detectados en la literatura financiera: el uso de información privilegiada por parte de los directivos empresariales, más conocido como *insider trading*.

La tesis que se plantea es que una regulación más estricta dentro del marco institucional limita la práctica en el uso de información privilegiada. No obstante, la forma en que se intenta hacer operativa no parece cumplir su función en el control del *insider trading*. Esto exige profundizar en el conocimiento de cómo otros mecanismos internos y externos de control corporativo contribuyen también a la limitación de este comportamiento. De este modo, la estructura de propiedad o algunas características del consejo de administración, como elementos más importantes del gobierno corporativo, resultan ser más efectivas en el control del uso de dicha información privada.

Los resultados de nuestra investigación han sido claros y también lo son las conclusiones a las que podemos llegar a partir de su análisis, como se muestra a continuación.

La regulación del *insider trading* establecida desde los Gobiernos nacionales, y contemplada como mecanismo externo de control del *insider trading*, resulta insuficiente para controlar el uso de información privada por parte de los *insiders* empresariales. Ni la regulación recogida en la normativa existente ni el control de su cumplimiento son capaces de evitar la obtención de rentabilidades anormales en las operaciones directivas en ninguno de los dos países seleccionados para este análisis, España y Reino Unido, países con una regulación nacional muy similar, basada en la Directiva Europea 2003/6/CE de 28 de enero, ya armonizada en ambos países, pero que presentan importantes diferencias normativas debido a la regulación establecida internamente desde la *London Stock Exchange*. Desde dicha institución se establecen mayores restricciones en el uso de información privada, mediante el establecimiento de *close periods* o periodos de prohibición durante los cuales los *insiders* no pueden negociar; estos periodos de censura se establecen en torno al anuncio de hechos significativos, como la publicación de la cifra de beneficios anual e interanual. Pero además se establecen mayores cautelas, ya que los directivos deben solicitar consentimiento a sus superiores para realizar operaciones con acciones propias en mercado abierto y, finalmente, se establece una mayor coerción en el cumplimiento de la normativa, al instaurarse un mayor control de los incumplimientos de la ley por parte de los directivos, mediante la implantación de amonestaciones y de sanciones proporcionales al delito. En cuanto al ámbito penal, igualmente existen diferencias entre los dos mercados en las sanciones aplicadas al delito del *insider trading*: en el Reino Unido se establecen penas de prisión hasta de siete años, mientras que en España la sanción penal puede ser de uno a cuatro años.

A pesar de estas importantes diferencias obtenemos prueba de rentabilidades anormales en las operaciones de los *insiders* en ambos mercados, siendo incluso en apariencia más evidente en el Reino Unido, si bien la reacción del mercado ante la pronta llegada de la información en Reino Unido, mucho más rápida que en España, permite que los precios de cotización en ese país sean mucho más informativos y recojan antes la información privada. Esto implicaría asimismo la llegada de la información privada al mercado gracias a la señal enviada por estas operaciones, ya fuera o no con objetivos de señalización por parte del *insider*.

Esta situación puede ser interpretada por algunos investigadores como evidencia de que el *insider trading* permite que los precios reflejen toda la información de forma rápida. Esto nos llevaría a apoyar la tesis de Manne (1966, 2005) sobre la mayor rapidez en la incorporación de la información a los precios a través de las operaciones de *insiders*. Sin embargo, en nuestra opinión, los *insiders* deben comunicar la información privada directamente al mercado en vez de comunicarla a través de sus propias participaciones significativas. En todo caso, dado que en ambos mercados los *insiders* siguen siendo capaces de superar la rentabilidad del inversor medio, entendemos que el *insider trading* debe ser controlado de una forma más eficiente que la actual, que se muestra claramente exigua. Es clara la necesidad de un mayor control de las operaciones en ambos países, sobre todo el establecimiento de mayores cautelas en el mercado español, donde la información privada circula de forma muy lenta y donde el establecimiento de sanciones – al menos en el periodo considerado- era visiblemente insuficiente. Si la regulación nacional actual no impide el aprovechamiento de la información privada por parte de los *insiders*, se requiere un mayor rigor en la aplicación de las leyes, por un lado y, por otro, es preciso establecer precauciones más nítidas en torno a los eventos informativos durante los cuales se deben prescribir periodos de censura a los *insiders*.

En todo caso, consideramos que la eficacia de la regulación puede ser complementada desde el interior de la empresa mediante el correcto diseño y funcionamiento del sistema de gobierno corporativo, tanto en relación con la estructura de propiedad como respecto a la composición del consejo de administración. En este sentido, apoyamos la tendencia observada en los códigos de autorregulación de algunas empresas españolas a aumentar la vigilancia sobre las operaciones de los directivos empresariales bajo la creencia de que es un elemento básico dentro de los códigos éticos y los códigos de buen gobierno de cualquier empresa o mercado financiero.

Nuestros resultados son también concluyentes con relación al papel de los mecanismos internos de control, ya que algunos de ellos funcionan en línea con lo esperado desde la perspectiva de agencia, como es el caso de la propiedad directiva, la banca como principal accionista, el tamaño del consejo, la permanencia del CEO en el cargo y las relaciones *interlock*. Mientras tanto, otros parecen ejercer en el *insider*

empresarial una actitud más agresiva con respecto al *insider trading*, descrito recientemente en la literatura como *hipótesis de sustitución*. Conforme a dicha hipótesis, observamos que los directivos empresariales cuya discrecionalidad se ve ampliamente restringida gracias a un adecuado funcionamiento de algunos mecanismos de control de la empresa, buscan nuevas formas de obtener beneficios privados a través del uso de información privada en su inversión bursátil. Este es un comportamiento similar al que se había detectado ya en España al observar la relación entre *free cash flow* e *insider trading*, ya que los directivos a los que se les restringían los fondos de libre uso en general tenían una mayor actividad de *insider trading*.

En este sentido, en el presente estudio se observa un efecto positivo de la concentración de la propiedad,⁷⁵ la empresa como principal accionista y la independencia del consejo sobre las rentabilidades anormales de las operaciones de compra de los *insiders*, lo cual está más en consonancia con la denominada *hipótesis de sustitución*.

En cuanto a la antigüedad del consejero, una variable escasamente estudiada en el marco de la teoría de la agencia y contrastada por primera vez en la literatura del *insider trading*, observamos que tiene un efecto negativo en las rentabilidades anormales, lo que podría derivar de una mayor prudencia por parte de estos consejeros, posiblemente por temor a perder su reputación como buenos consejeros o simplemente por un mayor componente ético en su función como controladores.

A pesar del acercamiento del modelo español de propiedad y control a modelos más anglosajones, aún se mantienen importantes diferencias institucionales; sin embargo, no parecen traducirse en importantes discrepancias a la hora de analizar comparativamente el efecto de los diferentes mecanismos de control sobre el comportamiento de los *insiders* empresariales. Exceptuando el tamaño del consejo, el tipo de accionista y las relaciones interempresariales, las demás variables tienen el mismo efecto en ambos mercados sobre las rentabilidades anormales.

⁷⁵ Recordemos que tanto para el Reino Unido como para España el efecto negativo de la concentración sobre las rentabilidades anormales se da sólo a muy altos niveles de concentración de propiedad (74,4% para el Reino Unido y 53,36% para España).

Finalmente, podemos añadir a estos resultados fundamentales algunos descubrimientos menores, pero que también han añadido valor a nuestra investigación.

- En concreto, cabe destacar que en ambos países se vuelve a observar una mayor rentabilidad anormal en las operaciones de compra frente a las ventas, lo que apoya el argumento defendido en la literatura de que las razones informativas de las operaciones de compra son mayores que las operaciones de venta, muchas veces motivadas principalmente por problemas de liquidez y de fiscalidad. Este es un resultado esperado que, no obstante deja sin explicar por qué las ventas no reflejan la sobre reacción observada en los inversores ante noticias negativas, especialmente desde el enfoque de las finanzas conductuales.
- También hemos llegado a conclusiones interesantes en relación con la hipótesis de jerarquía informacional; en este sentido nuestros resultados aportan evidencia a favor de la denominada *hipótesis decisional*, la cual plantea que los *insiders* más cercanos a la toma de decisiones gozan de una mayor información privada y por consiguiente obtienen rentabilidades anormales superiores a las obtenidas por otros *insiders* que, a pesar de ocupar cargos de nivel superior en la estructura organizativa, no cuentan con la información privada necesaria para ser explotada en sus operaciones.

Para finalizar, queremos destacar un factor importante en nuestra investigación, como es su grado de innovación, el cual ha sido una constante perseguida desde sus inicios.

Hemos innovado en la naturaleza del estudio, con una línea de investigación que ha aportado el primer trabajo publicado que analiza simultáneamente el *insider trading* en dos países diferentes. Fuimos pioneros en el estudio de la estructura de propiedad y el *insider trading*, si bien existía ya el trabajo de Fidrmuc, Goergen y Renneboog (2006), con la diferencia de que este se centra en un único país. Creemos no haber perdido aún la carrera al presentar el primer trabajo que analiza el *insider trading* con algunos rasgos fundamentales del consejo, como *CEO tenure*, *Director's tenure* e *Interlock*.

Hemos innovado en metodología, logrando superar las barreras en la aplicación de modelos econométricos con los que se habían encontrado trabajos anteriores, dadas las

dificultades de aplicar un modelo ARCH no restringido a una muestra de datos de *insider trading*.

En cuanto a las limitaciones del trabajo, es necesario asumir las propias que surgen de un trabajo tan amplio, que revisa la normativa nacional e internacional, la normativa interna de la empresa, sus estructuras de propiedad y la composición y funcionamiento de sus consejos de administración en dos países simultáneamente. Así, puede que hayan quedado factores sin considerar, muchos de ellos analizados en distintas fases del trabajo, pero que cayeron de la investigación por su propio peso. Otros han sido imposibles de medir, a pesar del enorme esfuerzo en recopilar todas las bases de datos que consideramos necesarias y que han supuesto un trabajo ingente de recopilación, refinamiento y tratamiento de datos previos a su análisis estadístico que se ha prolongado durante muchos meses.

No obstante, quizás la principal limitación de este estudio sea el periodo temporal abarcado que finaliza en 2003. En el espíritu de esta tesis doctoral estaba el poder comparar en el mismo periodo de tiempo la efectividad de todos los mecanismos de control considerados: regulación, estructura de propiedad y consejo de administración. No podíamos explicar a cuál de los tres factores se habían debido las rentabilidades anormales detectadas si modificábamos nuestro periodo de análisis de unos capítulos a otros. La primera parte del estudio se realizó con los datos disponibles en ese espacio temporal que abarcaba hasta el año 2003, lo que forzó a ceñir a ese periodo el resto del análisis. Es nuestro objetivo actualizar parte de los datos de cara a posibles publicaciones, en concreto los cambios normativos del uso de información privada acaecidos en España a finales de 2007, que así lo sugieren. No obstante, la crisis financiera que viene afectando a nuestras empresas y mercados desde mediados de 2007 desaconseja *a priori* centrar una investigación como la nuestra en un periodo temporal en el que sería difícil discriminar si las conclusiones del estudio se centran en un cambio regulatorio de las consecuencias devastadoras de esta crisis, en términos de confianza y fiabilidad en los mercados de valores.

De hecho, esta crisis nos habla también de los fallos en los mecanismos reguladores a los que nos hemos referido en esta investigación. Nuestros resultados parecen indicar que no es la existencia de una regulación más estricta sino el mayor grado de coerción

de la ley lo que afecta al grado de eficiencia de los mercados de valores. Es esta una reflexión que debe ir acompañada de un análisis más amplio sobre el papel de supervisión y control de los órganos reguladores en la actual situación de crisis financiera internacional.

En cuanto a las líneas de investigación futuras que se abren ante nosotros, sin duda habría que profundizar en el análisis conjunto de la estructura de propiedad y los consejos de administración, centrándonos en algunas interacciones que han quedado fuera del presente análisis, como puede ser el papel moderador de la antigüedad del CEO en la relación entre *insider trading* y concentración de propiedad. Probablemente de ese análisis conjunto obtendríamos importantes conclusiones sobre el comportamiento inversor de los *insiders* empresariales.

También sería necesario un estudio del *insider trading* desde las finanzas del comportamiento, relacionándolo con algunos rasgos detectados en la literatura como el efecto *momentum* o la *loss aversion* (o aversión a las pérdidas que mencionábamos anteriormente); en este sentido trataríamos de desentrañar cuál es el verdadero comportamiento de los *insiders* ante noticias negativas y cómo puede este reflejarse de forma nítida en sus operaciones de venta.

También es objeto de nuestro interés abordar el uso de información privilegiada desde la economía experimental, el enfoque sectorial (más concretamente el análisis del sector bancario) o el estudio del *insider trading* agregado como forma de análisis de la capacidad predictora de los directivos frente al uso de información privada.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABOODY, D., Y LEV, B. (2000): “Information asymmetry, R&D, and Insider Gains”. *The Journal of Finance*, vol. 55, págs. 2747–2766.

ADAMS, R. B., Y FERREIRA, D. (2007): “A theory of friendly boards”. *Journal of Finance*, vol. 62(1), págs. 217-250.

AGGARWAL, R., EREL, I., STULZ, R., Y WILLIAMSON, R. (2009): “Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: measurement, causes, and consequences”. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, págs. 3131 - 3169.

AGUIAR DÍAZ, I. Y DÍAZ DÍAZ, N.L. (2009): “Calidad de la información y coste de la deuda bancaria de la empresa canaria”. *Revista de Hacienda Canarias*, vol. 29, págs. 233-259.

AGRAWAL, A. Y KNOEBER, C. R. (1996): “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, págs.377–397.

AGRAWAL, A. Y MANDELKER G. N. (1990): “Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.25(2), págs. 143-161.

AKERLOF, G. A. (1970): “The market for “lemons” quality uncertainty and the market mechanism”. *Quarterly Journal of Economics*, págs. 488-500.

ALLEN, F. Y GALE, D. (1992). “Stock-price manipulation”. *The Review of Financial Studies*, vol.3, págs. 503-529.

ALONSO B. Y ANDRÉS A. (2007): “Ownership structure and performance in large Spanish companies. Empirical evidence in the context of an endogenous relation”. *Journal of Corporate Ownership and Control*, vol. 4(4), págs. 206-216.

ANDRÉS, P., AZOFRA, V. Y. LOPEZ, F.J. (2005): “Corporate boards in OECD countries: size, composition, compensation, functioning and effectiveness”. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13(2), págs.197-210.

ARTHUR, N. (2001): “Board composition as the outcome of an internal bargaining process: empirical evidence”. *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, págs. 307-340.

AUSUBEL, L. (1990): “Insider trading in a rational expectations economy”. *American Economic Review*, vol. 80, págs. 1022-1041.

AZOFRA, V. Y VALLELADO, E. (1994): “Rentabilidad y riesgo de los valores bursátiles tras el inicio del mercado de opciones sobre el Ibex 35,”. *Análisis Financiero*, vol.62, págs. 8-21.

BAGBY, J. (1987): “The evolving controversy over insider trading. American business”. *Law Journal*, vol. 24(4), págs. 571–620.

BAIMAN, S., Y VERRECCHIA, R. (1996). “The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading”. *Journal of Accounting Research*, vol. 34, págs. 205-214.

BARCLAY, M. J., Y WARNER, J. (1993): “Stealth trading and volatility (which trades move prices?)”. *Journal of Financial Economics*, vol. 34, págs. 281-305.

BARNEA A. Y GUEDJ I. (2007). “But mom, all other kids have one! Ceo compensation and director networks”. Working paper.

BAYSINGER, R. D. Y BUTLER, H. N. (1985): “Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition”. *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 1, págs.101–124

BEBCHUK, L., FRIED, J.M. Y WALKER, D. (2002): “Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation”. *The University of Chicago Law Review*, vol. 69, págs.. 751-846.

BENABOU, R. AND G. LAROQUE. (1992): “Using privileged information to manipulate markets: insiders, gurus, and credibility”. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, págs. 921-958.

BENY, L. (2005): “Do insider trading laws matter? some preliminary comparative evidence”. *American Law and Economics Review*, vol. 7, págs. 144-183.

BENY, L. (2007): “Insider trading laws and stock markets around the world: an empirical contribution to the theoretical law and economics debate”. *Journal of Corporation Law*, vol. 32(2), págs. 237-300.

BENY, L. (2008): “Do investors in controlled firms value insider trading laws? international evidence”. *Journal. Law, Economics and Policy*, vol. 4(2), págs. 267-310.

BERLE, A. Y MEANS, G. (1932): “The modern corporation and private property”. Macmillan, New York.

BETTIS, C., J. COLES, Y M. LEMMON. (2000): “Corporate policies restricting trading by insiders”. *Journal of Financial Economics*, vol. 57, págs. 191-220.

BETZER, A. Y THEISSEN, E. (2009): “Insider trading and corporate governance: the case of Germany”. *European Financial Management*, vol.15, págs. 402-429.

BHAGAT, S. Y BLACK, B. (1999): “The uncertain relationship between board independence and firm performance”. *Business Lawyer*, vol. 54, págs. 921-963.

BHAGAT, S. Y BLACK, B. (2002): “The non-correlation between board independence and long-term firm performance”. *Journal of Corporation Law*, vol. 27(2), págs. 231-273.

BHATTACHARYA, U. Y DAOUK, H. (2002): “The world price of insider trading”. *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 75-108.

BHATTACHARYA, U. Y NICODANO, G. (2001): “Insider trading, investment and liquidity: a welfare analysis. *Journal of Finance*, vol. 56(3), págs. 1141–1156.

BHIDE, A. (1993): “The Hidden Costs of stock market liquidity”. *Journal of Financial Economics*, vol. 34, págs. 31-51.

BLACKWELL, D. W., BRICKLEY, J. A. Y WEISBACH, M. S. (1994): “Accounting information and internal evaluation: evidence from Texan banks”. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, págs. 331-359.

BOEKER, W. (1992): “Power and managerial dismissal: Scapegoating at the top”. *Administrative Science Quarterly*, vol. 37 (3), págs. 400-421.

BOOTH, L., AIVAZIAN, V., DEMIRGUC-KUNT, A., Y MAKSIMOVIC, V (2001): “Capital structures in developing countries,” *Journal of Finance*, vol.56, págs 87-130.

BOROKHOVICH, K., PARRINO, R. Y TRAPANI, T. (1996): “Outside directors and CEO selection”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, págs. 337-355.

BRICKLEY, J. A. Y JAMES, C.M. (1987): “The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking”. *Journal of Law and Economics*, vol. 30(1), págs. 161-181.

BRIS, A. (2005): “Do Insider Trading Laws Work?”. *European Financial Management*, vol. 11(3), págs. 267-312.

BROWN, L.D, J.M, ROBINSON Y CAYLOR M.C. (2004): “Corporate governance and firm performance”, [http://www.issproxy.com/pdf/corporate governance](http://www.issproxy.com/pdf/corporate%20governance).

BROWN, S. Y WARNER, J. (1980): “Measuring security price performance”. *Journal of Finance Economics*, vol. 8, págs. 205-258.

BRUDNEY, V. (1979):. “Insiders, outsiders, and informational advantages under the Federal Securities laws”. *Harvard Law Review*, vol. 93, págs. 322–76.

BURKART, MIKE, DENIS GROMB, Y FAUSTO PANUNZI. (1997): “Large Shareholders, monitoring, and the value of the firm”. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, págs. 693-728.

BYRD, J. Y K. HICKMAN. (1992): “Do outside directors monitor managers? evidence from tender offer bids”. *Journal of Financial Economics*, vol. 32(2), págs.. 195-221.

BYRD, J., COOPERMAN, E. S., Y GLENN A. WOLFE. (2010): “Director tenure and the compensation of bank CEOs”. *Managerial Finance*, vol. (36)2, págs. 86-102.

CARLTON, D. Y FISCHER, D. (1983): "The regulation of Insider Trading". *Stanford Law Review*, vol.35(5), págs. 857-895.

CHENG, Q., Y LO, K. (2006): "Insider trading and voluntary disclosures". *Journal of Accounting Research*, vol. 44, págs. 815-848.

CLACHER, I. HILLIER, D. Y LHAOPADCHAN, S. (2009): "Corporate insider trading: a literature review". *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD* Vol. XXXVIII(143) págs. 373-397.

CLAESSENS, S, S. DJANKOV, J.P.H. FAN, Y LARRY H.P. LANG. (2002): "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings". *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 2741-2771.

COASE, R. (1937): "The Nature of the Firm". *Economica*, vol. 4, págs. 386-405.

COHEN, L., FRAZZINI, A. Y MALLOY, C. (2008): "The Small world of investing: board connections and mutual fund returns". *Journal of Political*, vol. 116(5), págs. 951-979.

COLES, J., DANIEL, N., and NAVEEN, L. (2008): "Boards: does one fit all?" *Journal of Financial Economics*, vol. 87(2), págs. 329-356.

CORE, J. E., GUAY, W. R., Y RUSTICUS, T.O. (2006): "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations". *Journal of Finance*, vol. 61, págs. 655-687.

CRESPI, R. Y GARCÍA-CESTONA, M. (2002): "Propiedad y Control: Una Perspectiva Europea". *Ekonomiaz*, vol. 50, 2º cuatrimestre.

CRESPI, R. Y JANSSON, E. (2004): "Estructura de propiedad en las grandes sociedades anónimas por acciones. Evidencia Empírica Española en el contexto internacional". Working Paper, EconPapers.

CUBBIN, J. Y LEECH, D. (1983): "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement". *Economic Journal*, vol. 93, págs. 351-369.

CUERVO, A. (1999): "Grandes accionistas y beneficios privados: El caso de los bancos como accionistas de empresas no financieras". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5(1), págs. 21-44.

CZIRAKI, P., GOEIJ, P. Y RENNEBOOG, L.(2010): "insider trading, option exercises and private benefits of control," Discussion Paper 2010-015, Tilburg University, Tilburg Law and Economic Center.

DAHYA, J., ORLIN, D. Y MCCONNELL, J.J. (2008): "Dominant shareholders, corporate boards and corporate value: across-country analysis". *Journal of Financial Economics*, vol. 87, págs. 73-100.

- DALTON, D., DAILY, C., JOHNSON, J. Y ELLSTRAND, A. (1999): "Number of directors and financial performance: a meta-analysis". *Academy of Management Journal*, vol. 42, págs. 674-686.
- DAVIS, G.F. (1991): "Agents Without principles? the spread of the poison pill through the intercorporate network". *Administrative Science Quarterly*, vol. 36, págs. 583-613.
- DE JONG, A., DEJONG, D.V., MERTENS, G. Y WASLEY, C.E. (2005): "The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from the Netherlands". *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, págs. 473-503.
- DEL BRIO, E, PEROTE, J Y PINDADO. J (2003): "Measuring the impact of corporate investment announcements on share Prices: The Spanish experience". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30(5-6), págs. 715-747.
- DEL BRIO, E. Y MIGUEL, A. (2008): "Influencia de la jerarquía, el género y el parentesco en la rentabilidad de las operaciones de directivos". Working Paper.
- DEL BRIO, E.; MIGUEL, A. DE, Y PEROTE, J. (2002): "An investigation of insider trading profits in the Spanish stock market". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 42(1), págs. 73-94.
- DEL BRÍO, E.B. Y PEROTE, J. (2007): "What Enhances insider trading profitability? Atlantic Economic Journal, vol. 35, págs. 173-188.
- DEMIGÜÇ_KUNT, A. Y MAKSIMOVIC, V. (1996): "Stock Market development and firm financing choices". *World Bank Economic Review*, vol. 10, págs. 341-369.
- DEMIGÜÇ_KUNT, A., Y MAKSIMOVIC, V. (2002). "Funding growth in bank-based and market-based financial system: evidence from firm-level data". *Journal of Financial Economics*, vol. 65, págs. 337-363.
- DEMIGÜÇ_KUNT, A.; Y MAKSIMOVIC, V. (1998): "Law, finance, and firm growth". *Journal of Finance*, 53(6), págs. 2107-2137.
- DEMSETZ, H. (1983). "The Structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of law and Economics*, vol. 26, págs. 375-390.
- DEMSETZ, H. (1986). "Corporate Control, insider trading, and rates of return". *American Economic Review*, vol. 76 (2), págs. 313-16.
- DEMSETZ, H. Y K.LEHN (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy*, vol. 95(6), págs. 1155-1177.
- DENIS, D., DENIS, D. Y SARIN, A. (1997): "Ownership structure and top executive turnover". *Journal of Financial Economics*, vol. 45, págs.193-221.
- DENNERT, J. (1991), "Insider trading", *Kylos*, vol. 44 , págs. 181-202.

DJANKOV, S., LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES Y SHLEIFER (2008): “The law and economics of self-dealing”. *Journal of Financial Economics*, vol. 88, págs. 430-465.

DODD, P. Y WARNER, J. (1983): “On corporate governance. A study of proxy contests”. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, págs. 401- 438.

DU, J. Y WEI, S. (2004): “Does insider trading raise market volatility?”. *The Economic Journal*, vol. 114 págs. 916–942.

DURNEV, A. Y NAIN, A. (2007): “Does insider trading regulation deter private information trading? International evidence”. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 15, págs. 409–433.

DYMKE, B. Y WALTER, A. (2008): “Insider trading in Germany- do corporate insiders exploit inside information?”. SSRN working paper. December.

EASLEY, D. Y M.O'HARA. (1987): “Price, trade size and information in securities markets”. *Journal of Financial Economics*, vol. 19, págs. 69-90.

EASTERBROOK, F. (1984): “Insider trading as an agency problem. in principals and agents: the structure of business”. Edited by John Pratt and Richard Zechhauser. Cambridge, Mass. Harvard University Press.

EASTERBROOK, F. (1984): “Insider trading, secret agents, evidentiary privileges, and the production of information”. *Supreme Court Review*, vol. 11, págs. 309–65.

EASTERBROOK, F. (1984): “Two agency-cost explanations of dividends”. *The American Economic Review*, vol. 74(4), págs. 650-659.

ECKBO, B., Y SMITH, D. (1998): “The conditional performance of insider trading”. *Journal of Finance*, vol. 53:2, págs. 467-498.

EISENBERG, T., SUNDGREN, S., Y M. T. WELLS. (1998): “Larger board size and decreasing firm value in small firms”. *Journal of Financial Economics*, vol. 48, págs.35-54.

ESTRADA, J. Y PEÑA, J. (2002): “Empirical evidence on the impact of European insider trading regulations”. *Studies in Economics and Finance*, vol. 20, págs. 12–34.

FACCIO, M., Y LANG, L. (2002): “The ultimate ownership of Western European corporations”. *Journal of Financial Economics*, vol. 65, págs. 365-395.

FALEYE, O. (2004): “Are large boards poor monitors? Evidence from CEO Turnover”. EFMA Basel Meetings Paper.

FAMA E. (1980): “Agency Problems and the theory of the firm”. *Journal. Polit. Economy*, vol. 88(2), págs. 288-307.

FAMA, E. F. Y JENSEN, M. C. (1983,a): “Agency Problems and residual claims”. *Journal of Law & Economics*. Vol. 26(2), págs. 327-349.

FAMA, E. F. Y JENSEN, M. C. (1983,a): “Separation of ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, vol.26(2), págs. 301–325.

FAN, J. P. H., TITMAN, S., Y TWITE, G. (2004): “An international comparison of capital structure and debt maturity choices”. Mimeo, Hong Kong University of Science and Technology.

FERNÁNDEZ BLANCO, M. y BAIXAULI SOLER, J. S. (2003): “Motives for Partial Acquisitions between Firms in the Spanish Stock Market”. *European Journal of Finance*, Vol. 9, págs 581-601.

FERNÁNDEZ BLANCO, M. y GARCÍA MARTÍN, C. J. (2000): “La compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español”. *Investigaciones Económicas*, Vol. 24(1), págs.. 237-267.

FERNÁNDEZ, A.; GÓMEZ, S. Y FERNÁNDEZ C. (1998): “El Papel Supervisor del Consejo de Administración sobre la Actuación Gerencial. Evidencia para el caso español”. *Investigaciones Económicas*, Vol. 22, págs. 501-516.

FERRIS, S., JAGANNATHAN, M. Y PRITCHARD, A. C. (2003): “Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments”. *Journal of Finance*, vol. 58, págs. 1087-1111.

FIDRMUC, J. P. AND RENNEBOOG, L. (2002): “Insider trading and corporate control structures: Evidence from the UK.” www.ssrn.com.

FIDRMUC, J., GOERGEN, G., Y RENNEBOOG, R. (2006): “Insider trading, news releases, and ownership concentration”. *The Journal of Finance*, vol. 61, págs. 293 –2973.

FIDRMUC, J., KORCZAK, A. Y KORCZAK, P. (2011): “Why are abnormal returns after insider transactions larger in better investor protection countries?” Available at SSRN: 344042.

FINKELSTEIN, S. Y HAMBRICK, D. C. (1989): “Chief executive Compensation: A study of the intersection of markets and political processes”. *Strategic Management Journal*, vol. 10, págs. 121-134.

FISHMAN, MICHAEL J. Y KATHLEEN M. (1992): “Insider trading and the efficiency of stock prices”. *Rand Journal of Economics*, vol. 23, págs..106-122.

FONSECA, A. Y GONZÁLEZ, F. (2005): “Efecto de las participaciones bancarias sobre la rentabilidad y riesgo de las empresas industriales”. *Revista de Economía Aplicada*, vol. XIII(38), págs. 29 a 63.

FRACASSI, C. (2008): “Corporate finance policies and social networks”. Working paper, University of Texas at Austin.

FRANKS, J. R. Y. MAYER, C. (1997): "Corporate ownership and control in the U.K., Germany, and France, in: Chew, D. H. (ed.), *Studies in international corporate finance and governance systems*". Oxford University Press, págs. 281-296.

FRANKS, J. R. Y. MAYER, C., Y RENNEBOOG, L. (2001): "Who disciplines management in poorly performing companies?" *Journal of Financial Intermediation*, vol.10, págs. 209-248.

FRIEDERICH, S.; GREGORY, A.; MATATKO, J., Y TONKS, I. (2002): "Short-run returns around the trades of corporate insiders on the London Stock Exchange". *European Financial Management*, vol. 8(1), págs. 7-30.

GARFINKEL, J. (1997): "New Evidence on the effects of federal regulations on insider trading: the insider trading and securities fraud enforcement Act (ITSFEA)". *Journal of Corporate Finance*, vol. 3, págs. 89-111.

GARFINKEL, J. Y NIMALENDRAN, M.(2003): "Market structure and trader anonymity: an analysis of insider trading". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38 (3), págs. 591-610.

GEDAJLOVIC, E. Y SHAPIRO, D. (1998): "Management and ownership effects: evidence from five countries". *Strategic Management Journal*, vol. 19(6), págs. 533-555.

GEORGAKOPOULOS, N. (1993): "Insider Trading as a transactional cost: a market microstructure justification and optimization of insider trading regulation". *Connecticut Law Review*, vol. 26, págs 1-51.

GILSON, S. (1990): "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default". *Journal of Financial Economics*, vol. 27, págs. 355-387.

GIVOLY, DAN Y PALMON, DAN (1985): "Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence". *Journal of Business*, vol. 58, págs. 69-87.

GÓMEZ-SALA, J. C. (2001): "Rentabilidad y liquidez alrededor de la fecha de desdoblamiento de las acciones". *Investigaciones Económicas*, vol. 251, págs 171-202.

GOMPERS, P., ISHII, J., METRICK, A. (2003): "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, págs.107-155.

GONZÁLEZ, F. (2001): "El contenido informativo de las participaciones industriales de la banca". *ECONOMÍA INDUSTRIAL*, vol. 341, págs. 25-33.

GORTON, G., Y F. SCHMID. (1996): "Universal banking and the performance of German firms, national bureau of economic research". Working Paper #5453, Cambridge: MA.

GOSHEN, ZOHAR Y GIDEON PARCHOMOVSKY. (2001): "On Insider trading, markets, and 'negative' property rights in information". *Virginia Law Review*, vol. 87, págs. 1229-1277.

- GREGORY, A., MATATKO, J. Y TONKS, I. (1997): “Detecting information from directors, trades: signal definition y variable size effects”. *Journal of Business Finance y Accounting*, Vol. 24(3-4), págs. 309-342.
- GROSSMAN, S. Y HART, O. (1980): “Takeover bids, the free rider problem, and the theory of corporation”. *Bell Journal of Economics*, vol. 11, págs. 42–63.
- GROSSMAN, S. Y HART, O. (1982): “Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. In the Economics of Information and Uncertainty”. Mccall Eds. Chicago: University of Chicago Press.
- GROSSMAN, S. Y HART, O. (1986): “The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration”. *Journal of Political Economy*, vol. 94(4), págs. 691-719.
- HADDOCK, D. Y MACEY, J. (1987): “A coasian model of insider trading”. *Northwestern Law Review*, vol. 80, págs. 1449-1472.
- HAFT, R. (1982): “The effect of insider trading rules on the internal efficiency of the large corporation”. *Michigan Law Review*, vol. (80), págs. 1051-71.
- HAIR, J., ANDERSON, R., TATHAM, R. y BLACK, W. (2008): “Análisis multivariante”. Madrid. Prentice Hall Iberia.
- HARRIS, MILTON, Y ARTUR RAVIV. (2008): “A theory of board control and size”. *Review of Financial Studies*, vol. 21(4), págs. 1797–1832.
- HART, O, Y MOORE, J. (1990): “Property rights and the nature of the firm”. *Journal of Political Economy*, vol. 98(6), págs. :1119-1158.
- HART, O. (1983): “The market mechanism as an incentive scheme”. *Bell Journal of Economics*, vol. 14, págs. 42–64.
- HEIDRICK Y STRUGGLES. (2009): “Boards in turbulent times. corporate governance report”. Hedrick y Struggles International, Inc., Chicago.
- HELLAND, E., Y M. SYKUTA. (2004):” Regulation and the evolution of corporate boards: monitoring, advising, or window dressing?. *Journal of Law & Economics*, vol. XLVII, 167-193.
- HERMALIN, B. (2005): “Trends in corporate governance”. *Journal of Finance*, vol. 50, págs. 2351-2384.
- HERMALIN, B. Y WEISBACH, M. (1991): “The effect of board composition and direct incentives on firm performance”. *Financial Management*, vol. 21(4), págs. 101-112.
- HERMALIN, B. Y WEISBACH, M. (1998): “Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO”. *American Economic Review*, vol. 88(1), págs. 96-118.

HILLIER D. Y MARSHALL A. (1998). "The timing of directors' trades". *Journal of Business Law*, vol. 24, págs. 454-467.

HILLIER D. Y MARSHALL A. (1999): "Ban or not ban? exchange regulation y corporate insider trading". *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, págs. 393-410.

HILLIER D. Y MARSHALL A. (2002): "The market evaluation of information in directors trades". *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29(1) & 29(2), págs. 77-110.

HIMMELBERG, C., HUBBARD, G. Y PALIA, D. (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Journal of Financial Economics*, vol. 53, págs.353-84.

HOCHBERG, Y., LJUNGQVIST, A. Y LU, Y. (2007): "Whom you know matters: venture capital networks and investment performance". *Journal of Finance*, vol. 62(1), págs. 251-301.

HOLDERNESS, CLIFFORD G., RANDALL S. KROSZNER, AND DENNIS P. SHEEHAN. (1999). "Were the good old days that good? changes in managerial stock ownership since the great depression". *Journal of Finance*, vol. 54, págs. 435-69.

HOLDERNESS, CLIFFORD, Y DENNIS SHEEHAN. (1988): "The role of majority shareholders in publicly held corporations". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 317-346.

HOSSAIN, M., PRÉVOST, A.Y RAO, R. (2001): "Corporate governance in New Zealand: the effect of the 1993 companies act on the relation between board composition and firm performance". *Pacific Basin Finance Journal*, vol.9, págs. 119-145

HOWTON, S.W.(2006). "Effect of governance characteristics on the state of the firm after an initial public offering". *Financial Review* vol. 41(3), págs. 419-433.

HU, JIE. Y NOE, TOM.(2001): "insider trading, costly monitoring, and managerial incentives". *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, págs. 679-714.

HUDDART, S. Y KE, B. (2007): "Information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading". *Contemporary Accounting Research*, vol. 24, págs. 195-232.

HUSON, M., PARRINO, R. Y STARKS, L. (2001): "Internal monitoring mechanisms and ceo turnover: a long term perspective". *Journal of Finance*, vol.56, págs. 2265-2297.

HWANG, B. Y KIM, S. (2009): "It pays to have friends". *Journal of Financial Economics*, vol. 93(1), págs. 138-158.

JAFFE, J. (1974a): "Special information and insider trading". *Journal of Business*, vol. 47, págs. 410-428.

JAGOLINZER, A. D. (2009): "SEC Rule 10b5-1 and insider's strategic trade". *Management Science*, vol. 55, págs. 224-239.

- JENG, L. A., METRICK A., Y ZECKHAUSER R. (2003): “Estimating the returns to insider trading: a performance-evaluation perspective”. *Review of Economics and Statics*, vol. 85(2), págs. 453-471.
- JENSEN, M. Y MECKLING, W. (1976): “theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, vol. 3(4), págs. 305-360.
- JENSEN, M. (1986): “agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”. *American Economic Review*, vol. 76(2), págs. 323-329.
- Jensen, M. (1989). “Active Investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy”. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2(1), págs. 35-44.
- JENSEN, M. (1991): “Corporate Control and the Police of Finance”. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2(1), págs. 35-44.
- JENSEN, M. C. (1993): “the modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system”. *Journal of Finance*, vol. 48, págs. 38-880.
- JENSEN, M. Y MURPHY, K. (1990a): “Performance pay and top-management incentives”. *Journal of Political Economy*, vol. 98(2), págs. 225-264.
- JENSEN, M. Y MURPHY, K. (1990b). “CEO incentives – it's not how much you pay but how”. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 3(3), págs. 36-48.
- KANG, J., SHIVDASANI, A., YAMADA, T. (2000): “the effect of bank relations on investment decisions: an investigation of Japanese takeover bids”. *Journal of Finance* vol. 55, págs. 2197- 2218.
- KAPLAN, S. (1994): “Top executives, turnover, and firm performance in Germany”. *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 10, págs. 142-159.
- KAPLAN, S. (1997). “Corporate governance and corporate performance: a comparison of Germany, Japan and the U.S.”. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9(4), págs 86-93.
- KE, B.; HUDDART, S., Y PETRONI, K. (2003): “What insiders know about future earnings and how they use it: evidence from insider trades”. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 353, págs. 315-346.
- KESNER, I.F. Y DALTON D.R. (1986): “Boards of directors and the checks and (im)balances of corporate governance”. *Business Horizons*, vol. 29(5), págs. 17-23.
- KIEL, G. C. Y NICHOLSON, G. J. (2003): “Board composition and corporate performance: how Australian experience informs contrasting theories of corporate governance”. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 11, págs. 189-205.

KLEIN, A. (1998): "Firm performance and board committee structure". *Journal of Law and Economics*, vol. 41, págs. 137-165.

KOR, Y. (2006): "Direct and interaction effects of top management team and board compositions on r & d investment strategy". *Strategic Management Journal*, vol. 27, págs. 1081-1099.

KUHNEN, C. (2007): "Social networks, corporate governance and contracting in the mutual fund industry". *Journal of Finance*, vol. 64(5), págs. 2185-2220.

KUTNER, M., NETER, J., NACHTSHEIM, C. y LI, W. (2005): "Applied Linear Statistical Models". New York. McGraw Hill.

LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1997): "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, vol. 52, págs. 1131-1150

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106(6), págs. 1113-1155.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1999). "Corporate ownership around the World". *Journal of Finance*, vol. 54(2), págs. 471-517.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (2000a): "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, vol. 58(1/2), págs. 3-27.

LAKONISHOK, J., Y LEE, I. (2001): "Are Insider trades informative?". *Review of Financial Studies*, vol. 14(1), págs. 79-111.

LARCKER, D., RICHARDSON, S., SEARY, A. AND TUNA, A. (2005): "Back door links between directors and executive compensation". Working Paper, Stanford University.

LARMOU, S. Y VAFEAS, N. (2010): "The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating". *Performance. Journal of Management and Governance*, vol. 14, págs. 61-85.

LEECH, D. Y LEAHY, J. (1991): "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies". *The Economic Journal*, vol. 101, págs. 1418-1437.

LELAND, H. (1992): "Insider trading: should it be prohibited?". *Journal of Political Economy*, vol. 100, págs. 859-887.

LEÓN, A., Y MORA, J. (1999). "Modelling conditional heteroskedasticity: application to the IBEX 35 stock return index". *Spanish Economic Review* vol. 1(3), págs. 215-238.

LEVINE, R. Y SCHMUKLER, S.L. (2006): "Internationalization and stock market liquidity". *Review of Finance*, vol. 10(1), págs. 153-87.

- LIN, C, MA, Y. Y SU, D. (2009): "Corporate governance and firm efficiency: evidence from China's publicly listed firms". *Managerial and Decision Economics*, vol. 30, págs. 193-209.
- LIN, J. Y HOWE, J.S. (1990): "Insider trading in the OTC market". *Journal of Finance*, vol. 55:4, págs. 1273-1284.
- LIPTON, M., Y LORSCH, J. (1992): "A Modest Proposal for Improved". *Corporate Governance. Business Lawyer*, vol. 48, págs. 59-77.
- MADURA, J. Y WIANT, K. (1995): "Information content of bank insider trading". *Applied Financial Economics*, vol. 5(5), págs. 219-227.
- MANGEL, R. AND H. SINGH, (1993): "Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large U.S. corporations". *Accounting and Business Research*, vol. 23(91A), págs. 339-350.
- MANNE, HENRY G. (1966 a): "insider trading and the stock market. New York, Free Press, 189 ff.
- MANNE, HENRY G. (1966 b): "In Defense of Insider Trading". *Harvard Business Review*, vol. 44, págs. 113-122.
- MANNE, HENRY G. (1967): "Insider trading and the administrative process". *George Washington Law Review*, vol. 35, págs. 473-511.
- MANNE, HENRY G. (2005). "Insider trading: Hayek, virtual markets, and the dog that did not bark". *Journal of Corporation Law*, vol. 31(1), págs. 167-185.
- MANOVE, M. (1989): "The harm from insider trading and informed speculation". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, págs.823-845.
- MAUG, ERNST. (2002): "Insider trading legislation and corporate governance". *European Economic Review*, vol. 46, págs. 1569-1597.
- MAYER, C. Y O. SUSSMAN. (2001): "The Assessment: finance, law, and growth". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17(4), pp. 457-466.
- MCCONNELL, J.J. Y SERVAES, H. (1990): "Additional evidence in equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economic*, vol. 27, págs. 595-612.
- MCCONNELL, J.J. Y SERVAES, H. (1995): "Equity Ownership and the Two Faces of Debt". *Journal of Financial Economics*, vol. 39, págs. 131-157.
- MCEACHERN, W. (1975): "Managerial control and performance". Lexington Books, Lexington, Mass.
- MEHRAN, H. (1995): "executive compensation structure, ownership and firm performance". *Journal of Financial Economics*, vol. 38(2), págs. 163-184.

MIGUEL, A., PINDADO, J. Y. DE LA TORRE, C. (2004): "Ownership structure and firm value: New evidence from Spain". *Strategic Management Journal*, vol. 25(12), págs. 1199–1207.

MIGUEL, A., PINDADO, J., Y TORRE, C. (2003): "How does ownership structure affect firm value? A comparison using different corporate governance systems". Working Paper No. 479322, Social Science Research Network, 2003.

MIRALLES, J. L.; MIRALLES, M. M., Y MIRALLES, J. L. (2007): "Asymmetric variance and spillover effects: Regime shifts in the Spanish stock market". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Elsevier, vol. 18(1), págs. 1-15.

MIZRUCHI, M.S. (1996): "What do interlocks do? an analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates". *Annual Review of Sociology*, vol. 22, págs. 271-298.

MORCK, R., NAKAMURA, M. Y SHIVDASANI, A. (2000): "Banks, ownership structure, and firm value in Japan". *Journal of Business*, vol. 73, págs. 539-567.

MORCK, R; SHLEIFER, A, Y VISHNY, W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 292-315.

NGUYEN, D. (2008): "Does the rolodex matter? Corporate elite's small World and the effectiveness of boards of directors". Working Paper, SSRN-864184.

NUNN, K. P. JR., MADDEN, G. P., AND GOMBOLA, M. J.(1983): "Are some insiders more 'inside' than Others?". *Journal of Portfolio Management*, vol. 9 (3), págs. 18-22.

PADILLA, A. (2002): "Can agency theory justify the regulation of insider trading?". *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 5(1), págs. 3-38).

PALMER, D. (1983): "Broken ties: interlocking directorates and intercorporate coordination". *Administrative Science Quarterly*, vol. 28(1). Págs. 40-55.

PARK, Y.W. Y SHIN, H.H. (2004): "board composition and earnings management in Canada". *Journal of Corporate Finance*, vol. 10(3), págs. 431-457.

PATTON, A. Y BAKER, J. (19987): "Why do directors not rock the boat?". *Harvard Business Review*, vol. 65, págs. 10-12.

PEASNELL, K.V., POPE, P.F. Y. YOUNG, S (2005): "Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?" *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.32(7-8), págs. 1311-1346.

PEDERSEN, T. Y THOMSEN, S. (2003): "Ownership structure and value of the largest European firms: the importance of owner identity". *Journal of Management and Governance*, vol. 7, págs. 27-55.

PENNINGS JM. (1980): "Interlocking directorates". San Francisco: Jossey-Bass.

PFEFFER, J. (1983): "Organizational demography". In *Research in Organizational Behavior*. Edited by B. M. Staw and L. L. Cummings. Greenwich, CT, JAI Press JAI Press: Greenwich, CT, 299-357.

POPE, P.F., MORRIS, R.C. Y PEEL, D.A. (1990): "Insider trading: Some evidence on market efficiency and directors' share dealings in Great Britain". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 17:3, págs. 359-380.

PPERRY, T. Y SHIVDASANI, A. (2005): "Do boards affect performance? Evidence from corporate restructuring". *Journal of Business*, vol. 78(4), págs. 1403-1431.

RAJAN, R. (1992): "Insiders and outsiders: the choice between informed and arms length debt". *Journal of Finance*, vol. 47(4), págs. 1367-1400.

RAJAN, R.G. Y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *The Journal of Finance*, vol. 50, (1421-1460).

RAJAN, R.G. Y ZINGALES, L. (1998): "Financial dependence and Growth". *American Economic Review*, vol. 88, págs. 559-86.

RAVINA, E., Y SAPIENZA, P. (2010): "What do independent directors know? Evidence from their trading". *Review Of Financial Studies*, vol. 23, págs. 962-1003.

RENNEBOOG, L. (2000): "Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange. *Journal of Banking and Finance* 24, 1959-1995.

ROBINS, G., ALEXANDER, M. (2004): "Small worlds among interlocking directors: network structure and distance in bipartite graphs". *Computational and Mathematical Organization Theory*, vol. 10, págs.69-94.

ROGOFF, D.L. (1964): "The Forecasting properties of insiders' transactions". *Journal of Finance*, vol.19, págs. 697-698.

ROMANO, R. (1998): "Empowering investors: a market approach to securities regulation". *Yale Law Journal*, vol. 107(8), págs. 2359-2430.

ROSENSTEIN, S. Y WYATT, J.G. (1990): "Outside directors, board independence, and shareholder wealth". *Journal of Financial Economics*, vol. 26(2), págs. 175-191.

ROSENSTEIN, S. Y WYATT, J.G. (1997): "Inside directors, board effectiveness and shareholder wealth". *Journal of Financial Economics*, vol. 44, págs. 229-250.

ROZANOV, K. (2008): "Corporate governance and insider trading. Working paper. London Business School.

ROZEFF, M. Y ZAMAN, M. (1988): "Market efficiency and insider trading: new evidence". *Journal of Business*, vol. 6(1), págs. 25-44.

RYAN, H. E., WANG, L. Y WIGGINS, R. A. (2009): "Board-of-director monitoring and CEO tenure". Working Paper, Georgia State University, Bentley College.

RYAN, H. Y WIGGINS, R. (2004): "Who is in Whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring, *Journal of Financial Economics*, vol. 73, págs. 497-524.

SABATER, A. M., Y GUTIÉRREZ-HITA, C. (2008): "Risk aversion, wage bargaining, and short term evolution of the Spanish stock market". VI Workshop on Empirical Research in Financial Accounting & II Research Forum of the Spanish Journal of Finance and Accounting. Organizado por AECA y Universidad Carlos III. Colmenarejo.

SALANCIK, G. Y J. PFEFFER (1980): "Effects of ownership and performance on executive succession in us corporations". *Academy of Management Journal*, vol. 23(4), págs. 653-664.

SCHNAKE, M. E., FREDENBERGER, W. B., Y WILLIAMS, R. J. (2005): "The Influence of board characteristics on the frequency of 10-k investigations of firms in the financial services sector". *Journal of Business Strategies*, vol. 22, págs. 101-117.

SCHNAKE, M. Y WILLIAMS, R. (2008): "multiple directorships and corporate misconduct: the moderating influences of board size and outside directors". *Journal of Business Strategies*, vol. 25, págs. 1-13.

SEYHUN, H. N. (1992): "The effectiveness of the insider - trading sanctions". *The Journal of Law y Economics*, vol. 35, págs. 149-182.

SEYHUN, H.N. (1986): "Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency". *Journal of Financial Economics*, vol. 16(2), págs. 189-212.

SEYHUN, H.N. (1988): "The information content of aggregate insider trading". *Journal of Business*, vol. 61(1), págs. 1-24.

SEYHUN, H.N. (1998): "Investment Intelligence from insider trading". MIT Press, Cambridge Mass.

SHIVDASANI, A. (1993): "Board Composition, ownership structure and hostile takeovers". *Journal of Accounting & Economics*, vol. 16(1-3), págs. 167-198.

SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W.(1986): "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*, vol. 94, págs. 461-488.

SHLEIFER, A. Y VISNHY, R. W. (1997): "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, vol. 52, págs. 737-783.

SINGH, H. Y HARIANTO, F. (1989): "Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes". *Academy of Management Journal*, vol. 32(1), págs. 7-24.

SLOVIN, M., SUSHKA, M. Y POLONCHEK, J. (1991): "Restructuring transactions by bank holding companies: The valuation effects of sale-and-leasebacks and divestitures". *Journal of Banking and Finance*, vol. 15:2, págs. 237-255.

STEINER, T. (1996): "A reexamination of the relationship between ownership structure, firm diversification, and Tobin's q". *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 35(4), págs. 39-49.

STIGLITZ, J. E. (1985): "Credit markets and the control of capital". *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 17, págs. 133-152.

STOCKMAN, WASSEUR Y ELSAS (1985), 'The Dutch Network: Types of Interlocks and Network Structure', in *Networks of Corporate Power*, ed. by Stockman, F. N., Ziegler, R. & Scott, J., Polity Press: Glasgow, 112-130.

TAPIA, H. Y SÁNCHEZ, G. (1988): "En torno a la propuesta de directiva sobre operaciones de iniciados". *Noticias CEE*. 113-118.

TEJERINA, F. (2006): "The influence of banks on the corporate governance of non-financial firms (La influencia de las entidades bancarias en el gobierno de las empresas no financieras)". PhD dissertation. Valladolid (Spain): University of Valladolid.

THOMSEN, S. Y PEDERSEN, T. (2000): "Ownership structure and economic performance in the largest European companies". *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 689-705.

VAFEAS, N. (1999): "Board meeting frequency and firm performance". *Journal of Financial Economics*, vol. 53, págs. 113-142.

VAFEAS, N. (2003): "Length of board tenure and outside director independence". *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, págs. 1043-1064.

WARNER, W., WATTS, R. Y WRUCK, K. (1988): "Stock prices and top management changes". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 461-492.

WEINSTEIN, D.E. Y YAFEH, Y. (1998): "On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan", *Journal of Finance*, vol. 53(2), págs. 635-672.

WEISBACH, M. S. (1988): "Outside Directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 431-460.

WEISBACH, M. S. (2007): "Optimal executive compensation versus managerial power". *Journal Economics Literature*, vol. 45, págs. 419-428.

WOLFSON, N. (1987): "Comment: Civil Liberties and regulation of insider trading". In Dorn, James A. and Manne, Henry G. (eds), *Economic Liberties and the Judiciary*, Fairfax, George Mason University Press, 329-334.

YERMACK, D. (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics*, vol. 40, págs. 185-211.

ZAHRA, S.A. Y PEARCE, J.A. (1989): "Board of Directors and corporate financial performance: A review and integrate model". *Journal of Management*, vol. 15(2), págs. 291-334.

