Efectos de la regulación bursátil sobre la eficiencia de los mercados de valores. Comparación entre España y Reino Unido.

Esther del Brío, ebrio@usal.es, Universidad de Salamanca
Alberto de Miguel, amiguel@usal.es, Universidad de Salamanca
José Elías Tobar, joselitobar@yahoo.es, Universidad de Salamanca

RESUMEN:

Este trabajo presenta el primer estudio comparado de la literatura financiera sobre la rentabilidad obtenida por los directivos empresariales en sus operaciones con acciones propias en dos mercados de valores caracterizados por marcos legales diferentes: España y Reino Unido. De esta forma comprobamos si las diferencias en el grado de regulación y coerción del denominado "abuso de mercado" producen a su vez diferencias en el grado de eficiencia del mercado. Esto nos permitirá además expresarnos sobre el grado de efectividad de los denominados *close periods* o periodos de censura implantados desde 1977 en Reino Unido y que en España están siendo aplicados de forma voluntaria y muy tímida en el último quinquenio o sobre el mayor rigor en el cumplimiento de los plazos fijados por ley para la comunicación de las operaciones de directivos a las comisiones reguladores de los mercados.

Los resultados evidencian que, en términos de la eficacia reguladora, las mayores restricciones establecidas en el Reino Unido no impiden que los directivos obtengan rentabilidades anormales, detectadas por igual en ambos países, pero sí contribuyen positivamente sobre la transparencia del mercado y la correcta formación de precios al favorecer la forma semi-fuerte de eficiencia.

PALABRAS CLAVES: abuso de mercado, rentabilidades anormales, *close periods*, regulación.

ABSTRACT:

This paper investigates the profitability obtained by corporate insiders in their trading on their own firms' shares in two European stock markets, characterised by different legal environments, such as UK and Spain. It allows us to examine if differences in regulation and enforcement on market abuse drive to differences in market efficiency. It also allows us to calibrate if the usefulness of the so-called "close periods", set in UK stock markets since 1977 and which are being adopted timidly and voluntarily by some Spanish in recent years. We also draw conclusions regarding the enforcement on the deadlines set to insiders to report their transactions.

We uncover that insiders in both countries obtained abnormal returns in their trading, although a higher market reaction is detected in the UK market in the post-event period. In terms of efficacy of insider trading regulation, the tighter regulation of UK markets does not prevent insiders from profiting with their trading, but helps improving market transparency and a rapid and correct asset pricing, thus enhancing semi-strong form market efficiency.

KEY WORDS: market abuse, abrnormal returns, close periods, regulation, UK, Spain.

1. INTRODUCCIÓN.

El estudio de la rentabilidad de las operaciones de los *insiders* corporativos es un tema de enorme relevancia por sus implicaciones científicas (sobre la eficiencia del 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. Desde el punto de vista de la regulación, se observa una aceptación generalizada entre los diferentes Estados de que la regulación del *insider trading* es necesaria. Así Bhattacharya y Daouk (2002) observan un mayor interés del regulador por controlar las operaciones de insiders en la década de los 90, de tal forma que a finales de esa década, 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. Adicionalmente, Bettis, Coles y Lemmon (2000) señalan que en muchos casos el control de las operaciones de los directivos es aún más estrecho gracias a los controles establecidos desde el interior de la propia empresa, como se demuestra en el hecho de que el 92% de las empresas cotizadas estadounidenses cuenten con políticas internas restrictivas del *insider trading* incluidas, por lo general, en sus códigos de buen gobierno.

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, pues mayoritariamente se observa que obtienen rentabilidades superiores a la media del mercado, contraviniendo pues la hipótesis fuerte de eficiencia de los mercados y poniendo en entredicho la eficiencia de la regulación bursátil [Del Brio, Miguel y Perote (2002), Del Brio y Miguel (2008) para España y Lakonishok y Lee (2001), Hillier y Marshall (2002), Friederich, Gregory, Matatko y Tonks (2002), Jeng, Metrick y Zeckhauser (2002), Ke, Hubbard and Petroni (2003), para países como Reino Unido y EE.UU.].

A pesar de que la evidencia en contra del cumplimiento de la hipótesis fuerte de eficiencia en la mayor parte de los países contrastados pone en entredicho la eficacia de estas leyes, 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[1]... , una cierta armonización en relación al espíritu y 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 *London Stock Exchange* (en adelante LSE) 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).

[1] 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.

El presente trabajo trata de discernir cuál es la eficiencia 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, pues, 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 mercado continuo español (en adelante, MC), a fin de conocer las diferencias en términos de rentabilidad anormal que se producen como consecuencia de las diferencias reguladoras.

De esta forma, como principal novedad y aportación de nuestra investigación, realizamos 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 subsumidos en un mismo marco jurídico como es el de la Unión Europea, aún mantienen diferencias significativas.

En el mercado británico, el marco legal que regula el *insider trading* viene dado por la *Financial Services Authotity 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 está recogida en 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 reduciendo el plazo de comunicación a 4 días (5 para los directivos), más en línea con la regulación anglosajona.

Sin embargo, las principales diferencias en materia normativa no se derivan de estas leyes sino de la regulación que a título particular establece la LSE a través del denominado *Model Code.* 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, restringiendo su inversión en acciones de la propia empresa en periodos previos a la comunicación de los anuncios de resultados. Para ello, impone periodos de censura (*close periods*) a los directivos de las empresas cotizadas durante los cuales no pueden negociar con títulos de su propia empresa. Estos periodos de prohibición se extienden hasta los dos meses previos a la publicación de los resultados anuales y resultados semestrales y hasta un mes antes de la publicación de los resultados trimestrales. Por lo que se puede concluir que estos directivos no pueden negociar en valores de su propia empresa durante al menos un periodo total de al menos seis meses al año.

Además los insiders británico deben estar incluídos en una lista elaborada por su propia empresa (Listing Rules, FSA Handbook July 2006, p. 131-2; Disclosure Rules, FSA Handbook, July 2006, p. 13) debiéndose cumplir la obligación de solicitar permiso para negociar cono títulos propios ('clearance to deal') bien al presidente o al directivo designado por la empresa con este fin. La ley confiere hasta cinco días laborales para que el directive emita el permiso y a partir de ahí el directivo tiene dos días hábiles para negociar (Listing Rules, FSA Handbook July 2006, p. 134). Conforme a lo estipulado en el Model Code, un directivo no obtendrá nunca permiso para negociar durante los *close periods* salvo que se justifique que no se posee información

privada relevante y se trate de operaciones de venta realizadas por presiones fiscales o financieras que no se puedan cubrir si no es mediante la venta de títulos. (Listing Rules, FSA Handbook July 2006, p. 134). En el mercado español, sin embargo, los directivos empresariales no tienen este tipo de restricción, salvo que las empresas no marquen voluntariamente, y es difícil conocer la extensión de esta práctica en la empresa española.

Por último y como diferencia básica podemos resaltar que los plazos para comunicar las operaciones de *insiders* en el Reino Unido es a más tardar el quinto día posterior a la real8zación de la operació

Tabla 2
Retornos anormales y retornos anormales estandarizados y test de significación para ambos mercados

El Panel A recoge los resultados del contraste de la hipótesis de retornos anormales asociados a las operaciones de compra distintos de cero en los distintos días del evento seleccionados para el mercado español. El Panel B recoge información similar para el mercado británico. La primera columna de cada panel recoge los distintos días del periodo del evento, la segunda columna los retornos anormales medios calculados a partir del modelo de mercado; en la tercera columna se ofrece el t-test o test de la cartera, la cuarta columna corresponde a los retornos anormales medios estandarizados y la columna 5 al W-test de Dodd y Warner (1983). NT representa el número de operaciones de iniciados cada día de la muestra.

Panel A – España

DÍA	MAR	T	W	NT
-10	-0.31%	-2.47	-1.65	256
-9	-0.23%	-1.98	-1.38	281
-8	-0.02%	-0.15	-0.09	368
-7	-0.17%	-1.88	-1.37	434
-6	0.09%	0.84	0.69	339
-5	0.02%	0.18	0.39	258
-4	-0.09%	-0.73	-0.70	254
-3	-0.17%	-1.37	-0.87	256
-2	-0.20%	-1.72	-1.12	273
-1	0.29%	2.87	0.92	359
0	**0.19%**	**2.14**	**2.61**	**464**
1	0.04%	0.43	-0.59	345
2	0.05%	0.42	0.23	258
3	0.01%	0.11	0.93	255
4	-0.05%	-0.44	-0.57	253
5	-0.01%	-0.05	0.31	265
6	-0.08%	-0.74	-0.24	358
7	0.11%	1.23	1.68	428
8	-0.17%	-1.73	-1.93	350
9	-0.14%	-1.29	-1.00	256
10	-0.01%	-0.09	-0.33	252

Panel B – Reino Unido

DÍA	MAR	T	W	NT
-10	-0.17%	-2.16	-2.03	1,518
-9	-0.32%	-4.23	-5.36	1,682
-8	-0.09%	-1.41	-4.51	2,288
-7	-0.10%	-1.80	-3.98	2,718
-6	-0.12%	-1.94	-2.91	2,195
-5	-0.17%	-2.32	-2.31	1,567
-4	-0.22%	-3.03	-8.62	1,507
-3	-0.43%	-5.76	-13.09	1,567
-2	-0.10%	-1.28	-3.35	1,682
-1	-0.30%	-4.74	-7.58	2,328
0	**0.27%**	**4.81**	**3.25**	**2,909**

1	1.03%	16.41	15.61	2,246
2	0.38%	4.99	6.41	1,587
3	0.51%	6.81	5.58	1,557
4	0.47%	6.40	4.13	1,561
5	0.42%	5.52	3.31	1,642
6	0.35%	5.51	5.88	2,312
7	0.28%	4.85	4.07	2,721
8	0.19%	2.87	2.31	2,195
9	0.26%	3.36	3.04	1,560
10	0.41%	5.40	3.51	1,501

Para el Reino Unido se detectan además retornos anormales negativos y significativos para los días anteriores al día del evento (excepto en el día -1), y positivos y significativos para la fecha del evento y para el resto del periodo de contrastación, resultado que corrobora la evidencia de Friederich, Gregory, Matatko y Tonks (2002) y que de nuevo se explica desde la teoría del comportamiento contrario de las operaciones de insiders (venden antes de que los precios bajen y compran antes de que los precios suban).

En cuanto al análisis de los retornos acumulados, las conclusiones coinciden con el análisis de los retornos anormales medios. La Tabla 5 ofrece los resultados del contraste de significación de los retornos anormales acumulados medios (CAR y SCAR, respectivamente para los estadísticos $t_{_CAR}$ y Z) para distintos intervalos. Para España los SCAR son significativos para los intervalos (-1,+1) y (-1,0) al 1% de significación, resultados que corroboran los retornos anormales estimados para los días considerados individualmente. Para Reino Unido, se detectan SCAR significativos al 1% para todos los intervalos excepto para el (-5,0).

Tabla 3

Test de significación t-test y W-test para intervalos de interés de los retornos anormales medios acumulados

La tabla muestra el estadístico $t_{_CAR}$ de los retornos anormales medios acumulados (CAR) para los intervalos de interés y el estadístico Z de los retornos anormales medios acumulados estandarizados (SCAR).

INTERVALO	**España**		**Reino Unido**	
	t_CAR	**Z**	**t_CAR**	**Z**
(-1,+1)	0,75	2,82	2,00	17,69
(-5,+5)	-1,02	0,97	2,34	11,83
(-5,0)	-0,67	1,17	2,51	-0,60
(0,+5)	-0,92	1,16	1,20	19,66
(-1,0)	-0,16	3,29	3,93	6,25

A pesar de que la obtención de retornos anormales por parte de los *insiders* es evidente en ambos mercados, lo cierto es que 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 en el periodo post-evento. Esto podría estar justificado 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. Esto permitiría una mayor reacción de los *outsiders* británicos frente a los españoles.

Ante esta evidencia podemos concluir que a nivel global, 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 et al., (2002) como para el británico (Friederich, Gregory, Matatko y Tonks, 2002).

4. ANALISIS DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES.

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 caracterizados por diferencias en el marco legal. 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. Para ello hemos seleccionado dos mercados situados en el mismo entorno geográfico, pero caracterizados por dos marcos legales diferentes, como son España y Reino Unido.

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 invertir en 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 en el corto plazo. En este trabajo evidenciamos empíricamente que los *insiders* corporativos tanto de España como de Reino Unido tienen la capacidad de predecir de manera más acertada que el resto de participantes del mercado el desempeño futuro de los valores de su empresa. Esto parece evidenciar su acceso y explotación de información privilegiada y la obtención de rentabilidades anormales en virtud de esta ventaja, lo que 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 contrastes 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 no son totalmente concluyentes, 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 informachón p2ivada. Y esto tanto en España (donde la vigilancia de la aplicación de la regulación parece ser más laxa) como en el Reino Unido.

No obstante, el peculiar comportamiento del mercado británico, que gfrece rentabilidades anormales positivas a lo laRgo de todo el periodo post-evento, parece interpretarse como el refleho de que los inverskres reaccionan ante la noticia de que los *)nsiders* han negociado con acciones propias gracias a que los directivos

comunican puntualmente sus operaciones y la información llega al mercado cuando aún tiene valor, cosa que lo ocurre en el mercado español. Esto implicaría así mismo la llegada de la información privada al mercado gracias a la señal enviada por estas operaciones, ya fuera con objetivos o no de señalizaci³n por parte del *insidep*.

REFERENCIAS

Bettis, C., Coles, J. y Lemm/n, M. (2000): "Corporate Policies Restricting Prading by Insidars" *Journal of Finajce Economics*, Vol. 57, pp. 191-220.

Bhattacharya

U. y Daouk, H. (2002): "The World Price of Insider Trading", *The Journal of Finance*, 57, pp. 75-102

Del Brio, E. (2006): "Mddición del In3ider Tradinf en el Mercado de Valnres Español", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 128, Pp. 115-136.

Del Brio, E., Miguel, A. y Perote(B. (2002): "An invespigation of insider trading profits in the Spanish Stock Market", *The Quartarly Review of Economics and Finance*, 42:1, pp. 73-94,

Dodd, P. and Warner, J. B. (198): "On Borporate Governance. A Study of Proxq Contests", *Jourlal of Financial Economics*. 11, Pp. 001- 438.

Friederich R*, Gregory, A. Matatko, J. y Tonks, Ian (2002): "Short-run Returns aroqnd th% Trades of Corporate In1iders on the London S4ock Exchange", *Eur/pean Financiad Management*, 8:1, pp. 7-30.

Gregory, A., Matatko, J. y Tojks, I., (1997): "Detecting Information from Directors, Tr`des: Signal DefinitiOn y VAriable Size Effects". *Joqrnal of Business Finance y Accounting*, Vol. 24 (3-4), pp. 309-342.

Gregory, A., Matatko, J., Tonks, I. y Purkis, R., (1994): "UK Directors, Trading: The Impact of Dealing in Smaller Firms," *Economic Journal*, Vol. 104, pp 37-53.

Hillier D. y Marshall A. P. (1998): "The Timing of Directors' Trades in the United Kingdom and the Model Code", *The Journal of Business Law*, 31, pp. 454-67.

Hillier D. y Marshall A. P. (1999): "Ban or not Ban? Exchange regulation y Corporate Insider trading" *Journal of Corporate Finance*, 8, pp. 393-410.

Hillier D. y Marshall A. P. (2002): "The Market Evaluation of Information in Directors' Trades", *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1) & 29(2), pp. 77-110.

Hillier, D., Hodgson, A., Stevenson-Clarke, P. and Lhaopardchan, S. (2008):"Accounting Window Dressing and Template Regulation: A Case Study of the Australian Credit Union Industry" *Journal of Business Ethics*, (forthcoming)

Jaffe, J. (1974): "Special information and insider trading", *Journal of Business*, 47, pp. 410-428.

Jeng, L. A., Metrick A., y Zeckhauser R., (2002): "Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective", *Review of Economics and Statics*, 85:2, pp. 453-471.

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*, 35(3), pp. 315–346.

Lakonishok, J. y Lee, I.(2001): "Are Insider Trades Informative?" *The Review of Financial Studies*, 14, pp. 79-91.

Lin, J. y Howe, J.S. (1990): "Insider trading in the OTC market", *Journal of Finance*, 55:4, pp. 1273-1284.

Seyhun, H.N. (1988): "The information content of aggregate insider trading", *Journal of Business*, 61:1, pp. 1-24.