

**UN ESTUDIO EMPÍRICO SOBRE LAS MOTIVACIONES
DE LAS ADQUISICIONES PARCIALES
EN LA BOLSA ESPAÑOLA ***

Matilde O. Fernández y J. Samuel Baixauli**

WP-EC 2001-08

Correspondencia a: Matilde Fernández Blanco Universitat de València. Facultad de Economía, Departamento de Economía Financiera y Matemática, Campus dels Tarongers, s/n, 46022 Valencia, e-mail: Matilde.Fernandez@uv.es.

Editor: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.

Primera Edición Marzo 2001

Depósito Legal: V-1488-2001

Los documentos de trabajo del IVIE ofrecen un avance de los resultados de las investigaciones económicas en curso, con objeto de generar un proceso de discusión previo a su remisión a las revistas científicas.

* Los autores agradecen la ayuda financiera proporcionada por el IVIE y por el proyecto del CICYT PB96-0767. Versiones previas de este trabajo han sido discutidas en el Workshop del IV Foro de Finanzas celebrado en Segovia (julio 2000) y en el 27th Euro-Working Group celebrado en Nueva York (noviembre 2000). Agradecemos los comentarios y sugerencias de S. Menéndez Requejo, A. Karagozoglu y de un evaluador anónimo del IVIE.

** M.O. Fernández y J.S. Baixauli: Universitat de València.

UN ESTUDIO EMPÍRICO SOBRE LAS MOTIVACIONES DE LAS ADQUISICIONES PARCIALES EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Matilde O. Fernández y J. Samuel Baixauli

RESUMEN

Nuestro trabajo analiza las motivaciones de la inversión inter-empresas en el mercado bursátil español a través del estudio de una muestra de tomas de participación significativas comunicadas a la CNMV por empresas que cotizan en el mercado continuo. Analizando el signo de las rentabilidades anormales acumuladas (CAR) y de las correlaciones entre los beneficios que produce la operación, intentamos averiguar que tipo de motivos predominan de entre los tres más importantes que sugiere la literatura para las tomas de control: sinergia, agencia y hubris.

Se presenta evidencia empírica de que en la Bolsa española el motivo principal de una toma de participación es similar al de sinergia, especialmente en las adquisiciones parciales con beneficios totales positivos. No obstante, en las muestras con beneficios totales negativos siempre aparece claramente un motivo principal similar al hubris. En nuestro análisis tenemos en cuenta el tamaño de la inversión y distinguimos entre el primer anuncio y sucesivos.

Nuestros resultados son similares a los obtenidos por otros autores sobre tomas de control en el mercado americano, excepto que en nuestras muestras no aparecen claros los motivos de agencia.

Palabras clave: Adquisición parcial, estudio del suceso, regresión aparentemente no relacionada, simulaciones bootstrap y correlación entre beneficios.

ABSTRACT

This paper analyses the motivations for inter-company investment on the Spanish stock market through the study of a sample of significant acquisitions reported to the CNMV by firms quoted on the continuous market. By analysing the sign of the cumulative abnormal returns (CAR) and of the correlations among the gains produced by the operation, we attempt to find out which motives predominate of the three most important ones suggested by the literature for takeovers: synergy, agency and hubris.

Empirical evidence is presented that in the Spanish stock market the main motive for acquiring a holding is similar to synergy, especially in partial acquisitions with positive total gains. However, in the samples with negative total gains a main motive similar to hubris always appears clearly. In our analysis we take into account the size of the investment and distinguish between the first report and subsequent ones.

Our results are similar to those obtained by other authors for takeovers in the American market, except that in our samples agency motives do not appear clearly.

Keywords: Partial acquisition, event study, seemingly unrelated regression, bootstrap simulations, correlation between gains.

1. INTRODUCCIÓN

El análisis de los motivos por los que las empresas realizan tomas de control es uno de los tópicos financieros sobre los que se han realizado muchos estudios tanto teóricos como empíricos. Normalmente se estudian operaciones como adquisiciones totales, fusiones y OPAs¹ que implican la consecución de un elevado grado de control de la empresa compradora sobre la empresa objetivo, y aún así resulta difícil encontrar conclusiones claras sobre las motivaciones que sean generalizables a distintos mercados.

La literatura financiera considera dos grupos de motivaciones importantes presentes en las tomas de control: Motivos de Sinergia y Motivos de Agencia. El *motivo de sinergia* es debido a que existen habilidades o capacidades de forma que el valor conjunto de las empresas es mayor que por separado. Por el contrario, el *motivo de agencia* tiene su origen en los intereses particulares de los directivos de la empresa compradora quienes, con una función de utilidad diferente a la de los accionistas, tienen incentivos de inversión para aumentar y/o diversificar la cartera de negocios de la empresa sin atender a la maximización de su valor para los accionistas. También se analiza siempre un tercer motivo que puede estar presente denominado *Hubris*, propuesto por Roll (1986), y que se origina como resultado de un error en la valoración de los futuros beneficios del control por parte de los gestores de la empresa compradora.

Entre otros muchos trabajos empíricos destacan los de Malatesta (1983), Roll (1986), Bradley, Desai y Kim (1988), Berkovitch y Narayanan (1993) y Zang (1998), que han investigado los motivos por los que se lleva a cabo una toma de control planteando distintas hipótesis y utilizando metodologías diferentes.

En el mercado español se han realizado muy pocos estudios empíricos sobre las motivaciones en el mercado de control de empresas. A la complejidad del tema propuesto se debe añadir la falta de datos fiables endémica en nuestros mercados. Las empresas españolas suelen realizar diversas operaciones financieras, como reparto de

¹ La OPA (Oferta Pública de Adquisición de Acciones) es el proceso formal de toma de control que se utiliza en España para preservar y garantizar la igualdad de oportunidades a los accionistas minoritarios de la empresa objetivo.

dividendos, ampliaciones de capital e incluso cambios de nominal en fechas próximas a las operaciones de toma de control, además de estar generalizada la inversión indirecta a través de otras empresas del grupo. Por ello, resulta difícil disponer de muestras amplias, depuradas y fiables para aplicar técnicas estadísticas adecuadas.

Los trabajos de Fernández Alvarez y Gómez-Ansón (1999), sobre OPAs y los de Crespí y Gispert (1998) y Fernández Blanco y García Martín (2000) sobre compras de bloques, son una buena muestra de la dificultad de poder presentar conclusiones claras y determinantes en el mercado español de control de empresas.

En este trabajo pretendemos determinar cuáles son los principales motivos de la inversión inter-empresas en el mercado de capitales español, analizando las tomas de participación significativa en el capital de empresas que cotizan en el mercado continuo² y que no impliquen el lanzamiento de una OPA³.

Desde el año 1989, con el desarrollo de la Reforma del Mercado de Valores en España, la CNMV⁴ lleva un Registro público de las comunicaciones sobre participaciones significativas en las empresas que cotizan en la bolsa española. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1 del R.D 377/1991, se deben comunicar a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas en que sus acciones estén admitidas a negociación y a la CNMV, las adquisiciones o transmisiones de acciones de sociedades cotizadas que determinen que 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 porcentajes⁵.

² El mercado bursátil español está constituido por cuatro Bolsas de Valores, que son S.A. dirigidas por sus respectivas Sociedades Rectoras, situadas en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. El sistema de contratación es una subasta tradicional discontinua. Un conjunto de valores importantes de las bolsas cotiza en el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español), que es el mercado electrónico continuo de la Bolsa española. Su estructura es una S.A. cuyos accionistas son las cuatro Bolsas. El sistema de contratación está dirigido por órdenes y es una subasta por ordenador en tiempo real.

³ En la bolsa española es obligatorio el lanzamiento de una OPA cuando la empresa compradora quiere tener más del 25% del capital de la empresa objetivo.

⁴ La CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) es la Stock Exchange Commission en el caso español.

⁵ También están obligados los miembros del Consejo de Administración de las empresas a realizar dichas comunicaciones sobre cualquier transacción sobre sus acciones.

La perspectiva adoptada en este trabajo es considerar que las compras de grandes bloques de acciones, tomas de participación significativa o “toehold”, pueden formar parte de un suceso más amplio de control corporativo. Este control parcial, puede permitir al inversor tener la capacidad de influir en la política de la empresa objetivo, aspecto estudiado por Spencer, Akhigbe y Madura (1998). Es decir, suponemos que la compra de un paquete importante de acciones otorga al inversor una cierta capacidad de decisión sobre la empresa objetivo. Consecuentemente, parece lógico pensar que los motivos de la toma de control parcial no deben diferir de los argumentados para una toma de control total, aunque tanto el grado en el que se manifieste como las posibilidades de detectarlo y medirlo serán inferiores.

Trabajamos con una muestra de inversiones inter-empresas tomada de las comunicaciones de compras significativas de acciones presentadas en la CNMV durante los años 1990-1998, en las que tanto la empresa compradora como la objetivo cotizan en el mercado continuo. Estudiamos solo compras directas por parte de la empresa inversora o compras indirectas que no supongan duplicidad en la comunicación a la CNMV, y que en ningún caso den lugar a un control total sobre la empresa objetivo. También se analizan las inversiones separadamente cuando el comprador es un banco, si el tamaño es pequeño y si se trata ó no de una primera comunicación.

Dado que las participaciones accionariales de los bancos sobre otras empresas les otorgan la condición de acreedores y propietarios y por tanto son agentes mejor informados, se analizan por separado las inversiones efectuadas por bancos. Según Zoido (1998) los bancos con participaciones significativas ejercen sus derechos de control y se convierten en inversores activos. Por ello, la motivación por la que realizan las inversiones podría diferir sustancialmente de la de otras empresas. Además, hay que tener en cuenta la gran importancia que el sector bancario tiene en la bolsa española.

Es lógico suponer, y así se ha detectado en trabajos previos⁶, que tanto el tamaño del bloque comprado como el primer anuncio de la toma de posición de una empresa sobre otra incide directamente en la magnitud de la respuesta del mercado, por lo que

⁶ Ver, por ejemplo, Fernández Blanco y García Martín (2000)

resulta interesante comprobar si también se corresponde con diferencias en los tipos de motivación.

Para hallar evidencia de los motivos de la inversión inter-empresas, cuantificaremos la rentabilidad anormal que genera la comunicación de la inversión para los accionistas de las empresas compradora y objetivo, así como para una hipotética empresa conjunta representativa de ambas. Determinaremos los beneficios derivados del anuncio de la toma de control parcial y su reparto entre los accionistas de la empresa compradora y los de la empresa objetivo, y calcularemos la correlación existente entre los beneficios a través de coeficientes de regresión y simulaciones bootstrap.

La estructura del trabajo es la siguiente: en la Sección 2 analizamos los principales motivos por los que se realiza una inversión inter-empresas y cómo pueden afectar a las ganancias generadas por estas operaciones, estableciendo las hipótesis a contrastar. En la Sección 3 describimos la base de datos con la que se va a trabajar y la metodología empleada. En la Sección 4 se presentan los resultados del análisis empírico realizado. Por último, en la Sección 5 se resumen las conclusiones más importantes.

2. REFERENCIAS Y MARCO TEÓRICO

La rentabilidad anormal ocasionada por el anuncio de una toma de control, está condicionada al motivo por el cual se ha llevado a cabo la inversión. Malatesta (1983), Roll (1986) y Bradley, Desai y Kim (1988) son trabajos en el ámbito de las adquisiciones totales, fusiones y OPAS que estudian la rentabilidad anormal con el fin de establecer los motivos que originan estas operaciones del mercado de control de empresas.

Malatesta (1983) obtiene que en las fusiones existe una rentabilidad anormal positiva para los accionistas de la empresa objetivo, mientras que para las empresas compradoras es negativo. Pone de manifiesto la existencia de evidencia contradictoria acerca de la rentabilidad anormal experimentada por la empresa compradora en una fusión, lo que ha sido confirmado en otros muchos estudios.

Roll (1986) propone que algunas OPAS pueden promoverse por motivos de Hubris. Según esta hipótesis los compradores sobrepagan por las empresas objetivo de forma que los beneficios recibidos por los accionistas de la empresa objetivo son únicamente una transferencia de riqueza de los accionistas de la empresa compradora a los de la objetivo.

Bradley, Desai y Kim (1988) proponen crear carteras con la empresa compradora y la empresa objetivo con el fin de analizar una empresa conjunta y observar la creación de valor y su reparto para contrastar la existencia de sinergia y/o de transferencia de riqueza.

Existen otros autores que también han analizado los motivos de las tomas de control, pero los han determinado a través de las distintas correlaciones entre los beneficios totales y los correspondientes a los accionistas de las empresas compradora y objetivo. El signo de las correlaciones entre los beneficios de la empresa objetivo y los beneficios totales permite establecer el motivo principal por el que se lleva a cabo una toma de control, mientras que el signo de la correlación existente entre los beneficios de la empresa objetivo y los beneficios de la empresa compradora, permite discernir cuando hay varios motivos presentes.

Berkovitch y Narayanan (1993) realizaron un trabajo empírico sobre los motivos por los que las empresas lanzaban una OPA. Obtuvieron evidencia de que el principal motivo era el de sinergia cuando los beneficios totales son positivos y agencia cuando son negativos, aunque siempre coexisten con otros motivos. Zang (1998) determinó cuáles son los motivos por los que un banco lanza una OPA, en este caso el motivo principal también es la sinergia, pero en una submuestra de beneficios totales negativos, predomina el motivo hubris.

Los trabajos realizados en el ámbito de las finanzas corporativas sobre adquisiciones o tomas de control parcial, se centran en el estudio de compras de volúmenes significativos de acciones o “toehold”, operaciones que se encuadran normalmente como parte de un proceso continuado de control corporativo.

Existen varios modelos teóricos⁷ que explican el porqué de una toma de participación significativa en el capital de una empresa, considerándola como un suceso que presagia una toma de control total y que, por otra parte, se puede comportar como un mecanismo disciplinador de control externo al posibilitar la acumulación de un porcentaje elevado de títulos que permitan ejercer el control. La simple amenaza de la posible destitución de los directivos tras una compra podría alinear a los directivos de la empresa objetivo con el comprador. Deberían observarse ganancias extraordinarias para los accionistas de la empresa objetivo en el momento del anuncio de la toma de control parcial, justificada, en el primer caso, por el descuento de los beneficios de la futura OPA, mientras que en el segundo caso, las ganancias extraordinarias estarían justificadas por la mejora en la gestión y la atenuación de los problemas de agencia.

Sin embargo, existen muy pocos trabajos empíricos dirigidos a determinar los motivos de las inversiones ó compras de bloques de acciones por parte de las empresas que puedan suponer una toma de control parcial.

En el mercado español, Crespi y Gispert (1999) observan cambios significativos en el Consejo de Administración después de la compra de un bloque importante de acciones, pero no obtienen evidencia de que exista previamente una “performance” pobre y que los cambios de directivos se produzcan por motivos disciplinarios. También concluyen que la estructura de propiedad de las compañías está muy concentrada, y que la transferencia de grandes volúmenes de acciones se realiza en empresas con bajos índices de concentración que, por término medio, incrementan la propiedad del accionista mayoritario.

Fernández Blanco y García Martín (2000), realizan un análisis exhaustivo de la rentabilidad anormal que produce el anuncio en prensa de la compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español, clasificando los bloques por diferentes características y no encuentran evidencia de que las ganancias extraordinarias se deban a la anticipación de una posterior toma de control explícita ni de que la motivación de la toma de control parcial sea la infravaloración temporal de la empresa objetivo.

⁷ Ver, por ejemplo, Grossman y Hart (1980), Shleifer y Vishny (1986), Hirsleifer y Titman (1990), Chowdhry y Jegadeesh (1994) y Ravid y Spiegel (1999).

Fernández Alvarez y Gómez-Ansón (1999) encuentran una correlación negativa entre la rentabilidad anormal generada por el anuncio de una OPA y el valor de la empresa objetivo el año anterior. Sus resultados no pueden confirmar si los motivos de la toma de control se deben a problemas de agencia o a infravaloración temporal de la empresa objetivo.

En el presente trabajo partimos de la idea de que el control corporativo es un proceso continuo y que una toma de participación significativa en una empresa otorga un cierto grado de control y cierta capacidad de influir en la política de la empresa objetivo, por lo que las motivaciones para adquirir bloques de acciones pueden ser las mismas ó muy parecidas a las apuntadas para el lanzamiento de una OPA.

Aunque existen multitud de razones muy diferentes para llevar a cabo una toma de control, estas suelen agruparse en dos grupos ó tipos de motivaciones⁸ denominadas genéricamente *sinergia* y *agencia* que condicionan tanto la rentabilidad anormal acumulada observada en un entorno del anuncio de la toma de control, como el signo de las correlaciones existentes entre los distintos beneficios generados. En la literatura financiera es también habitual añadir el denominado *motivo hubris*, que por su especificidad produce resultados observables muy diferentes sobre rentabilidades y correlaciones.

Sinergia:

En una toma de control total, la sinergia se produce cuando el valor conjunto de las empresas es mayor que por separado. En nuestro caso, para las tomas de control parcial, como no existe en ningún caso una unión real de los activos de las empresas ni siquiera unos objetivos comunes, denominaremos *motivos análogos a la sinergia* todos aquellos que producen un incremento simultáneo del valor de las dos empresas, que

⁸ El hecho de que las adquisiciones se produzcan por motivos disciplinarios no se ha considerado explícitamente por dos razones. En primer lugar, los efectos sobre rentabilidades y signo de las correlaciones son similares al de los motivos de sinergia, y, en segundo lugar, según la evidencia empírica para el mercado español, no se ha encontrado una relación que sugiera que las compras respondan a mecanismos disciplinarios (Crespí y Gispert, 1999).

podremos medir a través de la hipotética empresa conjunta. Se englobarían así los motivos de inversión que pretenden explotar algún tipo de sinergia, tanto los accionistas de la empresa objetivo como los de la empresa compradora obtendrán los beneficios de dicha sinergia y observaremos que las rentabilidades anormales de ambas empresa son positivas en un entorno del anuncio de la compra. Por otra parte, también observaremos que la hipotética empresa conjunta obtendrá una rentabilidad anormal positiva, indicando claramente que la operación es creadora de valor. Dependiendo de qué empresa experimente una mayor rentabilidad anormal se puede establecer quién se apropia en mayor grado de los beneficios de la sinergia.

Bajo la hipótesis “*Todas las inversiones inter-empresas son realizadas por motivos similares a los de sinergia*” deberíamos observar también una correlación positiva entre los beneficios totales y los de la empresa objetivo, ya que a medida que los beneficios totales son mayores también lo serán los de la empresa objetivo. El interés de realizar una inversión por estos motivos de sinergia es mutuo y los beneficios de los accionistas de la empresa compradora y objetivo estarán positivamente correlacionados.

Agencia:

Derivados de la separación entre propiedad y control surgen los conflictos entre accionistas y gerentes (Jensen y Meckling, 1976). Los accionistas como grupo disperso tienen dificultades para controlar a los gerentes. Los gerentes prefieren inversiones donde sean considerados expertos (Shleifer y Vishny, 1989), desean minimizar el riesgo de insolvencia o quiebra y, para ello, destinan los flujos netos de caja a crear empresas diversificadas, prestando poca atención a los objetivos de creación de valor para sus accionistas. Además, desde el punto de vista del accionista la diversificación realizada por el gerente no es siempre deseada, dado que él puede acudir directamente al mercado para diversificar su cartera.

También en este caso consideramos que existen tomas de participación realizadas por motivos similares a los de agencia. En estas operaciones observaríamos

rentabilidad anormal positiva para la empresa objetivo, deseada por la gerencia, rentabilidad anormal negativa para la empresa compradora, derivada de los costes de agencia, y rentabilidad anormal negativa para la hipotética empresa conjunta por la pérdida neta de valor. El argumento implícito es que, en las operaciones de toma de control parcial realizadas por motivos similares a los de agencia, tanto los accionistas de la empresa objetivo como los gerentes de la empresa compradora sustraerán valor de los accionistas de la empresa compradora.

Bajo la hipótesis “*Todas las inversiones inter-empresas son realizadas por motivos similares a los de agencia*”, los gerentes en la inversión sustraen valor de los accionistas de la empresa compradora, realizando inversiones positivas para sus intereses aunque para los accionistas de la empresa compradora no lo sean. Ese valor sustraído se divide entre los accionistas de la empresa objetivo y el gerente de la empresa compradora, por lo que se propone una correlación negativa entre los beneficios de la empresa objetivo y los totales, así como entre los beneficios de la empresa objetivo y los de la empresa compradora.

Hubris:

Este motivo fue considerado por Roll (1986), y supone básicamente que en una toma de control los gerentes sobrevaloran los beneficios de la sinergia. Por tanto en operaciones donde la sinergia es cero, observaríamos una simple transferencia de riqueza entre los accionistas de la empresa compradora y la objetivo, siendo la rentabilidad anormal de la empresa conjunta cero, al no tratarse de una operación creadora de valor. La rentabilidad anormal positiva obtenida por la empresa objetivo equivale a la rentabilidad anormal negativa obtenida por la compradora. También este tipo de motivos puede darse en el caso de una adquisición parcial, y ser medidos de la misma forma.

Bajo la hipótesis “*Todas las inversiones inter-empresas son realizadas por el motivo similar al Hubris*”, puesto que los beneficios totales de la inversión son nulos, la empresa objetivo experimentará una rentabilidad anormal positiva por el descuento de

los beneficios de una posible futura toma de control total, mientras que los accionistas de la empresa compradora descuentan las futuras pérdidas del pago que realizan a los accionistas de la empresa objetivo, de forma que estas operaciones tan sólo suponen una transferencia de riqueza. Por su parte, no hay ninguna razón para que los beneficios totales estén correlacionados con los obtenidos por la empresa objetivo, mientras que los de esta última deberán estar negativamente correlacionados con los beneficios de la empresa compradora.

Como es lógico, en el mercado están siempre presentes los tres tipos de motivaciones y tanto las rentabilidades anormales acumuladas como las correlaciones observadas dependerán de la proporción de inversiones que respondan a motivos similares a los de agencia, sinergia o hubris. El Cuadro 1 resume los signos de las rentabilidades anormales acumuladas, CAR, que se esperan observar en un entorno del anuncio de la toma de participación si todas las inversiones fueran realizadas por un mismo motivo, así como los signos esperados de las correlaciones entre los distintos beneficios obtenidos.

Cuadro 1: Signo Esperado de las Rentabilidades Anormales Acumuladas y de las Correlaciones entre Beneficios según los Motivos de Inversión.

A) RENTABILIDADES ANORMALES ACUMULADAS ESPERADAS			
MOTIVO	SINERGIA	AGENCIA	HUBRIS
EMPRESA OBJETIVO	CAR>0	CAR>0	CAR>0
EMPRESA COMPRADORA	CAR>0	CAR<0	CAR<0
EMPRESA CONJUNTA	CAR>0	CAR<0	CAR=0

B) CORRELACIÓN ENTRE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS			
MOTIVO	SINERGIA	AGENCIA	HUBRIS
OBJETIVO Y TOTALES	$\rho_{BO/ET}>0$	$\rho_{BO/ET}<0$	$\rho_{BO/ET}=0$
OBJETIVO Y COMPRADORA	$\rho_{BO/ET}>0$	$\rho_{BO/ET}<0$	$\rho_{BO/ET}<0$

Esperamos encontrar que la rentabilidad anormal acumulada de la empresa objetivo será siempre positiva en el mercado⁹, mientras que para la empresa compradora dependerá de la proporción de inversiones realizadas por motivos de sinergia respecto a las hechas por agencia o hubris. La rentabilidad anormal acumulada de la hipotética empresa conjunta se toma como una medida de la existencia en estas operaciones de creación estricta de valor y dependerá de la proporción de inversiones realizadas por motivos de sinergia respecto a las realizadas por agencia.

Los signos de las correlaciones entre los beneficios de la empresa objetivo y los beneficios totales permiten discriminar claramente los motivos de sinergia y agencia, mientras que los signos de la correlación existente entre los beneficios de las dos empresas permiten matizar la existencia de otras motivaciones diferentes a la mayoritaria.

3. DATOS Y METODOLOGÍA

Disponemos de una base de datos formada por todas las comunicaciones de transmisión de participaciones significativas realizadas a la CNMV, desde 1/1/1990 a 31/8/1999, en empresas que cotizan en la bolsa española. También disponemos de información completa sobre las acciones de empresas que cotizan en el mercado continuo español.

Para determinar la división de las ganancias entre las empresas y los principales motivos de la toma de control parcial, necesitamos formar carteras que contengan a las dos empresas compradora y objetivo. Por lo tanto, sólo se tienen en cuenta las comunicaciones cuando ambas empresas cotizan en el mercado continuo.

⁹ En casi todos los trabajos sobre mercado de control de empresas, se obtiene que el anuncio de una toma de control produce un impacto positivo sobre la riqueza de los accionistas de la empresa objetivo, mientras que existen evidencias contradictorias sobre su efecto en la empresa compradora. Fernández Blanco y García Martín (2000), obtienen esas mismas conclusiones para el anuncio de una compra de bloques de acciones en el mercado español.

El periodo estudiado¹⁰ comprende los años 1990 al 1998. En dicho periodo existen en total 4.137 y 1.033 comunicaciones sobre empresas objetivo y compradora respectivamente que han pertenecido alguna vez al mercado continuo. De ellas, sólo 460 comunicaciones cumplen la condición de que ambas empresas coticen o hayan cotizado en el mercado continuo.

Las comunicaciones a la CNMV se refieren tanto al aumento como a la disminución de la propiedad en la empresa objetivo y, a su vez, tanto de forma directa como indirecta. Para el estudio seleccionamos las 242 comunicaciones que implican un incremento en la participación y para eliminar el efecto multiplicador de las comunicaciones eliminamos aquellas que implican un incremento de la propiedad poseída de forma indirecta y que ya se han tenido en cuenta como comunicación directa, quedando reducida la muestra a 195 comunicaciones. También debemos eliminar las 29 comunicaciones realizadas por empresas compradoras con anterioridad o posterioridad a su cotización en el mercado continuo y las 31 comunicaciones presentadas en un momento en el que la empresa objetivo no cotizaba en el mercado continuo. De las 135 comunicaciones restantes sólo hemos utilizado las de empresas compradoras y objetivo que hayan cotizado en el mercado continuo durante el periodo de estimación, quedándonos con 113 comunicaciones.

Para evitar los efectos sobre la rentabilidad anormal de otros sucesos importantes, eliminamos las comunicaciones de empresas que 20 días alrededor de la fecha del suceso hayan sido objeto de otra compra, de una ampliación de capital, pago de dividendos, oferta pública de compra o cambios de nominal, y por último, de las 98 comunicaciones restantes suprimimos las 11 que hacen referencia a una toma de control total. La muestra final queda reducida a 87 tomas de control parcial.

En el Cuadro 2 se recoge la descripción de la muestra con la que se trabaja y de distintas subclasificaciones realizadas.

¹⁰ La elección del periodo de estudio viene condicionada en primer lugar por la no existencia de registros públicos de la CNMV hasta 1989, y en segundo lugar por la creación de un mercado especial para negociar grandes bloques de acciones en el mercado continuo en noviembre de 1998.

Cuadro 2: Descripción de la Muestra de Participaciones Directas Comunicadas a la CNMV de Inversiones Inter-Empresas del Mercado Continuo.

Tipo	Tamaño muestral	Media	Mediana	Desviación
Toda la muestra	87	5,941	4,938	5,329
Empresa Compradora	Tamaño muestral	Media	Mediana	Desviación
Banco	56	5,660	3,795	5,606
No Banco	31	6,448	5,68	4,834
Tamaño bloque	Tamaño muestral	Media	Mediana	Desviación
Mayor al 5%	42	10,147	9,705	4,666
Menor al 5%	45	2,0148	1,69	1,598
Tipo comunicación	Tamaño muestral	Media	Mediana	Desviación
1ª comunicación	51	6,059	4,94	4,975
2ª ó posteriores	36	5,773	4,565	5,862

Las participaciones están expresadas como porcentajes de acciones sobre el capital social total de la empresa objetivo.

Aunque en la muestra que analizamos sólo el 64,36% corresponde a compras realizadas por bancos, las inversiones que hacen los bancos en empresas a través de la bolsa española tienen mucha importancia. La falta de reflejo en nuestra muestra se debe principalmente a que la mayor parte de las tomas de participación de los bancos se realizan en forma de dominio indirecto. Estas participaciones fueron analizadas por Zoido (1999) con el fin de determinar si la presencia de los bancos como propietarios y acreedores al mismo tiempo era beneficioso para la empresa o por si el contrario actuaban usando su posición en la empresa en su propio beneficio. Los resultados obtenidos encuadran a los bancos como inversores activos y que defienden los intereses de los propietarios.

Como se aprecia en el Cuadro 2, la muestra no está demasiado sesgada por tamaños. El 48,27% son compras mayores al 5% del capital de la empresa objetivo, con una media del 10,14%, que no resulta un tamaño excesivamente grande, mientras que las compras inferiores al 5%, con una media del 2,01% tampoco resultan excesivamente pequeñas. Los distintos grupos que se muestran tampoco reflejan diferencias notables en el tamaño medio de las compras.

El 58,62% de los sucesos analizados corresponde a una primera comunicación, mientras que el resto de las comunicaciones corresponde a una segunda o posterior compra de la misma empresa en el periodo analizado.

Aunque pudiera parecer que existe una correspondencia unívoca entre estas dos clasificaciones, esto no es así. Nótese que según la legislación española la primera comunicación y/o las posteriores son independientes del tamaño de la compra, dado que la obligación de comunicar a la CNMV se produce por alcanzar unos umbrales de propiedad y no a consecuencia del tamaño del bloque. Algunas empresas compradoras pueden tener una participación previa que haga que una pequeña compra sea considerada como primera comunicación en el periodo. Por otra parte, dado el tamaño medio de la submuestra de posteriores comunicaciones, es obvio que algunas de ellas son mayores del 5%.

Así pues, trabajamos con una muestra que si bien resulta pequeña en el número de sucesos, presenta la ventaja de su homogeneidad respecto a diversas características: tamaño, tipo de comunicación, no contaminación con otros sucesos, tratarse de tomas de posición directas por parte de las empresas compradoras o indirecta sin duplicidad, sólo tomas de control parcial, etc.

La metodología básica utilizada es la del *event-study* que consiste en el cálculo y análisis de la rentabilidad anormal en un entorno al suceso estudiado. El suceso se refiere al día en que se presentó en la CNMV la comunicación de la compra realizada ó bien al día de su publicación en la prensa económica, si éste fue previo, concretamente en Expansión y/o Cinco Días.

Las rentabilidades diarias son calculadas como el logaritmo del cociente de precios y están corregidas por dividendos y ampliaciones de capital. La rentabilidad anormal acumulada promedio, CAR, la calculamos siempre para una ventana [-5,+5], con un periodo de estimación [-85,+85]. La elección de la ventana del suceso se justifica en que al ser la utilizada en todos los trabajos previos facilitará las

comparaciones, mientras que la ventana de estimación viene condicionada por la metodología elegida¹¹.

Para el cálculo de la rentabilidad anormal, proponemos el modelo de mercado como modelo de generación de rendimientos, a través del coeficiente de regresión¹² de la siguiente ecuación:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \delta_i D_t + \xi_{it}, \quad t = 1, \dots, 171 \quad i = 1, \dots, 87 \quad (1)$$

donde, t representa los 171 días alrededor de la fecha del suceso, $[-85,+85]$, R_{it} es la rentabilidad diaria del título i en el momento t , R_{mt} es la rentabilidad del mercado en el momento t , aproximada por el Índice General de la Bolsa de Madrid y D_t es una variable dummy que toma el valor 1 en los 11 días alrededor del suceso, $[-5,+5]$, y cero el resto de los días del periodo de estimación. El coeficiente δ_i recogerá la rentabilidad anormal acumulada promedio ó CAR de cada empresa i en los once días alrededor del suceso.

Como ocurre en la mayor parte de los estudios sobre compras de bloques, se produce un solapamiento de los sucesos en los periodos de estimación, por lo que se debe tener en cuenta que los residuos, ξ_{it} , no son independientes, sino que se encuentran correlacionados cross-section. Un modelo de regresión apropiado cuando se quiere tener en cuenta la heteroscedasticidad cross-section y la autocorrelación contemporánea de los residuos es el modelo Seemingly Unrelated Regressions (SUR)¹³.

Este modelo propone que la correlación de los residuos contemporáneos son distintos de cero y los no contemporáneos igual a cero.

$$\begin{aligned} E(\xi_{it}) &= 0 \\ E(\xi_{it}^2) &= \sigma_i^2 \\ E(\xi_{it} \xi_{js}) &= \begin{cases} \sigma_{ij} & \text{si } t = s \\ 0 & \text{si } t \neq s \end{cases} \end{aligned} \quad (2)$$

¹¹ Dado que el modelo SUR que empleamos requiere periodos antes y después del suceso, hemos mantenido el mismo periodo de estimación cuando utilizamos el modelo de mercado.

¹² Veasé Binder (1985) para el cálculo de la rentabilidad anormal como coeficiente de la regresión.

¹³ Veasé Theil (1991).

Por ello, en vez de estimar el clásico modelo de mercado para cada suceso, cuando sea posible¹⁴ utilizaremos el sistema de ecuaciones (3), realizando la estimación de los coeficientes por mínimos cuadrados generalizados¹⁵. Esto nos permitirá tener mejores resultados de estimación y realizar contrastes de hipótesis conjuntas teniendo en cuenta las correlaciones temporales y la heteroscedasticidad cross-section.

$$\begin{aligned}
 R_{1t} &= \alpha_1 + \beta_1 R_{mt} + \delta_1 D_t + \xi_{1t} \\
 R_{2t} &= \alpha_2 + \beta_2 R_{mt} + \delta_2 D_t + \xi_{2t} \\
 &\vdots \\
 R_{nt} &= \alpha_n + \beta_n R_{mt} + \delta_n D_t + \xi_{nt}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Posteriormente, contrastaremos las siguientes hipótesis conjuntas, a través del test de Wald¹⁶.

- 1) “la rentabilidad anormal promedio del periodo es cero” $H_0 : \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \delta_i = 0$.
- 2) “todas las rentabilidades anormales son cero” $H_0 : \delta_i = 0 \quad \forall i$.

Además de calcular la rentabilidad anormal acumulada de las empresas compradora y objetivo, nos interesa encontrar una medida de la creación de valor generada por el anuncio o comunicación de la inversión y el reparto de las ganancias entre los accionistas de la empresa objetivo y la compradora. Para ello, siguiendo la propuesta de Bradley, Desai y Kim (1988), se crean carteras que representan conjuntamente a las empresas compradora y objetivo, que denominamos “empresa conjunta”. Aunque la compra de un bloque de acciones no implica la unión de las empresas, utilizamos el artificio de una empresa conjunta ficticia para tener una medida de la revaloración conjunta de las empresas como consecuencia del anuncio de la

¹⁴ Cuando trabajamos con la muestra total de 87 sucesos, no se puede utilizar el sistema de ecuaciones (3) por problemas de sobredimensión, por lo que recurrimos al modelo de mercado (1). Estos mismos problemas aparecen con mayor frecuencia cuando utilizamos un modelo SUR alternativo con variables dummy para cada día de la ventana, por lo que hemos optado por no presentar resultados parciales e incompletos sobre evolución de las rentabilidades anormales, AR, para algunas submuestras.

¹⁵ Zellner (1962) demuestra que la estimación por mínimos cuadrados generalizados será asintóticamente más eficiente que la estimación por mínimos cuadrados ordinarios.

¹⁶ Zellner (1962) y Schipper y Tompson (1983) usan este test para contrastar hipótesis conjuntas en el marco del modelo SUR.

compra, que nos indique la creación de valor derivada de la toma de control parcial y su reparto entre las dos empresas.

Para calcular el CAR de la denominada empresa conjunta, se calcula cada día la rentabilidad de una cartera que es la media ponderada de las acciones de las empresas compradora y objetivo. Las ponderaciones vienen dadas por la capitalización bursátil de cada una de las empresas seis días antes del anuncio de la inversión¹⁷. En el Cuadro 3 se presenta un análisis descriptivo de las capitalizaciones bursátiles de las empresas compradora y objetivo.

Cuadro 3: Resumen Descriptivo de la Capitalización Bursátil.

CAPITALIZACION BURSÁTIL				
TODAS EMPRESAS	Mínimo	Máximo	Media	Mediana
Objetivo	2.930	2.823.109	125.068	39.392
Compradora	17.109	3.076.832	437.925	219.590
COMPRADORA BANCO	Mínimo	Máximo	Media	Mediana
Objetivo	3.062	2.823.109	152.203	35.182
Compradora	50.578	1.787.378	328.898	219.591

Los valores están expresados en millones de pesetas.

Como se observa en el Cuadro 3, en la muestra general el tamaño medio de las empresas compradoras es mucho mayor que el de las objetivo, como ocurre normalmente en este tipo de estudios¹⁸. En el caso de las compras efectuadas por bancos también ocurre así y, en general los bancos tienen una capitalización bursátil mayor que las empresas en las que invierten.

La cuantificación de los beneficios de la inversión inter-empresas en el mercado español los obtenemos multiplicando la rentabilidad anormal acumulada de la empresa i once días alrededor del suceso, CAR_i , por la capitalización de la empresa seis días antes del suceso, W_i . En el caso de las empresas objetivo, W_i es la capitalización bursátil

¹⁷ Dadas las depuraciones realizadas en la elección de la muestra, tenemos la seguridad de que diez días antes del suceso no se han producido cambios en el capital de la empresa.

¹⁸ El valor máximo corresponde a una compra de acciones de Telefónica.

descontando el porcentaje de acciones poseídas por la empresa compradora. Los beneficios totales son simplemente la suma de los calculados para las dos empresas¹⁹.

$$Beneficios_i = W_i \cdot CAR_i \quad (4)$$

El cálculo de las correlaciones entre los beneficios de las empresas objetivo y los beneficios totales, y la existente entre los beneficios de la empresa objetivo y compradora, así como su nivel de significación, se realiza a través de un modelo de regresión lineal simple, con las ecuaciones:

$$BO_i = \alpha + \beta_1 BT_i + \xi_i \quad (5)$$

$$BO_i = \alpha + \beta_2 BC_i + \xi_i \quad (6)$$

donde: BO_i es el beneficio de la empresa objetivo, BC_i son los beneficios de la empresa compradora, BT_i es el beneficio total obtenido como la suma de los beneficios de la empresa objetivo y compradora. Los coeficientes β capturan el signo de las correlaciones entre las variables dependiente e independiente.

Dado que contamos con una muestra reducida de sucesos, se nos pueden presentar problemas por el no cumplimiento de las hipótesis básicas del modelo de regresión y de falta de significación estadística en los resultados. Por este motivo, utilizamos la técnica bootstrap para recalculamos los coeficientes de correlación entre los distintos beneficios con el fin de confirmar los resultados y conclusiones.

El procedimiento de remuestreo bootstrap introducido por Efron (1979) es una alternativa a la técnica de remuestreo Quenouille-Tuckey Jackknife²⁰. Este procedimiento aproxima directamente a través de los datos la distribución de un estadístico de interés. Efron (1979) consideró un amplio número de problemas estadísticos y demostró la viabilidad del método bootstrap. En este trabajo estamos interesados en aplicar el bootstrap a la realización de contrastes de significatividad individual de la correlación existente, por un lado, entre los beneficios totales y los beneficios de la empresa

¹⁹ Aunque esta forma de cálculo pueda resultar discutible, es la empleada por Berkovich y Narayanam (1993) y por Zang (1998), en sus estudios sobre motivaciones de las tomas de control.

²⁰ Ver Miller (1974).

objetivo, y por otro, entre los beneficios de la empresa objetivo y los beneficios de la empresa compradora. Para ello, construiremos intervalos de confianza basados en los percentiles bootstrap con la corrección del sesgo para un nivel de significación dado. El procedimiento bootstrap nos permitirá realizar dichos contrastes sin la necesidad de considerar hipótesis de normalidad de las observaciones. El tipo de bootstrap que más se adecúa a nuestro análisis es el bootstrap no paramétrico o *naïve*, que consiste en remuestrear con reemplazamiento a partir de la función de distribución empírica²¹.

Consideraremos $B = 5000$ replicaciones bootstrap, distintos tamaños muestrales N y un nivel de significación $\alpha=0.1$. Llamamos $(x,y) = ((x_1,y_1),\dots,(x_n,y_n))$ a la muestra original y denotamos por $R=R((x_1,y_1),\dots,(x_n,y_n))$ a la correlación muestral.

Se deben distinguir las siguientes etapas:

- ETAPA 1: Simular con reemplazamiento una muestra aleatoria $z^*=(z_1^*,\dots,z_n^*)= ((x_1,y_1)^*,\dots,(x_n,y_n)^*)$. A dicha muestra se le denomina muestra bootstrap.
- ETAPA 2: Evaluar el estadístico de interés $R=R((x_1,y_1),\dots,(x_n,y_n))$ en la muestra bootstrap y obtener así su versión bootstrap, $R^*=R^*((z_1^*,\dots,z_n^*))$.
- ETAPA 3: Repetir las etapas 1 y 2, B veces y obtener así B valores de R^* ; es decir, $R_b^*=R(x_b^*;F_n)$, $b=1,\dots,B$. De este modo obtenemos la distribución empírica del estadístico R .

A continuación utilizaremos los percentiles de la distribución empírica de R_1^*,\dots,R_B^* para construir intervalos de confianza que nos permitirán concluir la significatividad o no de la correlación muestral en los distintos casos analizados.

Para ello, lo que hacemos es elegir los estadísticos bootstrap que ocupan las posiciones obtenidas con la corrección del sesgo $B_{BC(\alpha/2)}$ y $B_{BC(1-\alpha/2)}$ de manera que el intervalo de confianza construido a partir de los percentiles bootstrap vendrá dado por $[R_{B(\alpha/2)}^*, R_{B(1-\alpha/2)}^*]$.

²¹ Asigna una probabilidad $1/n$ a cada observación.

Si $R = R((x_1, y_1), \dots, (x_n, y_n)) = 0$ pertenece al intervalo $[R_{B(\alpha/2)}^*, R_{B(1-\alpha/2)}^*]$, aceptaremos que la correlación muestral no es significativamente distinta de cero a un nivel de confianza $1-\alpha$, en caso contrario, aceptaremos la significatividad de la correlación muestral.

4. RESULTADOS

4.1. La rentabilidad anormal acumulada media.

En primer lugar, calculamos las rentabilidades anormales acumuladas (CAR) para las empresas compradora, objetivo y conjunta de la muestra total de 87 comunicaciones, para los once días de la ventana $[-5,+5]$ alrededor del suceso, utilizando el modelo de mercado indicado en la ecuación (1). Realizamos los mismos cálculos para las distintas submuestras de comunicaciones de compras de acciones descritas en el cuadro 2, utilizando en este caso el modelo SUR indicado en el sistema de ecuaciones (3).

En segundo lugar, con el CAR de cada una de las empresas, multiplicado por su capitalización bursátil seis días antes del suceso se calculan los beneficios para los accionistas de cada empresa, agrupándose cada empresa objetivo con su compradora para obtener los beneficios totales correspondientes a cada comunicación. A partir de los datos de los beneficios totales de cada suceso independiente, separamos los pares de empresas en dos grupos: las empresas objetivo y compradora que obtienen beneficios totales positivos y los pares de empresas que los tienen negativos.

Tanto en la muestra total como en la muestra en que las empresas compradoras son bancos, separamos las empresas según el signo de los beneficios totales de la operación y se calculan las rentabilidades anormales acumuladas, CAR, en la ventana $[-5,+5]$, utilizando el sistema de ecuaciones (3), de las empresas compradora, objetivo y conjunta para cada uno de los grupos.

En el Cuadro 4 se resumen las rentabilidades anormales acumuladas medias y en el Cuadro 5 los beneficios calculados y sus características, en todos los grupos y subgrupos.

Como ya indicamos, en el Cuadro 5, en los paneles A y B, se muestran los beneficios de todas las empresas y cuando la compradora es un banco, separando las empresas según que los beneficios totales sean positivos o negativos. Se aprecia que para la muestra total los beneficios medios de las inversiones inter-empresas son positivos cuando se tienen en cuenta todas las empresas, mientras que para las compras efectuadas por bancos sólo lo son los beneficios medios que ellos obtienen, siendo negativos, aunque no significativos, los obtenidos tanto por las empresas objetivo como los totales. Cuando subclasificamos para el caso en que los beneficios totales son positivos, los beneficios medios son positivos en todos los casos, y cuando los beneficios totales son negativos, los beneficios medios son negativos en todos los casos.

En los paneles C y D, cuando subclasificamos atendiendo al tamaño de la inversión, observamos que para inversiones superiores al 5% se obtienen beneficios medios positivos en la empresa objetivo y los totales, mientras que en las inversiones inferiores al 5% existen beneficios medios positivos en la empresa compradora y los totales. Por último, si se tiene en cuenta si es una primera inversión existen beneficios medios positivos en todos los casos, mientras que para segundas o posteriores comunicaciones se obtienen beneficios medios negativos. El cálculo de estos beneficios es necesario para determinar la correlación entre ellos, y así, poder establecer el motivo principal por el que se realizan las inversiones.

En el Cuadro 4, es de destacar que en todos los casos se debe rechazar la hipótesis nula de que todas las rentabilidades anormales acumuladas sean cero y que sean positivos y significativamente distintos de cero todos los CARs en los subgrupos de beneficios totales positivos de la operación.

Cuadro 4: Rentabilidad Anormal Acumulada de la Empresa Conjunta y el Reparto de los Beneficios.

A) TODAS (N=87)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor
Objetivo	1.694*	59.77	0.0455
Compradora	0.223	50.57	0.5655
Empresa Conjunta	1.167*	57.47	0.0703

A.1) Beneficios Positivos (N=46)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	3.431*	86.95	0.0003	0.0000
Compradora	3.121*	82.60	0.0002	0.0024
Empresa Conjunta	2.920*	80.43	0.0112	0.0011

A.2) Beneficios Negativos (N=41)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	-0.316	36.58	0.7940	0.0097
Compradora	-3.078*	17.07	0.0000	0.0002
Empresa Conjunta	-0.936	24.39	0.1716	0.0047

B) EMPRESA COMPRADORA BANCO (N=56)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	0.962	51.78	0.3273	0.0009
Compradora	0.362	50	0.6122	0.0000
Empresa Conjunta	0.572	55.35	0.5287	0.0001

B.1) Beneficios Positivos (N=28)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	3.432*	92.85	0.0030	0.0000
Compradora	3.455*	89.28	0.0018	0.0000
Empresa Conjunta	2.197*	78.57	0.0467	0.0000

B.2) Beneficios Negativos (N=28)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	0.035	25	0.5062	0.0194
Compradora	-1.995*	14.28	0.0883	0.0000
Empresa Conjunta	0.840	42.85	0.5176	0.0058

Las rentabilidades anormales acumuladas (CAR) han sido calculadas para una ventana $[-5,+5]$ a través del modelo SUR: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \delta_i D_t + \xi_{it}$, $t = 1, \dots, 171$ $i = 1, \dots, n$ para todas las submuestras, teniendo en cuenta la correlación temporal de los residuos y la heteroscedasticidad cross-section. Los p-valor corresponden a las hipótesis $H_0: \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \delta_i = 0$ y $H_0: \delta_i = 0 \forall i$,

respectivamente. Para la muestra total no se ha tenido en cuenta la correlación temporal debido a que el sistema se sobredimensiona al estar formado por 87 ecuaciones. Por ello, se ha estimado las ecuaciones de forma individual y se ha contrastado la hipótesis

$$H_0: \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \delta_i = 0$$

* significativo a un nivel de confianza del 10%.

Cuadro 4(continuación): Rentabilidad Anormal Acumulada de la Empresa Conjunta y el Reparto de los Beneficios.

C) TAMAÑO DEL BLOQUE

C.1) Tamaño >5% (N=42)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	3.273*	80.95	0.0028	0.0003
Compradora	0.333	64.28	0.4487	0.0000
Empresa Conjunta	1.764*	71.42	0.0209	0.0000

C.2) Tamaño <5% (N=45)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	0.299	37.77	0.7580	0.0157
Compradora	0.071	33.33	0.5584	0.2185
Empresa Conjunta	0.358	42.22	0.7572	0.0567

D) TIPO DE COMUNICACIÓN

D.1) Primera comunicación de inversión (N=51)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	2.809*	66.66	0.0095	0.0000
Compradora	1.080	58.82	0.2069	0.0000
Empresa Conjunta	1.861*	60.78	0.0757	0.0006

D.2) Segunda comunicación o posteriores (N=36)

Empresa	CAR	% Positivos	p-valor	p-valor
Objetivo	0.152	44.44	0.8837	0.0004
Compradora	-0.983	41.66	0.2153	0.0056
Empresa Conjunta	-0.242	50	0.1597	0.0000

Las rentabilidades anormales acumuladas (CAR) han sido calculadas para una ventana $[-5,+5]$ a través del modelo SUR: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \delta_i D_t + \xi_{it}$, $t = 1, \dots, 171$ $i = 1, \dots, n$ para todas las submuestras, teniendo en cuenta la correlación temporal de los residuos y la heteroscedasticidad cross-section. Los p-valor corresponden a las hipótesis $H_0: \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \delta_i = 0$ y $H_0: \delta_i = 0 \quad \forall i$,

respectivamente. Para la muestra total no se ha tenido en cuenta la correlación temporal debido a que el sistema se sobredimensiona al estar formado por 87 ecuaciones. Por ello, se ha estimado las ecuaciones de forma individual y se ha contrastado la hipótesis $H_0: \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \delta_i = 0$.

* significativo a un nivel de confianza del 10%.

Cuadro 5: Los Beneficios de las Tomas de Participación.

A) TODAS LAS EMPRESAS

Muestra	Beneficios	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	t-statistic
Todas N=87	Objetivo	14366	-13823	274	50	0.6335
	Compradora	40762	-29529	724	44	0.6581
	Totales	33035	-26916	999	-226	-0.2060
Beneficios Totales Positivos N=46	Objetivo	12807	-4189	1418	439	3.0708*
	Compradora	40762	-9544	5935	2467	4.1911*
	Totales	33035	-4103	7353	2595	4.2940*
Beneficios Totales Negativos N=41	Objetivo	14366	-13823	-1008	-141	-1.4123
	Compradora	3996	-29529	-5121	-1961	-4.3482*
	Totales	12190	-26916	-6129	-3152	-5.1857*

B) EMPRESA COMPRADORA BANCO

Muestra	Beneficios	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	t-statistic
Todas N=56	Objetivo	14366	-13823	-257	40	-0.4701
	Compradora	32600	-20857	109	40	0.0984
	Totales	32651	-18538	-148	-393	-0.9348
Beneficios Totales Positivos N=28	Objetivo	6972	-4189	635	120	1.9425*
	Compradora	32600	-2314	4896	2887	3.5342*
	Totales	32651	-4103	5531	1089	2.8038*
Beneficios Totales Negativos N=28	Objetivo	14366	-13823	-1150	-86	-1.1558
	Compradora	3996	-20857	-4.676	-2069	-3.8814*
	Totales	12190	-18538	-5826	-4176	-4.3383*

C) TAMAÑO DEL BLOQUE

Muestra	Beneficios	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	t-statistic
Tamaño de la Inversión Mayor 5% N=42	Objetivo	12807	-4189	1234	678	3.0668*
	Compradora	40762	-29529	-278	-52	-0.1429
	Totales	33035	-26916	956	-166	-1.0646
Tamaño de la Inversión Menor 5% N=45	Objetivo	14366	-13823	-621	-259	-0.8532
	Compradora	32600	-16765	1661	151	1.4948
	Totales	32651	-17518	1039	-356	0.7246

D) TIPO DE COMUNICACIÓN

Muestra	Beneficios	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	t-statistic
Primera Comunicación N=51	Objetivo	14366	-12375	851	122	1.9475*
	Compradora	40762	-14368	3144	177	2.4510*
	Totales	32651	-12501	3995	411	1.9631*
Posteriores Comunicaciones N=36	Objetivo	6457	-13823	-542	-48	-0.8767
	Compradora	30044	-29529	-2703	-519	-1.4880
	Totales	33035	-26916	-3245	-2338	-1.6533

Los valores están expresados en millones de pesetas, *, **, *** significativo al 1% , al 5% y al 10%, bajo la hipótesis nula de normalidad.

En la muestra total, los accionistas de las empresas objetivo y la empresa conjunta obtienen rentabilidades positivas y significativas, mientras que para los accionistas de la empresa compradora el CAR es positivo pero no significativamente distinto de cero. Sin embargo, cuando se trata de empresas con beneficios totales positivos, todas las rentabilidades anormales acumuladas son positivas y significativas, mientras que las empresas con beneficios totales negativos, los CARs son todos negativos, aunque solo sean significativos para la empresa compradora.

Cuando la empresa compradora es un banco existe una falta total de significación para los CARs siendo todos ellos positivos. Los CARs son positivos y significativos para todos los accionistas cuando la operación produce beneficios totales positivos, y negativos en las empresas compradoras y positivos para la objetivo y la conjunta para los pares de empresas con beneficios totales negativos, aunque sólo sean significativas las pérdidas del banco comprador.

Cuando clasificamos en función del tamaño de la inversión todos los CARs son positivos independientemente de si la inversión es superior al 5% del capital de la empresa objetivo o no, aunque únicamente son significativos el CAR de la empresa objetivo y la conjunta en las inversiones de mayor tamaño. Por último, cuando clasificamos en función de si es una primera inversión o no, obtenemos que para las primeras comunicaciones los CARs son positivos en los tres grupos, siendo significativos los de las empresas objetivo y conjunta. Mientras que en segundas o posteriores comunicaciones únicamente es positivo el CAR de la empresa objetivo, aunque ninguno sea significativamente distinto de cero.

Los resultados señalan claramente la existencia de motivos principales similares a los de sinergia en las inversiones que producen beneficios totales positivos. Esto es, en el Cuadro 4, los subgrupos A.1 para toda la muestra y B.1 cuando el comprador es un banco. En estos casos parece que los beneficios producidos por el anuncio de la compra se reparten bastante homogéneamente entre los accionistas de las empresas compradora y objetivo.

En los subgrupos de empresas con beneficios totales negativos (A.2 y B.2 del Cuadro 4), las pérdidas anormales significativas para las empresas compradoras apuntan la posible existencia de motivos similares a los de agencia y/o hubris, pero la falta de significación de los CARs de las empresas conjunta y objetivo no permiten confirmarlo.

Los resultados obtenidos para el conjunto de todas las empresas, (A), y en los casos de inversiones que implican una compra de más del 5%, (C.1), y una primera comunicación, (D.1), son muy similares y señalan la posible existencia de motivos de sinergia. La no significatividad de los rendimientos anormales para la empresa compradora podría ser debido a que en la muestra coexisten compras con diferentes motivaciones ya que al contrastar la hipótesis de que todas las rentabilidades anormales son no significativas se rechaza.

Cuando se trata de una inversión de menos del 5%, (C.2), y una segunda o posterior comunicación, (D.2), la falta de significación de los resultados no permiten señalar la existencia de un motivo principal. Esto puede ser debido tanto al carácter informativo que tiene el tamaño del bloque como a que la reacción del mercado será menor para posteriores comunicaciones, cuando ya existe una participación previa de la empresa compradora sobre la objetivo. Fernández Blanco y García Martín (2000), también encuentran rentabilidades anormales mucho menores en estos casos.

4.2. Las correlaciones entre los beneficios de las empresas.

Para el cálculo de los signos y significatividad de las correlaciones entre los beneficios obtenidos por los accionistas de la empresa objetivo, tanto con los beneficios totales como con los beneficios obtenidos por los accionistas de la empresa compradora, estimaremos en primer lugar las ecuaciones (6) y (7), y posteriormente utilizaremos el método de simulación bootstrap. En ambos casos también separamos en dos grupos según que los beneficios totales sean positivos ó negativos, tanto la muestra total como la submuestra en que la empresa compradora es un banco.

Los resultados de las correlaciones calculadas a través del coeficiente de regresión de las ecuaciones (6) y (7) se recogen en el Cuadro 6. En los paneles A y B se aprecia que el comportamiento de los bancos es muy similar al del conjunto de las empresas. En los dos casos, tanto para toda la muestra como para los grupos de beneficios totales positivos, existe una correlación positiva y significativa entre los beneficios de la empresa objetivo y los beneficios totales, β_1 , mientras que la correlación entre la empresa compradora y la objetivo, β_2 , es no significativa. Podemos concluir que el motivo de sinergia es el motivo principal de las inversiones interempresas, sean o no efectuadas por bancos, mientras que la no existencia de una correlación significativa entre la empresa compradora y la objetivo, sigue poniendo de manifiesto la coexistencia de otras motivaciones diferentes.

Cuando analizamos los dos subgrupos con beneficios totales negativos, el coeficiente de la regresión, β_1 , no es significativamente distinto de cero. Al ser los coeficientes β_2 , negativos y significativamente distintos de cero, se apunta la existencia de motivos similares al hubris, tanto para todas las empresas como para los bancos.

En los paneles C y D, también se aprecia la existencia de motivos principales de sinergia en todos los casos, aunque coexistiendo con las otras motivaciones.

En el Cuadro 7, se ha resumido el análisis de los residuos de las regresiones. Tanto el estadístico Jarque-Bera como el de Kolmogorov-Smirnov toman valores que nos llevan a rechazar la normalidad de los términos de error, hipótesis básica del modelo de regresión lineal. Por esta razón calculamos las correlaciones y presentamos experimentos de simulación bootstrap para verificar la significatividad de las correlaciones obtenidas.

Cuadro 6: Resultados de las Correlaciones Calculadas a través del Coeficiente de Regresión Lineal.

A) TODAS LAS EMPRESAS

Muestra	β_1	p-valor	β_2	p-valor
Todas N=87	0.1801* (0.0675)	0.0092	0.0115 (0.0268)	0.6678
Positivos N=46	0.1408* (0.0652)	0.0363	-0.0160 (0.0512)	0.7551
Negativos N=31	0.1860 (0.1565)	0.2419	-0.1801* (0.0555)	0.0024

B) EMPRESACOMPRADORA BANCO

Muestra	β_1	p-valor	β_2	p-valor
Todas N=56	0.2262* (0.1141)	0.0526	0.0053 (0.0425)	0.9009
Positivos N=28	0.3721* (0.1971)	0.0702	0.0153 (0.0355)	0.6694
Negativos N=28	0.1130 (0.0848)	0.1941	-0.2198* (0.1051)	0.0465

C) TAMAÑO DEL BLOQUE

Muestra	β_1	p-valor	β_2	p-valor
Tamaño>5% N=42	0.3289* (0.1083)	0.0041	0.1185 (0.0784)	0.1378
Tamaño<5% N=45	0.0501* (0.0292)	0.0944	-0.0163 (0.0233)	0.4895

D) TIPO DE COMUNICACIÓN

Muestra	β_1	p-valor	β_2	p-valor
1ª inversión N=51	0.2751* (0.1504)	0.0735	-0.0415 (0.0467)	0.3786
2ª o posterior N=36	0.1214* (0.0630)	0.0622	0.0258 (0.0474)	0.5895

β_1 es la correlación entre los beneficios de la empresa objetivo y los beneficios totales y β_2 es la correlación entre los beneficios de la empresa objetivo y los beneficios de la empresa compradora, los valores son calculados a través de las ecuaciones $BO_i = \alpha + \beta_1 BT_i + \xi_i$ y $BO_i = \alpha + \beta_2 BC_i + \xi_i$, respectivamente. Entre paréntesis está el error estándar consistente con Newey-West y el p-valor corresponde a la hipótesis $H_0: \beta=0$.

Cuadro 7: Análisis de los Residuos de las Regresiones.

A) ANALISIS DE LOS RESIDUOS DEL MODELO:

$$BO_i = \alpha + \beta_1 BT_i + \xi_i$$

Empresa	Beneficios Totales	Asimetría	Curtosis	Jarque-Bera	p-valor	Kolmogorov-Smirnov	p-valor
TODAS	Todos	0.3228	6.0449	35.122	0.0000	2.6775	0.0000
	Positivos	1.9923	8.5880	90.282	0.0000	2.2420	0.0000
	Negativos	-0.1198	4.3408	3.1696	0.2049	1.6111	0.0000
COMP. BANCO	Todos	-0.1610	5.5279	15.152	0.0005	1.8702	0.0000
	Positivos	0.6486	4.2074	3.6628	0.1601	1.5254	0.0000
	Negativos	-0.0377	3.0529	0.0099	0.9950	1.7522	0.0000
TAMAÑO BLOQ.	Mayor 5%	1.9913	10.397	123.51	0.0000	1.7533	0.0000
	Menor 5%	0.1471	5.1736	9.0211	0.0109	1.8373	0.0000
TIPO COMUNIC.	Primera	0.4327	6.0919	21.906	0.0000	1.8215	0.0000
	Posteriores	-0.9517	5.4535	14.464	0.0007	1.6756	0.0000

B) ANALISIS DE LOS RESIDUOS DEL MODELO:

$$BO_i = \alpha + \beta_2 BC_i + \xi_i$$

Empresa	Beneficios Totales	Asimetría	Curtosis	Jarque-Bera	p-valor	Kolmogorov-Smirnov	p-valor
TODAS	Todos	0.0508	7.3238	67.809	0.0000	1.9988	0.0000
	Positivos	1.7407	6.8028	50.950	0.0000	2.2378	0.0000
	Negativos	0.1396	7.3913	33.076	0.0000	2.0866	0.0000
COMP. BANCO	Todos	-0.4161	7.5557	50.043	0.0000	2.1669	0.0000
	Positivos	0.8728	4.7175	6.9968	0.0302	1.7630	0.0000
	Negativos	0.2636	5.9977	10.808	0.0044	1.5267	0.0000
TAMAÑO BLOQ.	Mayor 5%	1.9262	10.234	117.56	0.0000	1.8816	0.0000
	Menor 5%	0.2931	5.9429	16.883	0.0002	1.9692	0.0000
TIPO COMUNIC.	Primera	0.5410	6.7158	31.829	0.0000	2.0031	0.0000
	Posteriores	-1.4461	6.3675	29.558	0.0000	1.4637	0.0000

Los resultados del cálculo de las correlaciones entre los beneficios obtenidos por los distintos grupos de accionistas utilizando la técnica de simulación bootstrap se recogen en el Cuadro 8 y en los Gráficos 1 al 3. Aparecen las correlaciones entre los beneficios de las empresas objetivo y los beneficios totales, y las correlaciones entre los beneficios de las empresas objetivo y compradora, que seguimos denominando β_1 y β_2 . Los resultados se presentan divididos en los dos grupos de beneficios totales positivos y negativos, tanto para la muestra total de todas las empresas como para las inversiones realizadas por bancos.

En los Gráficos 1 a 3 se muestran los histogramas de los coeficientes de correlación para las distintas submuestras y casos analizados. El Cuadro 8 recoge la media de las 5000 simulaciones bootstrap para cada caso, así como el error estándar y el intervalo de confianza para el coeficiente de correlación muestral. El valor empírico representa el coeficiente de correlación muestral y su significatividad ha sido establecida observando el intervalo de confianza; se aceptará la hipótesis nula ($\rho=0$) en aquellos casos en los que los intervalos de confianza bootstrap contienen dicha hipótesis.

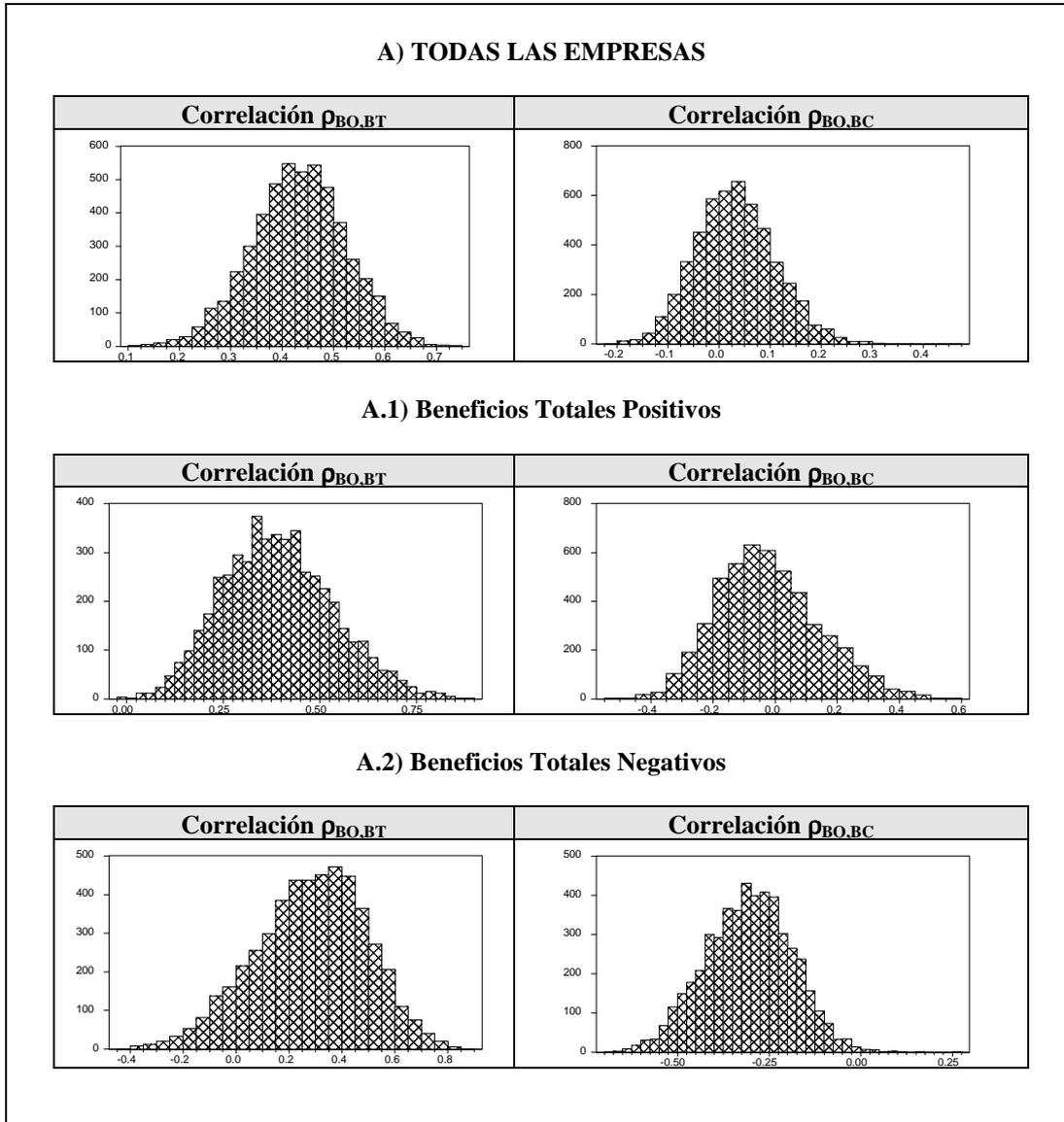
Los resultados obtenidos con esta metodología, confirman y refuerzan los anteriores. Los coeficientes de correlación positivos son mayores y se refuerza la significación en la mayor parte de los casos.

Solamente aparecen cambios en la significación al separar por tamaños, panel C del Cuadro 8. En las compras inferiores al 5% del capital de la empresa objetivo, la falta de significación de las correlaciones no nos permite señalar ahora un motivo principal para estas inversiones. En el caso de tamaños superiores, el signo y la significación de los dos coeficientes de correlación señalan claramente motivos similares a los de sinergia.

4.3. Análisis de los resultados.

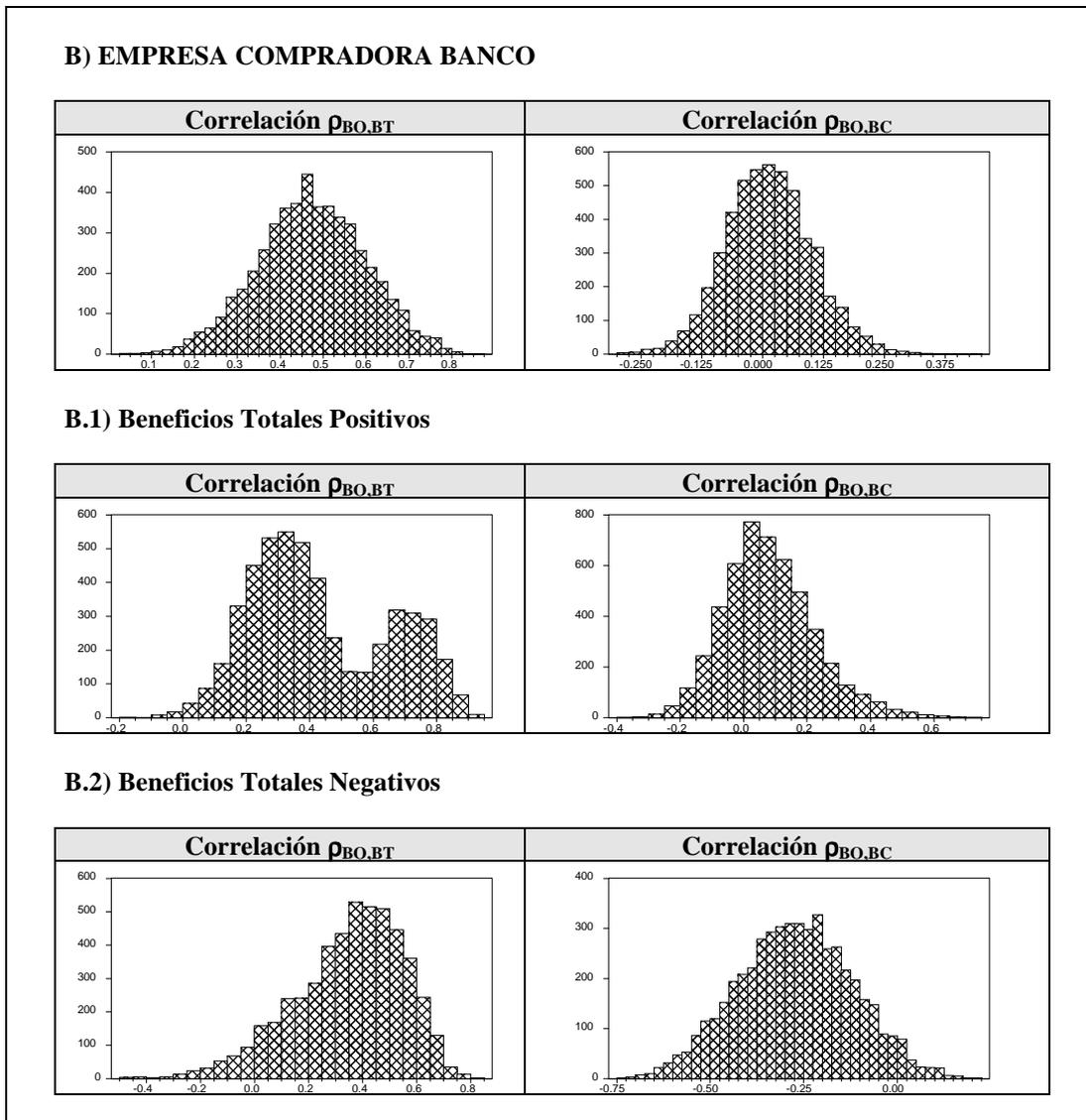
El análisis de los signos de las rentabilidades anormales de acuerdo con el cuadro 1 nos llevaría a concluir la existencia de motivos similares a la sinergia para la muestra total, independientemente del tamaño, y para la submuestra de bancos, así como para las submuestras de beneficios positivos y para la submuestra de primeras comunicaciones. Sin embargo la falta de significatividad de algunos valores nos hacen tomar estos resultados con cautela y compararlos con los signos que presentan las correlaciones entre los beneficios.

Gráfico 1: Distribuciones de Frecuencia del Coeficiente de Correlación para la Totalidad de la Muestra.



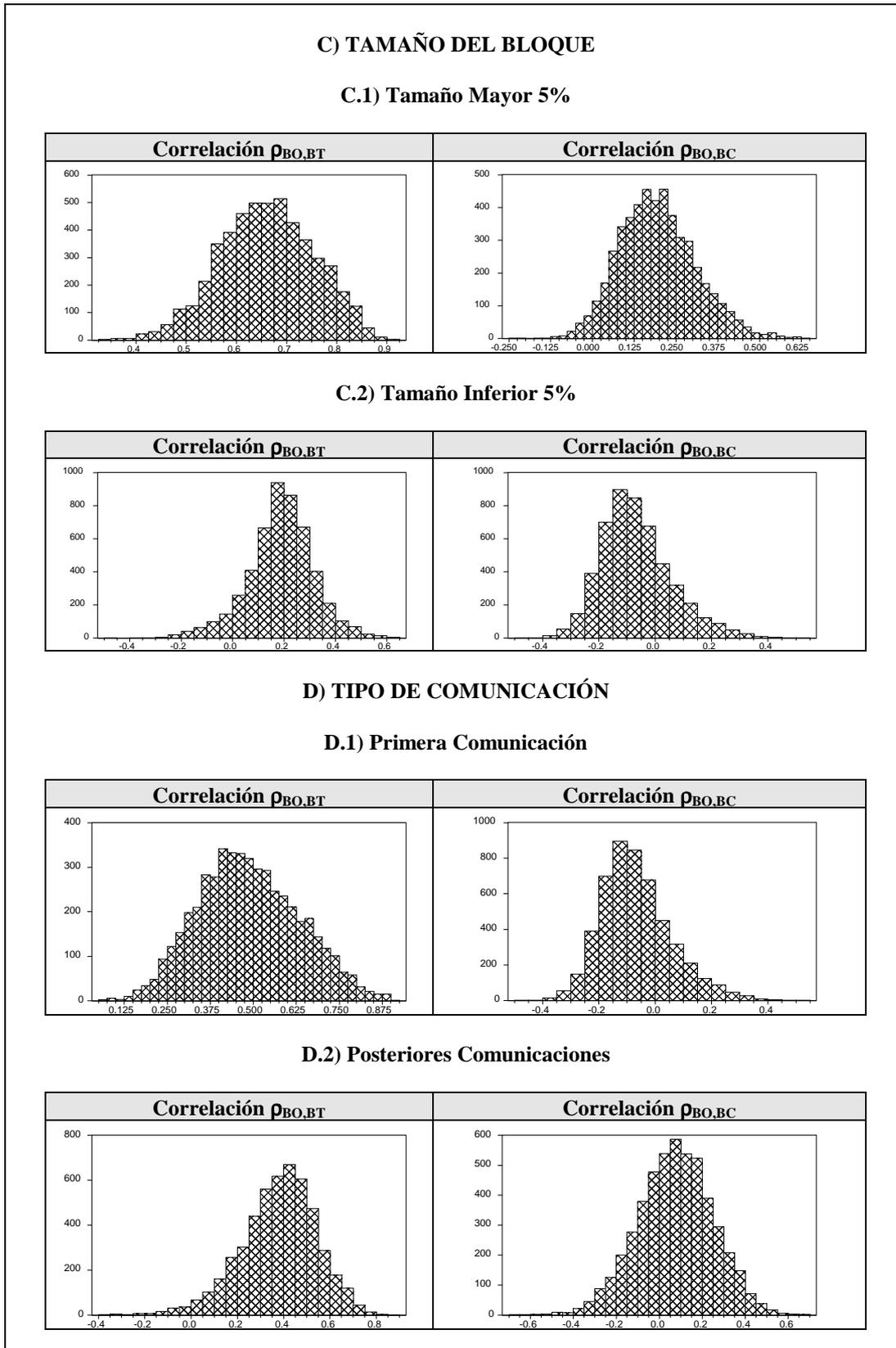
Nota: Los histogramas representan las distribuciones de frecuencia para los coeficientes de correlación $\rho_{BO,BT}$ y $\rho_{BO,BC}$, respectivamente, calculadas a partir de las 5000 correlaciones bootstrap.

Gráfico 2: Distribución de Frecuencia del Coeficiente de Correlación para Empresas Compradoras Bancos.



Nota: Los histogramas representan las distribuciones de frecuencia para los coeficientes de correlación $\rho_{BO,BT}$ y $\rho_{BO,BC}$, respectivamente, calculadas a partir de las 5000 correlaciones bootstrap.

Gráfico 3: Distribuciones de Frecuencia del Coeficiente de Correlación según Tamaño de la Inversión y Tipo de Comunicación.



Nota: Los histogramas representan las distribuciones de frecuencia para los coeficientes de correlación $\rho_{BO,BT}$ y $\rho_{BO,BC}$, respectivamente, calculadas a partir de las 5000 correlaciones bootstrap.

Cuadro 8: Resultados de Correlaciones Calculadas a través de Simulaciones Bootstrap.

A) TODAS LAS EMPRESAS

β_1	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Todas	0.4323	0.0909	0.4266*	[0.2683,0.5720]
Positivas	0.3917	0.1432	0.3595*	[0.1565,0.6148]
Negativas	0.2824	0.2087	0.3079	[-0.0951,0.5929]

β_2	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Todas	0.0327	0.0784	0.0294	[-0.0857,0.1699]
Positivas	-0.0224	0.1656	-0.0493	[-0.2561,0.3009]
Negativas	-0.3063	0.1178	-0.2971*	[-0.5077,-0.1233]

B) EMPRESA COMPRADORA BANCO

β_1	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Todas	0.4736	0.1247	0.4687*	[0.2623,0.6767]
Positivas	0.4304	0.2165	0.3625*	[0.1597,0.8280]
Negativas	0.3491	0.2023	0.3922	[-0.0181,0.6328]

β_2	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Todas	0.0132	0.0889	0.0108	[-0.1237,0.1664]
Positivas	0.0808	0.1430	0.0515	[-0.1423,0.3122]
Negativas	-0.2722	0.1537	-0.2661*	[-0.5236,-0.0126]

C) TAMAÑO DEL BLOQUE

β_1	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Tamaño>5%	0.6610	0.0936	0.6478*	[0.4990,0.8089]
Tamaño<5%	0.1874	0.1283	0.1816	[-0.0752,0.3655]

β_2	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Tamaño>5%	0.1950	0.1142	0.1809*	[0.0173,0.3854]
Tamaño<5%	-0.0677	0.1249	-0.0789	[-0.2260,0.2092]

D) TIPO DE COMUNICACIÓN

β_1	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Primera	0.4861	0.1463	0.4600*	[0.2579,0.7451]
Posteriores	0.3780	0.1631	0.3854*	[0.0834,0.6226]

β_2	Media	Error Estándar	Valor Empírico	Intervalo al 90%
Primera	-0.0677	0.1249	-0.0789	[-0.2260,0.2092]
Posteriores	0.0750	0.1750	0.0759	[-0.2374,0.3463]

Se han realizado 5000 muestras bootstrap para calcular el intervalo de confianza al 90% del coeficiente de correlación y determinar su significatividad. *Media* y *Error Estándar* es la correlación media y el error estándar de las 5000 muestras bootstrap. *Valor Empírico* es el valor de la correlación en la muestra original. *Intervalo al 90%* es el intervalo de confianza calculado a partir de las 5000 correlaciones bootstrap. * significativo al 10%.

El signo de la correlación entre los beneficios de la compradora y la objetivo β_2 es no significativo en muchos casos y no nos permite distinguir las motivaciones claramente ya que según las hipótesis realizadas en el cuadro 1 debería ser positivo o negativo. Si atendemos al signo de la correlación entre los beneficios de la empresa objetivo y los totales, β_1 éste sí que nos permite inferir una motivación principal aunque no única por la falta de significación de β_2 .

Así pues, de forma conjunta teniendo en cuenta los análisis realizados, podemos concluir que los motivos similares a los de sinergia son los predominantes en la muestra total independientemente del tamaño de la compra, en las compras realizadas por los bancos, en las submuestras de beneficios totales positivos y en las que suponen una primera comunicación. En todos estos casos, todos los CARs son positivos y existe correlación positiva y significativa entre los beneficios totales y los de la empresa objetivo. La falta de significación de algunos CARs y del coeficiente β_2 nos alerta de que siempre hay otros motivos secundarios presentes. Concretamente en el análisis por tamaños, para compras muy pequeñas, la falta de significación resta valor al análisis realizado sobre los signos.

Las dos submuestras analizadas de beneficios negativos, señalan la presencia principal de motivos similares al Hubris, aunque la falta de significación de las ganancias anormales obtenidas por los accionistas de la empresa objetivo no nos permiten afirmarlo con total rotundidad.

En la submuestra que se refiere a una segunda o posterior comunicación, aunque a través del signo de los CARs no detectamos ninguna motivación principal, la significación y el signo del coeficiente β_1 nos alerta sobre la existencia de motivos de sinergia.

Berkovitch y Narayanan (1993) y Zang (1998) obtienen resultados parecidos sobre las motivaciones del mercado de control de empresas en Estados Unidos, aunque detectan claramente un motivo principal de agencia en algunas de las submuestras que analizan. La ausencia de motivaciones similares a las de agencia en nuestros resultados se podría explicar por las diferencias existentes entre nuestro mercado y el

estadounidense. En España los mecanismos de control interno predominan sobre los mecanismos disciplinadores externos del mercado de capitales, los mercados son menos líquidos, el accionariado está más concentrado, prácticamente no existen OPAs hostiles, etc.. Es evidente que la estructura accionarial más dispersa en EEUU favorece la aparición de problemas de *free-rider*, la existencia de compras que respondan al interés de los gerentes, justificando que las OPAs hostiles se conviertan en uno de los principales mecanismos de control.

La falta de trabajos previos realizados en España sobre motivaciones en el mercado de control de empresas, nos obliga a señalar la provisionalidad de nuestros resultados, aunque no son contrarios a algunos contrastes directos o indirectos realizados en los estudios de Crespi Cladera y Gispert Pellicer (1998), Fernández Blanco y García Martín (2000) y Fernández Alvarez y Gómez Ansón (1999). Estos autores no encuentran evidencias ni sobre la infravaloración de la empresa objetivo, ni sobre la utilización de las operaciones estudiadas como mecanismos disciplinarios en nuestro mercado.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo se intenta proporcionar evidencia sobre los principales motivos por los que se realizan las inversiones inter-empresas en el mercado de capitales español. Concretamente, intentamos contrastar la hipótesis de que la motivación principal de una toma de control parcial corresponda a uno de los tres tipos similares a los de sinergia, agencia y hubris

Se estudia una muestra de compras de acciones de tamaño medio y pequeño entre pares de empresas, compradora y objetivo, que cotizan en el mercado continuo, seleccionada entre las comunicaciones sobre toma de participaciones significativas presentadas en la CNMV en los años 1990-1998. Son operaciones de adquisición parcial que pueden otorgar un cierto grado de control a la empresa compradora sobre la empresa objetivo, pero en todo caso, inferior al que proporciona una OPA.

Para determinar los motivos por los que se realizan las inversiones se analizan las rentabilidades anormales acumuladas medias en un entorno de la presentación de la comunicación de la compra ante la CNMV. También se estudian las correlaciones entre los beneficios de los accionistas de la empresa objetivo y los beneficios totales de la operación, así como entre los beneficios de los accionistas de las empresas objetivo y compradora. Se analizan las operaciones clasificadas por tamaño de la inversión y según que la comunicación sea una primera inversión o no. También se realiza un estudio individualizado para las compras realizadas por bancos.

Nuestros resultados confirman que son los motivos similares al de sinergia los predominantes en la muestra de inversiones analizada, especialmente en las operaciones que producen beneficios totales positivos. Para las inversiones que proporcionan beneficios totales negativos aparece claramente la existencia de motivos similares al hubris. En el caso de las inversiones realizadas por bancos, los resultados son análogos y parecen predominar las mismas motivaciones.

El tamaño de la compra supone un factor de discriminación: cuando se estudian únicamente inversiones de tamaño medio que suponen compras de más de un 5% del capital de la empresa objetivo, aparece nítidamente el motivo de sinergia, mientras que en inversiones que otorgan menos del 5% del control no existe claridad en cual es el motivo principal de inversión coexistiendo los tres tipos. El hecho de que la inversión sea una primera comunicación al mercado o no, no supone diferencias respecto a la existencia del motivo de sinergia. Cuando se trata de una primera inversión se generan rentabilidades anormales acumuladas muy superiores, positivas y significativas que nos aseguran que ese es el principal motivo, mientras que para posteriores comunicaciones no se revela ninguna prioridad.

Aunque estos resultados son provisionales y no pueden generalizarse a todas las operaciones del mercado de control de empresas español, son similares a los obtenidos por Berkovitch y Narayanan (1993) en su estudio sobre tomas de control en general, y a los de Zang (1998) sobre motivaciones de fusiones y adquisiciones de bancos. Las diferencias provienen de que en el mercado estadounidense aparecen muy claramente los motivos de agencia en algunas submuestras. La ausencia de este tipo de motivación

en nuestros resultados proviene de la especificidad de nuestro mercado de valores y concuerda con los trabajos previos realizados en España sobre el mercado de control de empresas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERKOVITCH, E. y NARAYANAN, M.P. (1993): “Motives for Takeovers: An Empirical Investigation”, *Journal of Financial and Quantitative analysis*, vol. 28, 3, pp. 347-362.
- BINDER, J.J. (1985): “On the Use of the Multivariate Regression Model in Event Studies”, *Journal of Accounting Research*, vol 23, 1, pp 370-383.
- BRADLEY, M. , DESAI, A. y KIM E.H. (1988): “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp. 3-40.
- CHOWDHRY, B. y JEGADEESH, N. (1994): “Pre-tender offer share acquisition strategy in takeovers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, pp. 117-129.
- CRESPI CLADERA, R. y GISPERT PELLICER, C. (1998): “Block Transfers. Implications for the Governance of Spanish Corporations”, III Foro de Segovia, Julio de 1998.
- EFRON, B. (1979): “Bootstrap Methods: Another Look at the Jackknife”, *The Annals of Statistics*, vol. 7, pp. 1-26.
- FERNANDEZ ALVAREZ, A.I. y GOMEZ-ANSON, S., (1999): “Un Estudio de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Valores Español”, *Investigaciones Económicas*, vol. 23, 3, pp.471-495.
- FERNANDEZ BLANCO, M. y GARCIA MARTIN, C.J., (2000), “La Compra de Volúmenes Significativos de Acciones en el Mercado Español”, *Investigaciones Económicas*, vol. 24, 1, pp.237-267.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. (1980): “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of corporation”, *The Bell Journal of Economics*, 11, pp.42-64.
- HIRSHLEIFER, D. y TITMAN, S. (1990): “Share tendering strategies and the success of hostile takeover bids”, *Journal of Political Economy*, 98, pp. 295-324.
- JENSEN, M. C. Y MECKLING, W. H. (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- MALATESTA, P.H. (1983): “The Wealth Effect of Merger Activity and Objective Functions of Merging Firms”, *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 155-181.
- MILLER, R. G. (1974): “The Jackknife-a Review”, *Biometrika*, vol 61, pp.1-17.

- NEWKEY, W.K. Y WEST, K.D. (1987): “A Simple, Positive Semi-Definitive, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix”, *Econometrica*, Vol. 55, pp. 703-708.
- RAVID, R. y SPIEGEL, M. (1999): “Toehold strategies, takeover laws and rival bidders”, *Journal of Banking and Finance*, 23, pp. 1219-1242.
- ROLL, R. (1986): “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business*, vol. 59, pp. 197-216.
- SCHIPPER, K. y THOMPSON R. (1985): “The Impact of Merger-Related Regulations Using Exact Distributions of Test Statistics”, *Journal of Accounting Research*, vol 23, 1, pp 408-415.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. W. (1986): “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-488.
- SPENCER, C., AKHIGBE, A. Y MADURA, J. (1998): “Impact of Partial Control on Policies Enacted by Partial Targets”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 425-445.
- THEIL, H. (1971): *Principles of econometrics*. John Wiley and Sons, Inc. New York.
- ZELLNER, A. (1962): “An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias”, *Journal of the American Statistical Association*, vol. 57, pp. 348-368.
- ZHANG, H (1998): “US Evidence on Bank Takeover Motives: A Note”, *Journal of Business and Accounting*, vol. 25(7)-(8),September/October, pp 1025-1032.
- ZOIDO, M. E. (1998): “Un Estudio de las Participaciones Accionariales de los Bancos en las Empresas Españolas”, *Investigaciones Económicas*, vol. 22(3) pp. 427-467.