

Alianzas estratégicas en el sector bancario español que cotiza en bolsa

De la diversidad de relaciones que establecen las empresas entre sí, este trabajo analiza las estructuras u organizaciones en red, con el fin de determinar si estos nuevos vínculos entre empresas contribuyen a generar valor para sus accionistas. La metodología de eventos se aplica a una muestra de 467 anuncios de alianzas estratégicas en las que, al menos, participa un banco español cotizado en la Bolsa de Madrid, en el periodo 1996-1999. Los resultados obtenidos nos permiten afirmar, en primer lugar, que las alianzas estratégicas, en media, incrementan el valor del banco. Segundo, que las alianzas que se estructuran con fórmulas que involucran capital crean más valor que aquellas que no lo hacen. Tercero, que si bien los resultados apuntan a que las alianzas nacionales, en media, crean valor, no se encuentra evidencia de que las alianzas internacionales, con independencia de la forma en que se defina la variable internacional, modifiquen significativamente el valor de las acciones del banco anunciante.

Enpresek beren artean ezartzen dituzten bateko edo besteko harremanetatik, lan honetan sareko egitura edo antolakundeak aztertzen dira, zehazteko ea enpresen arteko lotura berri horiek beren akziodunentzako balioa sortzen laguntzen duten. Metodologia hori 467 aliantza-iragarkiko lagin bati aplikatzen zaio, zeinetan, gutxienez, Madrilgo burtsan kotizatutako banku espainiar batek parte hartu duen 1996-1999 epean. Emaizten argitan, esan dezakegu, lehenik eta behin, aliantza estrategikoek, gehienek behintzat, bankuaren balioa handitzen dutela. Bigarrenik, kapitala tarteko duten formulez bidez egituratzen diren aliantzek balio handiagoa sortzen dutela halakorik egiten ez dutenek baino. Hirugarrenik, nahiz eta emaitzek adierazten duten estatu mailako aliantzek, batez beste, balioa sortzen dutela, ez dago frogarik esateko nazioarteko aliantzek, nazioarteko aldagai hori nola zehazten den alde batera utzita, banku iragarlearen akzioen balioa modu nabarmenean handitzen dutela.

Of the variety of relations established between firms, this paper analyses networking structures and organizations in order to determine whether these new links between firms help to create value for their shareholders. Event methodology is applied to a sample of 467 announcements of strategic alliances in which, at least, one of the firms involved was a bank trading on the Madrid Stock Market during 1996-1999. The results obtained show, firstly, that strategic alliances, on average, increase the value of the bank; secondly, that alliances based on formulae involving capital create more value than those alliances that aren't. Thirdly, that although the results suggest that domestic alliances, on average create value, there is no evidence to show that international alliances, regardless of how the international variable is defined, alter the value of the announcing bank's shares.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Cambios en la estructura del sector bancario español
 3. Descripción del método y selección de la muestra
 4. Resultados del análisis
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: creación de valor, alianzas estratégicas, sistema bancario, estudios de acontecimientos, organizaciones en red.

Keywords: value creation, strategic alliances, banking system, event studies, networking organization.

N.º de clasificación JEL: L14, L24, G14, G21, D74.

1. INTRODUCCIÓN

Las nuevas formas de competir en el mercado hacen que hoy en día resulte difícil determinar con claridad los límites de la empresa, esto es, dónde termina una empresa y empieza otra distinta. La necesidad de mayores dimensiones para competir en mercados cada vez más globalizados así como la imposibilidad de que una empresa desarrolle por sí sola todos los recursos y habilidades necesarios para el éxito, conducen a las empresas a establecer diferentes nexos de unión entre ellas para alcanzar dichos objetivos.

La diversidad de relaciones que establecen entre sí las empresas utilizando diferentes tipos de vínculos hace también difícil de-

limitar el concepto de grupo, tanto desde un punto de vista económico como sociológico. Así, la clásica pregunta formulada por Coase en 1937 de ¿por qué existen las empresas?, ha dado paso a otra cuestión paralela más acorde con el entorno competitivo actual: ¿por qué existen las agrupaciones de empresas y qué estructuras adoptan?

En este sentido, Smangs (2006), tratando de catalogar y conceptualizar la compleja variedad de relaciones que pueden establecerse entre las empresas, diferencia entre tres estructuras distintas: a) *business group*; b) *corporate group*; y c) *network forms of organization*.

El *business group* es un conjunto de empresas ligadas entre sí a través de propietarios comunes e intercambios de consejeros. La principal diferencia entre los denominados *business groups* y *corporate groups* es

* Este trabajo ha sido financiado por CICYT-FEDER. Proyecto de Investigación SEJ2005-07341/ECON.

que en los primeros, la coordinación se basa de forma muy importante en lazos sociales, mientras que en los segundos se basa en mecanismos legales.

En lo que respecta a las organizaciones en red (*networks forms of organization*), se trata de un nuevo tipo de estructura organizativa en la que las empresas se vinculan a través de mecanismos diversos que incluyen las *joint ventures*, las franquicias, los consorcios, los contratos de *outsourcing* y las alianzas estratégicas en general, persiguiendo habitualmente objetivos de naturaleza exclusivamente económica.

Es precisamente este último tipo de relaciones el que va a ser objeto de análisis en el presente trabajo y con referencia a un sector específico, el sector bancario español. A través de las alianzas estratégicas o acuerdos de cooperación, cada socio aporta sus habilidades y conocimientos a la relación y a su vez, accede a recursos o competencias específicas de las que carece. Las alianzas estratégicas implican un nivel de compromiso superior a las transacciones de mercado pero, a diferencia de las fusiones o adquisiciones, no suponen una integración de las empresas socias. Se trata, pues, de fórmulas organizacionales muy flexibles que permiten a las empresas socias adaptarse a los cambios del mercado en que operan.

Aunque las alianzas estratégicas entre empresas resultan una práctica muy habitual, determinados sectores y empresas se han mostrado más proclives al uso de la cooperación que otros. En concreto, aquellas empresas que operan en entornos más dinámicos, que se sitúan en sectores de actividad recientemente liberalizados, o cuya competencia está más globalizada han sido especialmente activas en el uso de estas estrategias. El sector bancario, sometido a

un fuerte proceso de cambios, marcados especialmente por la entrada de España en la Unión Europea (en adelante UE), primero, y por su incorporación a la Unión Económica y Monetaria (en adelante UEM), después, reúne estas características y, en este sentido, las estrategias de cooperación a escala nacional e internacional han servido de forma importante a la banca privada para reforzar su posición competitiva ante las nuevas características del entorno.

El objetivo concreto del trabajo es analizar en qué medida las alianzas estratégicas suscritas por los bancos españoles durante el período 1996-1999, en el que la banca tuvo que prepararse para afrontar el reto de la UEM, contribuyeron a generar valor para sus accionistas. Además, dicha generación de valor se pone en relación con dos características relevantes de las alianzas estratégicas: su estructura de gobierno (alianzas en capital *versus* otro tipo de alianzas) y su alcance geográfico (nacional o internacional). La muestra está constituida por 467 anuncios de alianzas estratégicas en las que al menos participó un banco español cotizado en la Bolsa de Madrid.

Con el fin de evaluar el impacto que la formación de estas alianzas ha tenido para los inversores de los bancos participantes, se asume que el mercado de valores es eficiente y, por tanto, a través del estudio de la evolución de la cotización de las acciones del banco implicado, durante un breve período de tiempo en torno a la fecha del anuncio de la alianza, es posible identificar y cuantificar el carácter más o menos beneficioso de la operación para los accionistas. Este método de análisis es conocido como estudio de acontecimientos.

A partir de aquí, el trabajo se estructura como sigue: en el segundo apartado se

describen los principales retos que ha afrontado el sector bancario español en las últimas décadas; en el tercer apartado se presenta el método utilizado y el proceso de construcción de la muestra; los resultados de los análisis realizados se exhiben en el cuarto apartado; finalmente, se presentan las conclusiones del trabajo.

2. CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

La aparición de grandes grupos bancarios españoles, capaces de competir a nivel mundial, es el resultado de una serie de acontecimientos que se han venido produciendo dentro del sector bancario español en las últimas cuatro décadas. Durante estos años, dos han sido las estrategias de crecimiento que más han utilizado las entidades bancarias; por un lado, las estrategias de alianzas y, por otro, las fusiones y adquisiciones. Las alianzas estratégicas se han venido produciendo a lo largo de todo el periodo, si bien con mayor intensidad conforme aumenta la rivalidad competitiva dentro del sector. Sin embargo, en el proceso de consolidación que se lleva a cabo vía fusiones y adquisiciones, se identifican dos momentos claves: el primero, inmediatamente posterior a la integración de España en la UE y, el segundo, simultáneo con el proceso de UEM.

Será a partir de 1974, y con mayor intensidad desde 1987, cuando se ponen en marcha todo un conjunto de medidas encaminadas a liberalizar el sector financiero español¹, que permitirán dotar al sector

bancario de los elevados niveles de competencia que actualmente posee. Para conseguirlo, muchos han sido los cambios a los que se han tenido que enfrentar las entidades bancarias, encaminados, en general todos ellos, a mejorar la asignación de los recursos financieros a través de mecanismos de mercado.

En este nuevo entorno competitivo las entidades bancarias se vieron en la necesidad de crear, mantener o reforzar ventajas competitivas por medio de la especialización (productiva o geográfica) o del tamaño, buscando encontrar la dimensión óptima (Fuentes, 2001).

La entrada de España en la UE vino acompañada de un ciclo económico expansivo que aprovechó el gobierno español para dar un primer impulso a la consolidación del sector bancario español. Por un lado, la amenaza de que bancos extranjeros entraran en el mercado nacional comprando bancos nacionales, llevó al gobierno a apoyar la creación de entidades de tamaño suficiente que pudieran hacer frente a la competencia que se avecinaba, creando la figura de los «campeones nacionales» o «líderes nacionales»; por otro, la crisis bancaria que tuvo lugar en España en la primera mitad de los años ochenta y que dio lugar a algunas cuasi-quebras de pequeños bancos, que pronto se extenderían a bancos de mayor dimensión y que llegaría a afectar a un total de 58 de los 110 existentes², impulsó la necesidad de dotar de más solvencia al sistema.

¹ Se eliminaron las limitaciones legales a la competencia; se liberalizan los tipos de interés, las comisiones bancarias, desaparecen los coeficientes de inversión obligatoria, disminuye el coeficiente de caja; se adopta el modelo de banca universal; se reforman los mercados de valores; etc.

² Vives (2001) justifica la crisis bancaria por el gran impacto de la crisis económica del petróleo, el propio negocio de banca universal de muchos bancos que les unía a empresas industriales, la falta de diversificación de los negocios industriales de los bancos, una inadecuada dirección y una inadecuada supervisión.

La reacción de los bancos españoles ante estas políticas dependió, en buena medida, de las condiciones de partida. Así, las entidades de tamaño mediano más ligadas a su territorio y con una orientación de negocio minorista optaron por estrategias de especialización productiva o territorial expandiéndose al mercado nacional, mientras que las de mayor tamaño optaron por estrategias de tamaño que les permitieran operar a escala nacional e internacional, con un mayor grado de diversificación de negocio. Como fruto de ello, llegó la primera gran fusión en 1988 entre los bancos de Bilbao y de Vizcaya; posteriormente —en 1991— tendría lugar la fusión del Banco Central con el Hispano y en 1994 el Banco de Santander compraría Banesto en subasta pública. Así, en un periodo de aproximadamente cinco años, y como resultado de estas operaciones, se produciría un aumento considerable del tamaño de buena parte de los bancos españoles.

Sin embargo, durante este mismo periodo, no se produjeron importantes fusiones o adquisiciones bancarias entre entidades españolas y bancos extranjeros, sino que, tal y como afirma Sanchis (1996), la fórmula de crecimiento más utilizada por los bancos privados fueron las estrategias de cooperación. Esta tendencia a realizar alianzas se mantiene y refuerza entre grandes bancos mediante alianzas panaeuropeas, como la protagonizada en 1988 por el Banco Santander y Royal Bank of Scotland, que permitió al banco cántabro adquirir el 9,9% del banco británico y a este último adquirir el 3% del Santander, con presencia mutua en sus respectivos consejos de administración.

En los noventa continúa el estrechamiento de los márgenes de intermediación así como el descenso generalizado en el nú-

mero de entidades de depósito europeas, sobre todo, en momentos de profunda recesión económica en los que se impone la necesidad de abordar las reformas estructurales pendientes.

El segundo gran impulso en el proceso de consolidación del Sistema Bancario Español coincidirá con la puesta en marcha en Europa de una moneda y política monetaria únicas. La culminación del proceso de creación de la UEM permitió crear un mercado «nacional» más amplio, la eliminación del riesgo de tipo de cambio en la eurozona, la completa liberalización de los movimientos de capital, la integración de la banca y los mercados financieros, la fijación irrevocable de los tipos de cambio y la constitución de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Todos estos cambios supusieron, al igual que a mediados de los ochenta, que de nuevo algunas entidades optaran por estrategias que les permitieran adquirir un tamaño suficiente para competir en el ámbito europeo, reducir el exceso de capacidad bancaria instalada o incrementar la solvencia del sector (Humphrey y Carbó, 2000), lo que provocó un aumento importante de la concentración del sector bancario en los distintos países europeos a través de numerosas fusiones y adquisiciones nacionales. En España, sería a finales de los noventa, y más concretamente en el año 99, cuando se produjeron los últimos procesos importantes de concentración que han tenido lugar dentro de la industria bancaria española, las fusiones de los Bancos Santander y BCH a principios de 1999, por una parte, y de BBV y Argentaria, a finales de ese mismo año, por otra. Estas dos fusiones, llevadas a cabo entre cuatro de los primeros bancos del país, supusieron la creación del primer y segundo banco más

grande de España, respectivamente, y les permitió situarse entre los 10 bancos primeros de la zona euro.

Pero la UEM no ha culminado con importantes fusiones o adquisiciones entre bancos europeos³, como cabría esperar, sino en alianzas dentro del campo de la gran banca privada (Pérez *et al.*, 2000).

Los bancos españoles, desde la firma del Tratado de Maastricht hasta la puesta en marcha de la moneda única, han estado preocupados por adaptar sus negocios a las exigencias del sector, en un entorno cada vez más competitivo. Para ello no han recurrido de manera sistemática a operaciones de concentración sino que su estrategia de crecimiento la han basado en el desarrollo de alianzas, tanto en las operaciones de balance como para las actividades fuera de balance. Así, durante los años previos a la UEM, en concreto, aquellos que van a ser objeto de estudio en este trabajo, 1996-1999, se constata la formación de alianzas para incrementar el negocio y mejorar la eficiencia de las entidades: entre bancos y compañías de seguros, que da origen a lo que se conoce como *bancassurance*; con empresas de alta tecnología para la apertura de nuevos canales de distribución; con empresas de sectores como la energía o telecomunicaciones para acceder a nuevas oportunidades de negocio; para subcontratar aspectos no estratégicos del negocio; para desarrollar productos y servicios financieros a medida; para mejorar la gestión bancaria, etc.

Por lo que los cambios que se han producido en la industria bancaria desde la en-

trada de España en la UE y posteriormente en la UEM, no han desencadenado, mayoritariamente, procesos de fusión sino que han llevado a los bancos españoles a formar alianzas, tanto con otros bancos, nacionales o no, como con empresas pertenecientes a su cadena de valor o de aquellos sectores en los que desea entrar.

3. DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

3.1. Método

El método aplicado en este trabajo es la conocida por *event study* o técnica de estudio de acontecimientos. Esta técnica ha sido ampliamente utilizada en campos diversos como las finanzas, estrategia, contabilidad, marketing, etc, para medir el impacto que la aparición en el mercado de nueva información sobre un determinado evento tiene sobre el valor de las empresas afectadas.

Los estudios de acontecimientos o *event studies* se basan en un supuesto de comportamiento racional de los mercados de capitales o, en otros términos, de eficiencia informacional de los mismos. La cotización de las acciones de una empresa refleja fielmente las expectativas de los inversores sobre su eficiencia y rentabilidad a largo plazo. Cualquier información pública que afecte al valor de la empresa será incorporada inmediatamente al precio de los títulos por el mercado. Por tanto, a través del análisis de la evolución del rendimiento de las acciones de las empresas afectadas en un breve período en torno a la fecha del anuncio de un evento y, mediante un adecuado aislamiento de otros factores, puede medirse la influencia del evento en cuestión sobre el valor de estas empresas. Así, hemos estimado el rendimiento anormal de un título i

³ Las fusiones y adquisiciones internacionales en la industria bancaria europea a menudo se han llevado a cabo con bancos de fuera de la zona euro (véase América Latina y Sudeste Asiático).

en un día t como la diferencia entre su rendimiento observado y su rendimiento normal o esperado en el supuesto de que el evento (anuncio de la alianza estratégica) no se hubiese producido. De esta forma se pretende aislar la parte del rendimiento observado debida exclusivamente al anuncio del evento. Analíticamente, la expresión de cálculo del rendimiento anormal es:

$$AR_{it} = R_{it} - \tilde{R}_{it}$$

AR_{it} es el rendimiento anormal del título i en el día t .

R_{it} es el rendimiento observado del título i en el día t , corregido por dividendos, ampliaciones y *splits*.

$\tilde{R}_{it}$ es el rendimiento esperado del título i en el día t .

El rendimiento esperado del título i en el día t^4 se ha obtenido a través del modelo de mercado, el cual establece una relación lineal entre el rendimiento de cada título y el rendimiento del mercado (Sharpe, 1964).

$$\tilde{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i \tilde{R}_{mt}$$

donde,

$\tilde{R}_{it}$ = Variable aleatoria que representa el rendimiento que ofrecerá el título i en el día t .

α_i = Parámetro que recoge la parte del rendimiento del título i no debida a variaciones del mercado.

β_i = Parámetro que recoge el riesgo sistemático, no diversificable, o de mercado del título i .

⁴ Aunque por simplicidad hablamos de títulos, en realidad estamos considerando por título i aquél que realiza el anuncio i , con independencia de que sea un banco u otro. Es decir, el subíndice i no hace referencia a un banco concreto (banco i) sino a un anuncio concreto (anuncio i), dado que ésta es nuestra unidad de análisis. Por tanto, $i=1,2,3,\dots,467$.

$\tilde{R}_{mt}$ = Rendimiento del mercado en el día t , calculado en nuestro caso, a partir de la variación en el IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid).

La estimación de los parámetros característicos del título i en el modelo de mercado se ha llevado a cabo considerando un intervalo de 180 días que comienza 200 días antes de la fecha en la que aparece en prensa la noticia relativa a la formación de la alianza. Así, llamando $t = 0$ a la fecha del anuncio, los parámetros del modelo de mercado han sido estimados utilizando el intervalo temporal $(-200, -21)$. Este período de estimación termina 20 días antes del suceso con el fin de excluir posibles rentabilidades anormales previas al anuncio del mismo. Una vez obtenidos los rendimientos anormales, éstos han sido agregados en dos dimensiones, entre títulos y a lo largo de varios días.

Así, el rendimiento anormal medio en un día t (AAR_t) se obtiene como promedio de los rendimientos anormales obtenidos por los distintos títulos en dicho día.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Las rentabilidades anormales promedio acumuladas para distintos intervalos de tiempo (t_1, t_2) , las denotamos como $CAAR(t_1, t_2)$. Una cuestión importante en la aplicación del método de eventos es la elección del periodo en el que se acumulan los rendimientos anormales promedio. Este periodo se denomina ventana del suceso y en numerosos trabajos comprende el intervalo $(-1, 0)$, es decir, el día del anuncio y el anterior. Adoptando una posición un poco más conservadora que permita la posibilidad tanto de un cierto adelanto como retraso en la respuesta del mercado y, teniendo

en cuenta además, que no siempre es fácil la identificación exacta de la fecha del anuncio, los rendimientos anormales medios se han acumulado en ventanas de diferente amplitud (t_1 , t_2). Para analizar la significatividad estadística de la información proporcionada por los AAR_t y los $CAAR(t_1, t_2)$, hemos utilizado el test de Brown y Warner (1985). Además, y con el fin de reducir la influencia de los *outliers* de la muestra, se indica el porcentaje de valores positivos existentes y si dicho porcentaje es significativamente diferente del 50% (test de la mediana).

3.2. Selección de la muestra

La muestra utilizada en este estudio comprende 467 anuncios de alianzas estratégicas publicadas desde 1996 hasta 1999, en las cuales, al menos, una de las empresas implicadas era un banco cotizado en la Bolsa de Madrid durante el periodo de estudio, para los cuales disponíamos de información acerca de sus cotizaciones diarias, no sólo del periodo de estudio sino también del periodo previo al evento, para poder aplicar el método de eventos.

Los datos han sido obtenidos a partir de la base de artículos de prensa Baratz, que contiene noticias económicas publicadas en los principales diarios españoles, así como en revistas de información general y especializada⁵. Se buscaba obtener todas aquellas alianzas publicadas entre el 1 de

enero de 1996 y el 31 de diciembre de 1999 en las que estuviera implicado alguno de los bancos españoles que cotizaban en la Bolsa de Madrid en todo el periodo o en parte del mismo. Inicialmente, se identificaron 690 anuncios. Sin embargo, la ausencia de información sobre cotizaciones así como la contaminación de algunos de estos anuncios por otros realizados en la misma fecha sobre otros eventos distintos como ampliaciones de capital, reparto de dividendos, anuncios de varias alianzas simultáneamente, etc, llevaron a que la muestra final quedase reducida a 467 anuncios distintos.

El cuadro n.º 1 recoge el análisis descriptivo de la muestra en términos de la distribución temporal y por entidad de las alianzas bancarias. La distribución anual de los anuncios de alianzas muestra cómo éstas caen de forma continuada durante el periodo de estudio. Estos resultados pueden deberse, en parte, a la exclusión de cotización de tres de los bancos de la muestra en el año 1998.

En general, cuando se analiza el número de anuncios de alianzas por banco, se observa cómo el tamaño del banco y el número de anuncios realizados en el periodo de estudio están directamente relacionados. El Banco Bilbao Vizcaya (BBV) es el más activo en cuanto a la formación de alianzas y también el más grande por volumen total de activos. En número de alianzas le sigue muy de cerca el Banco Central Hispano (BCH) y a más distancia Santander y Argentaria. Estos datos deben ser tratados con cierta cautela, puesto que la información sobre alianzas publicada en la prensa está sesgada a favor de los grandes bancos, lo que supone que éstos estarán sobre-representados en la muestra.

⁵ A pesar de que la información contenida en la base de datos procede de más de 140 publicaciones, la mayor parte de los anuncios proceden de los diarios de información económica, en menor medida de los diarios generales de tirada nacional y de forma casi residual de los periódicos de tirada regional y de revistas especializadas. Dentro de la prensa económica están los diarios Expansión, 5 Días y La Gaceta de los Negocios.

Cuadro n.º 1

Distribución de los anuncios de alianzas en los que participan bancos españoles por año y banco

Año del anuncio	Número	% sobre el total
1996	149	31,91
1997	121	25,91
1998	106	22,70
1999	91	19,48
Banco		
BBV	83	17,77
BCH	77	16,49
Banco Santander	59	12,63
Argentaria	57	12,21
Banesto	28	6,00
Banco Popular	27	5,78
BSCH	25	5,35
Bankinter	23	4,93
Banco Pastor	16	3,43
Banco Zaragozano	16	3,43
Banco Guipuzcoano	15	3,21
Banco Valencia	9	1,93
Banco Atlántico	7	1,50
BEX	5	1,07
Banco Herrero	5	1,07
Banco Andalucía	3	0,64
Banco Galicia	3	0,64
Banco Vasconia	3	0,64
Banco Vitoria	2	0,43
Commerzbank	2	0,43
Banco Crédito Balear	1	0,21
Banco Simeón	1	0,21
Total	467	100,00

Fuente: Elaboración propia.

4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS

4.1. Creación de valor a través de las alianzas estratégicas

En general, los acuerdos de cooperación o alianzas estratégicas pueden situarse conceptualmente en un continuo de moda-

lidades identificadas como estructuras de gobierno híbridas, a medio camino entre el mercado y la empresa. La cooperación recoge características de ambos y permite, al menos parcialmente, aprovechar las ventajas de ambas alternativas. Del mercado, la autonomía que las empresas participantes mantienen con posterioridad a la firma del

acuerdo, y de la empresa, compartir con los socios un plan para la realización de las actividades objeto del acuerdo. Esta conceptualización de las alianzas estratégicas se inscribe, claramente, en el marco de la teoría de los costes de transacción.

Desde otro punto de vista, las alianzas estratégicas pueden considerarse una modalidad de crecimiento empresarial situada entre el crecimiento interno y las fusiones y adquisiciones de empresas. En este sentido, las alianzas estratégicas permiten que la empresa crezca sin realizar ella sola todas las inversiones, pero, a la vez, sin tener que hacerse con activos innecesarios como consecuencia de una compra o fusión.

De acuerdo con Madhok y Tallman (1998), son dos los factores que determinan el valor que se genera a través de una alianza: por un lado, las rentas que derivan de la combinación de los recursos de las empresas que colaboran y, por otro, los costes asociados a la realización de las transacciones mediante la alianza.

Aunque son muy diversas las fuentes de las que pueden emanar las rentas potenciales de la cooperación, éstas pueden agruparse básicamente en dos. En primer lugar, las empresas que suscriben el acuerdo pueden beneficiarse de una mayor eficiencia en la realización de actividades como consecuencia del acceso a recursos complementarios, la obtención de economías de escala o alcance o la reducción del riesgo. En segundo lugar, la cooperación empresarial es una estrategia que puede servir a las empresas para coludir y, por tanto, alcanzar a través de ella un mayor poder de mercado.

Con respecto a los costes potenciales que derivan de la cooperación entre empresas, éstos pueden clasificarse en costes de

coordinación y costes de motivación. Así, por un lado es necesaria una continua coordinación entre las partes que permita alcanzar los fines previstos y, por otro, es preciso también evitar los riesgos derivados de los posibles comportamientos oportunistas por parte de alguno de los socios.

Aunque la combinación de beneficios y costes potenciales y su cuantificación varían según las características particulares de cada acuerdo, desde un punto de vista racional, las empresas sólo decidirán cooperar cuando perciban unos beneficios potenciales superiores a los costes potenciales y, por tanto, sea posible generar un valor neto positivo a través de la cooperación. Desde esta perspectiva resulta coherente, por tanto, que la mayor parte de los estudios empíricos realizados constaten la generación de valor a través de alianzas estratégicas (Chiou y White, 2005; Brooke y Oliver, 2005; Johnson y Houston, 2000; Chen *et al.*, 1991; Fröhls *et al.*, 1998; Reuer y Koza, 2000; Chan *et al.*, 1997; Das, Sen y Sengupta, 1998), por lo que la creación de valor se convierte en la razón de ser de la cooperación entre empresas (Dyer, 1997).

En el cuadro n.º 2 se presentan los resultados del estudio de eventos para la muestra de los 467 anuncios de alianzas estratégicas suscritas por bancos españoles con cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1996-1999. En el panel A aparecen los rendimientos anormales diarios medios para cada uno de los días comprendidos entre el quinto día anterior al anuncio y el quinto día posterior. En el panel B aparecen los rendimientos anormales medios acumulados en ventanas de diferente amplitud. La significatividad estadística de estos resultados se contrasta a través de los tests paramétricos de Brown y Warner y del test no paramétrico de la mediana, presentados en

Cuadro n.º 2

Efectos en la valoración de los bancos de entrar a formar parte de alianzas. Rendimientos diarios y acumulados. Contrastación de la hipótesis general

Día del evento	AAR (%)	Estadístico de Brown y Warner	% de ARs positivos
<i>Panel A: Rendimientos anormales para periodos diarios</i>			
-5	0,030	(0,60)	45
-4	0,086	(1,48)	45
-3	-0,032	(0,13)	45
-2	-0,010	(0,10)	47
-1	-0,020	(0,15)	44**
0	0,207	(3,47)***	49
1	-0,128	(-1,93)**	45**
2	0,219	(3,08)***	55**
3	0,063	(1,04)	49
4	-0,062	(-1,43)	44***
5	-0,036	(-0,32)	46
Ventana del suceso	CAAR medio (%)	Estadístico de Brown y Warner	% de CAARs positivos
<i>Panel B: Rendimientos para distintas ventanas del suceso</i>			
[-20, +20]	1,131	(4,03)***	50
[-15, +15]	0,622	(2,90)***	50
[-10, +10]	0,526	(2,51)**	47
[-5, +5]	0,316	(1,91)**	48
[-3, +3]	0,299	(2,28)**	50
[-2, +2]	0,269	(2,17)**	50
[-1, +1]	0,060	(0,98)	49
[-2, 0]	0,177	(2,14)**	48
[-1, 0]	0,187	(2,56)***	48
[0, +1]	0,079	(1,09)	49
[0, +2]	0,298	(2,66)***	50

N es el número de anuncios en cada grupo.

* Indica un nivel de significación entre el 5% y el 10%.

** Indica un nivel de significación entre el 1% y el 5%.

*** Indica un nivel de significación del 1% o inferior.

Fuente: Elaboración propia.

las dos últimas columnas de la tabla. Como puede observarse en el panel A del cuadro n.º 2, los bancos españoles, en media, obtienen un efecto positivo en su valoración de mercado derivado de su participación

en la formación de alianzas. Los rendimientos anormales son positivos y significativos, tanto en el día del anuncio como en la mayor parte de las ventanas que se relacionan (panel B). Concretamente, el AAR_0 repre-

senta un 0,21 %, lo que viene a confirmar que, por término medio, los bancos que cotizan en la Bolsa de Madrid en el periodo 1996-99, obtienen rendimientos anormales positivos el día del evento, y que, por tanto, las alianzas que forman son generadoras de valor.

Para el día $t = -1$ el rendimiento anormal medio no es significativamente diferente de 0, lo que sugiere que el mercado no anticipa la nueva información aparecida en prensa relativa a la participación del banco en la formación de una alianza⁶. Así, de forma congruente con estudios previos (Anand y Khanna, 2000; Chan *et al.*, 1997; Chen *et al.*, 1991) el mercado parece capturar buena parte del efecto en el día del anuncio ($t=0$), por lo que cabe concluir que la formación de una alianza genera valor para los accionistas del banco implicado, y al igual que en otros trabajos (tal como constatan Merchant y Schendel, 2000), ésta resulta ser, en promedio, inferior al uno por ciento.

Los resultados se presentan de forma gráfica en los gráficos n.º 1 y n.º 2, donde se visualiza claramente cómo el mercado no descuenta con anterioridad al anuncio, a través de posibles rumores o informaciones

parciales, los rendimientos anormales obtenidos. Aunque el mercado recoge la mayor parte de la riqueza generada en el día 0, se producen ciertos vaivenes en los dos días posteriores a la fecha del anuncio que harán que, dentro de las ventanas más próxima al día del evento, sea el periodo $[0,+2]$ el que obtenga los rendimientos mayores, y esto a pesar de que es el día $t=+1$ el que alcanza los niveles más bajos para todo el periodo del evento.

En general, tal y como se observa en el gráfico n.º 2 los rendimientos acumulados medios son crecientes para el intervalo de cuarenta y un días en torno a la fecha del evento, llegando a superar el 1%.

Cabe interpretar estos resultados, por tanto, indicando que, ante la presencia de un entorno muy dinámico, la apuesta realizada por los bancos españoles por nuevas formas de interrelación con otras empresas, distintas de la jerarquía y del mercado fue, en general, bien acogida por los inversores, lo que implica la confianza del mercado en la eficaz gestión bancaria y en que los beneficios potenciales superen a los costes potenciales.

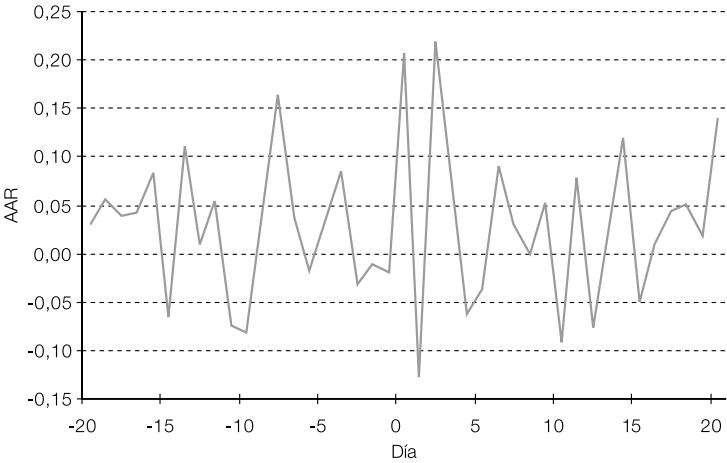
4.2. Estructura de gobierno de la alianza estratégica

Como ya se ha comentado, la teoría de los costes de transacción ha sido uno de los paradigmas dominantes utilizados en el estudio de las alianzas. Dado que de acuerdo con esta teoría, las alianzas estratégicas comprenden un continuo de estructuras de gobierno situadas entre el mercado y la empresa, son numerosos los autores que en los últimos años se han interesado en analizar los diferentes tipos de estructuras utilizadas en las alianzas.

⁶ El resultado negativo que se obtiene para el día $t=+1$ es consistente con buena parte de la literatura que investiga la creación de riqueza para los accionistas derivada de la participación de la compañía en alianzas mediante metodología de eventos (Lee y Wyatt, 1990; Chung *et al.*, 1993; Reuer y Miller, 1997). Este efecto, así como el valor positivo que obtiene el rendimiento anormal medio para el día siguiente ($t=+2$), puede ser debido a la presencia de autocorrelación negativa en la serie (respecto al día anterior) dentro del propio mercado. Después de un *shock* que el mercado percibe como bueno y que provoca una reacción positiva por parte de los inversores, se produce una corrección técnica. Así, estos vaivenes pueden deberse a efectos especulativos consecuencia de la entrada de inversores con deseos de tomar posiciones en el mercado.

Gráfico n.º 1

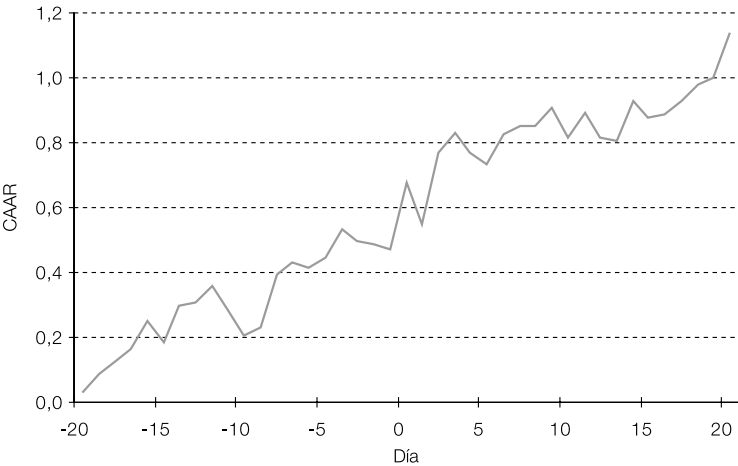
Rendimiento anormal medio entre los días [-20, +20]
(en %)



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico n.º 2

Rendimiento anormal acumulado entre los días [-20, +20]
(en %)



Fuente: Elaboración propia.

Un gran número de investigaciones dentro del marco de la Economía de los costes de transacción han clasificado las estructuras de gobierno de la alianza en función de la utilización o no de inversiones directas en el capital (Pisano, 1989; Gulati, 1995; Rialp, 1998), distinguiendo entre alianzas en capital y alianzas o acuerdos de no capital, subrayando, a su vez el hecho de que las primeras constituyen estructuras de gobierno más próximas a la jerarquía, mientras que las segundas están más cercanas al mercado.

Las alianzas que suponen una inversión directa de capital pueden adoptar, bien la forma de empresa conjunta, lo que implica la creación de una nueva entidad independiente de sus socios, o bien los socios pueden tomar posiciones minoritarias cruzadas o individuales en el capital del otro u otros socios pero sin crear una entidad independiente (Hennart, 1988; Hagedoorn, 1993).

Los acuerdos de no capital, por su parte, no implican compartir o intercambiar capital, e incluyen subcontrataciones, licencias, acuerdos de distribución, intercambio de tecnología, etc.

Bajo la óptica de la Economía de los costes de transacción, las empresas elegirán aquella estructura organizativa que minimice los costes de transacción. Dichos costes se clasifican en costes *ex ante* y *ex post*. Los primeros son los costes de redactar, negociar y salvaguardar el acuerdo, mientras que los costes *ex post* son los costes de cambiar de planes y resolver los desacuerdos que surgen con posterioridad a la firma del contrato. Las fórmulas de cooperación más próximas al mercado (acuerdos de no capital) muestran limitaciones cuando se trata de abordar los problemas de coordinación e incentivos, es-

pecialmente en presencia de intensas interdependencias entre las empresas participantes y cuando los beneficios son difíciles de enumerar *ex ante* y verificar *ex post*. Todo ello genera más riesgos de comportamientos oportunistas y de apropiabilidad, lo que a su vez desestimula la realización de inversiones específicas en la alianza. Así, en ciertos casos, resulta más eficiente utilizar estructuras de gobierno más próximas a la empresa (acuerdos de capital) puesto que éstos introducen principios y reglas propios de las jerarquías (controles administrativos, coordinación formal entre unidades, autoridad, etc.) (Rialp y Salas, 2002).

En este sentido, Sachwald (1998) observa una estrecha relación entre los distintos tipos de estructuras cooperativas y los atributos de las transacciones, de modo que a mayor riesgo y mayores activos implicados, más fuerte es la relación contractual. De hecho, los acuerdos más jerárquicos son preferidos a los menos jerárquicos cuando concurren circunstancias que incrementan la complejidad del acuerdo. Si además se supone la existencia de una relación directa entre complejidad y elevadas expectativas de beneficio, cabría esperar una mayor generación de valor a través de las alianzas en capital que a través de las alianzas que no implican capital.

Las alianzas estratégicas que componen la muestra de nuestro trabajo se han clasificado en dos grupos según supongan inversión en capital o no, de modo similar a como abordan este tema investigaciones previas (Pisano, 1989; Gulati, 1995; Rialp 1998). Dentro de las alianzas en capital se incluyen las participaciones minoritarias y las empresas conjuntas, mientras que el resto de estructuras se sitúan dentro de la categoría de no capital.

Como se observa en el cuadro n.º 3, las alianzas bancarias españolas en el periodo 1996-1999 fueron, mayoritariamente, de no capital. A pesar de que estas proporciones son bastante coincidentes con las que obtuvieron Jacquemin *et al.* (1986), no se mantienen en otras muestras como las de Glaister y Buckley (1999) o García-Canal (1994), en cuya composición predominan las empresas conjuntas. Esta circunstancia no se da en el sector bancario, puesto que las empresas conjuntas representan el 17,9% de las alianzas del periodo, y cuando aparecen lo harán para abordar proyectos de diversificación de negocios, en la mayor parte de los casos, de carácter internacional.

Si precisamente la presencia de complejidad en la transacción es lo que aconseja recurrir a empresas conjuntas frente a otras fórmulas contractuales (Oxley, 1999), la tendencia a utilizar alianzas bancarias que incorporen pocos elementos jerárquicos bien se podría interpretar como la apuesta por parte de los bancos de crear alianzas con poco grado de complejidad, entendida ésta como alianzas en las que predominan dos (o en general pocos) socios, que involucran una sola área de actividad, con las que se busca alcanzar un único objetivo, que no pretenden acceder a conocimiento tácito (García-Canal, 1994), donde las actividades de la alianza se localizan en un solo país y donde la proximidad física de los socios hace más fácil que surjan relaciones de confianza y reputación (Rialp, 1998); todas ellas fuentes de complejidad cuando se plantean en sentido inverso.

Los resultados obtenidos con respecto a la generación de valor en cada una de las dos submuestras formadas (alianzas de capital y alianzas de no capital) se presen-

tan en el cuadro n.º 3. Así, se presentan los rendimientos anormales medios desde el día -2 al día +2 y el resultado de su acumulación durante esta ventana. La significatividad estadística de las diferencias existentes entre los rendimientos anormales observados entre las dos submuestras se evalúa a partir de dos contrastes de diferencias de medias: el test paramétrico de diferencias de medias para muestras independientes (la *t* de Student) y el test no paramétrico de Mann-Whitney para muestras independientes.

Tal y como se observa en el cuadro n.º 3, se confirma que, aunque la significatividad es mayor para las alianzas en capital, tanto éstas como aquellas que no implican capital crean valor para los accionistas de los bancos españoles cotizados. La comparación entre ambas submuestras indica, no obstante, la presencia de diferencias significativas entre ellas, ya que las alianzas en capital generan mayores rendimientos anormales medios en el día del anuncio y acumulados en el intervalo [-2,+2].

Por tanto, el mercado asigna rentabilidades significativamente mayores cuando se introducen elementos jerárquicos para gobernar los acuerdos bancarios, quizá porque bajo las fórmulas de acuerdos en capital se precisan mejor los derechos de propiedad sobre los activos utilizados, lo que reduce el conflicto de intereses entre los socios y la posibilidad de comportamientos oportunistas. Por el contrario, en los acuerdos de no capital, la ausencia de controles jerárquicos hace preciso establecer cautelas *ex ante* que garanticen su correcto funcionamiento, lo que puede aportar menor confianza a los inversores.

No obstante, también caben explicaciones alternativas ya que si como indica Oxley

Cuadro n.º 3

Rendimientos anormales medios diarios y acumulados: alianzas en capital frente a alianzas de no capital

AAR _t y CAAR [-2, +2] (%)	Acuerdos en capital N=142 (%>0)	No involucran capital N=325 (%>0)	Diferencias de medias	
			T (p-valor)	Mann-Whitney (p-valor)
AAR ₋₂	0,026 (46%)	0,002 (47%)	-0,271 (0,786)	-0,298 (0,766)
AAR ₋₁	-0,059 (46%)	-0,002 (44%)**	0,424 (0,672)	-0,502 (0,615)
AAR ₀	0,36*** (54%)	0,14%* (47%)	-1,623 (0,100)	-1,978 (0,048)
AAR ₊₁	-0,164 (42%)*	-0,112 (46%)	0,392 (0,696)	-0,996 (0,319)
AAR ₊₂	0,309*** (58%)*	0,124 (54%)	-1,723 (0,085)	-0,996 (0,319)
CAAR [-2, +2]	0,563*** (58%)*	0,14 (47%)	-1,198% (0,232)	-1,806 (0,071)

N es el número de anuncios en cada grupo.

* Indica un nivel de significación entre el 5% y el 10%.

** Indica un nivel de significación entre el 1% y el 5%.

*** Indica un nivel de significación del 1% o inferior.

Fuente: Elaboración propia.

(1999) existe una correlación importante entre las características intrínsecas del acuerdo indicativas de su grado de complejidad y la estructura de gobierno que adopta el acuerdo, bien podría ser que la mayor generación de valor observada para las alianzas en capital venga motivada en el fondo por dichas características intrínsecas indicativas del grado de complejidad del acuerdo⁷.

⁷ Analizadas algunas de estas características en nuestra muestra como son el número de áreas de actividad a las que afecta la alianza y el carácter internacional o nacional de la misma, se observa que más del 65% de los acuerdos que afectan simultáneamente a diversas áreas de actividad de la empresa adoptan la forma de capital y que cuando el objetivo es la interna-

4.3. Alianzas nacionales frente a internacionales

Las dos últimas décadas han supuesto la consolidación de la banca española como una de las más competitivas del mundo. Los procesos de desregulación y liberalización bancarios así como el hecho de que España decidiera formar parte, como miembro fundador, de la Unión Monetaria Europea en 1999 provocaron una importante necesidad de crecer, tanto a ni-

cionalización más del 70% de los acuerdos son de capital, lo que avalaría en cierta medida la propuesta de Oxley, 1999.

vel nacional como internacional, en los bancos españoles. Para alcanzar estos objetivos de crecimiento, aparte de las fusiones y adquisiciones que se utilizaron, sobre todo, a nivel nacional y en la expansión hacia los mercados de Latinoamérica, las alianzas estratégicas jugaron un papel muy importante en este proceso de consolidación, en unas ocasiones como precursoras de posteriores fusiones o adquisiciones y en otras, como alternativa estratégica a dichas operaciones.

Las alianzas estratégicas constituyen una vía de internacionalización habitualmente utilizada por las empresas y, de hecho, un gran número de trabajos sobre alianzas estratégicas se han ocupado de estudiar, específicamente, alianzas de carácter internacional (para una revisión véase García Canal *et al.*, 2002). De acuerdo con el enfoque de recursos, se afirma que los recursos y conocimientos que interesan del socio extranjero son aquellos que son específicos de cada uno de los mercados en los que la empresa se internacionaliza. Se trataría, pues, de ganar experiencia en esos mercados aprovechando los conocimientos y habilidades desarrollados por las empresas socias. Además, en ocasiones, las alianzas estratégicas se convierten en la única vía factible de entrada ya que cuando en los países los mercados de capitales no están completamente desarrollados, sólo es posible realizar inversiones indirectamente a través de la cooperación con empresas locales. Por otro lado, las alianzas son un medio de expansión internacional más atractivo que las fusiones y adquisiciones en entornos culturalmente distantes (Kogut y Singh, 1988).

En todo caso, es preciso señalar que las alianzas estratégicas internacionales no constituyen exclusivamente una modalidad

de entrada en mercados extranjeros, sino que también contribuyen a crear valor por las mismas razones que las alianzas nacionales como son: la reducción de costes, acceso a nuevas tecnologías, reducción del riesgo, concentración del sector, etc.

Adicionalmente, a los problemas de coordinación y control propios de las alianzas nacionales, hay que añadir otros en el caso de las alianzas internacionales. Así, la necesidad de aprender del socio extranjero podría compensarse, en buena parte de los casos, por la existencia de diferencias lingüísticas, culturales, económicas, etc., existentes entre los distintos países de las empresas socias que hicieran difícil la gestión exitosa de la alianza internacional.

Precisamente son estas diferencias las que, de acuerdo con la teoría de los costes de transacción, pueden hacer que las alianzas nacionales sean percibidas por el mercado positivamente en detrimento de las internacionales. La similitud cultural entre los socios nacionales favorece el mutuo entendimiento, permitiendo una coordinación más sencilla y una mejor resolución de conflictos (Park y Kim, 1997), por lo que esta mayor afinidad entre las empresas participantes puede crear incentivos a que éstas actúen con un comportamiento responsable, así como reducir los costes asociados a la transacción hasta el punto que compense el conocimiento que aporta el socio exterior acerca del mercado. Pero no sólo es una cuestión de afinidad, sino que también es de esperar que el socio nacional posea una mejor información acerca del otro socio nacional que la que tendría de un socio internacional, siendo las consecuencias sobre la reputación de los socios derivadas de comportamientos oportunistas por parte de alguno de ellos mayores en un contexto nacional (Gulati, 1995).

A nivel empírico, no son muchos los trabajos que han investigado las diferencias de valor según la alianza creada sea nacional o internacional. Los resultados obtenidos indican que los rendimientos anormales obtenidos por las empresas socias son o positivos y significativos para ambos tipos de alianzas (Reuer y Koza, 2000), o no significativos (Park y Kim, 1997). Cuando se muestran las diferencias que existen entre las alianzas nacionales e internacionales se observa cómo las primeras están más influenciadas por variables asociadas a la complejidad organizacional, tales como el número de socios y el número de áreas funcionales, mientras que las segundas lo están en mayor medida por la complejidad estratégica y la necesidad de aprender (García-Canal, 1996).

Por otro lado, tampoco existe coincidencia entre los trabajos a la hora de abordar la definición de alianza estratégica internacional. Así, para unos, la variable utilizada como referencia a la hora de considerar una alianza como internacional o no, está en función de la nacionalidad del socio, mientras otros, como Reuer y Koza (2000) consideran como factor determinante el ámbito donde radican las actividades de la alianza creada.

Utilizando ambas aproximaciones en este trabajo se ha investigado, por un lado, si la coincidencia entre la nacionalidad de los socios explica el posible exceso de rendimiento obtenido y, por otro, si en la explicación de este exceso de rendimiento o generación de valor resulta determinante el ámbito donde radican las actividades de la alianza creada.

Los resultados de estos contrastes se presentan en el cuadro n.º 4. En ellos aparecen, para cada una de las submuestras (alianzas nacionales e internacionales), los rendimientos anormales diarios medios

para cada uno de los días comprendidos entre el segundo día anterior al anuncio y el segundo posterior, los rendimientos anormales medios acumulados a lo largo de dicha ventana y los resultados de los contrastes de diferencias entre submuestras. En el panel A, las submuestras se forman en función de que el país de procedencia del socio sea España u otro, mientras que en el panel B, las submuestras se forman en función de si el país donde radica la actividad de la alianza es España o no.

A través de los resultados presentados en el cuadro n.º 4 se constata que no existen diferencias significativas en la respuesta que el mercado da a estos dos tipos de alianzas, nacionales e internacionales, con independencia de la forma en que se defina la variable internacional.

Para el caso de las nacionales se observa cómo las alianzas entre empresas españolas y las que se constituyen para operar en este mismo mercado (con independencia de la nacionalidad de sus socios) son percibidas por los accionistas como generadoras de valor. La razón puede hallarse en que una buena parte de ellas se establecen, bien con el objetivo de poner en marcha proyectos concretos de ampliación del negocio bancario a través de nuevos productos o con el de posicionarse en el capital de otras empresas españolas por cuestiones estratégicas, motivos éstos que son percibidos positiva y significativamente para la muestra de alianzas nacionales⁸.

⁸ Para esta submuestra se ha contrastado, además, que los rendimientos anormales que exhiben las alianzas que se forman en capital son superiores a los obtenidos cuando se utilizan estructuras de no capital. Estos resultados son congruentes con los obtenidos por Reuer y Koza (2000) para empresas conjuntas que operan en el mercado nacional y los de Alcalde *et al.* (2003) para las alianzas formadas con socios de una misma nacionalidad.

Cuadro n.º 4

**Rendimientos anormales medios diarios y acumulados en alianzas
nacionales e internacionales**

Variable a investigar			Diferencias de medias	
Panel A: Relación con el país de procedencia del socio: nacionales versus internacionales				
AAR _t y CAAR [-2, +2] (%)	Alianzas nacionales N=308 (%>0)	Alianzas internacionales N=159 (%>0)	T (p-valor)	Mann-Whitney (p-valor)
AAR ₋₂	0,009 (47%)	-0,047 (47%)	0,396 (0,693)	-0,745 (0,456)
AAR ₋₁	-0,003 (44%)**	-0,052 (45%)	0,371 (0,710)	-0,171 (0,864)
AAR ₀	0,226*** (50%)	0,17 (48%)	0,462 (0,645)	-0,226 (0,821)
AAR ₊₁	-0,147 (43%)**	-0,09 (48%)	-0,481 (0,631)	-0,976 (0,329)
AAR ₊₂	0,246*** (57%)***	0,166 (50%)	0,517 (0,605)	-1,494 (0,135)
CAR [-2, +2]	0,331*** (50%)	0,147 (50%)	0,570 (0,569)	-0,743 (0,457)
Panel B: Según donde radica la actividad objeto de la alianza				
AAR _t y CAAR [-2,+2] (%)	España N=384 (%>0)	Fuera de España N=83 (%>0)	T (p-valor)	Mann-Whitney (p-valor)
AAR ₋₂	-0,03 (46%)	0,083 (49%)	-0,642 (0,521)	-0,306 (0,760)
AAR ₋₁	-0,027 (43%)**	0,012 (48%)	-0,240 (0,810)	-0,549 (0,583)
AAR ₀	0,204*** (48%)	0,219 (54%)	-0,097 (0,923)	-0,390 (0,696)
AAR ₊₁	-0,132** (44%)**	-0,109 (47%)	-0,157 (0,875)	-0,453 (0,651)
AAR ₊₂	0,211*** (56%)**	0,256 (48%)	-0,235 (0,814)	-0,733 (0,463)
CAR [-2, +2]	0,227** (49%)	0,462 (54%)	-0,508 (0,613)	-0,176 (0,860)

N es el número de anuncios en cada grupo.

* Indica un nivel de significación entre el 5% y el 10%.

** Indica un nivel de significación entre el 1% y el 5%.

*** Indica un nivel de significación del 1% o inferior.

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, las alianzas formadas con alguna otra entidad de fuera de las fronteras o que, con independencia de la procedencia de los socios que la componen, tienen como objetivo actuar en mercados extranjeros, obtienen un impacto no significativo en los rendimientos de las acciones, al igual que se observa en trabajos precedentes como el de Finnerty *et al.* (1986) y Chung *et al.* (1993).

Cabría interpretar, por tanto, que el interés de los bancos españoles por realizar buena parte de su internacionalización hacia Latinoamérica⁹, principal foco de atracción de inversiones españolas, mediante sucursales o filiales propias, resulta congruente con los resultados que aquí se presentan, así como con los postulados de la teoría de la internalización, que apuesta por la jerarquía como medio más adecuado de aprovechar los recursos y capacidades de la empresa a escala internacional.

Por otro lado, es importante señalar que cualquiera que sea la variable utilizada para segmentar la muestra, nacionalidad del socio o país donde radican las actividades de la alianza, se constata un claro predominio de las alianzas nacionales sobre las internacionales en el sector bancario español. Este patrón resulta contrario al que se recoge en buena parte de los trabajos previos, donde predominan las alianzas realizadas por empresas de nacionalidades diferentes, sobre

todo cuando lo que se investiga son alianzas de I+D (Jacquemin *et al.*, 1986; García-Canal, 1995). Pero no sólo en este último caso, puesto que cuando se trabaja con bases de datos de alianzas españolas, como es el caso de García-Canal (1992) y Rialp y Salas (1999) entre otros, también existe un claro predominio de las alianzas internacionales sobre las nacionales y además en una proporción doble.

5. CONCLUSIONES

El sector bancario español se ha visto sometido desde mediados del siglo pasado a profundas transformaciones provocadas por diferentes factores. Algunos de estos cambios provienen del interior de la propia industria como la desregulación, desintermediación e innovación financiera, o la creación de un mercado europeo de servicios financieros. Pero junto a ellos, se han venido produciendo toda una serie de circunstancias que han afectado a toda la economía y por consiguiente al sector bancario, y sin las que no hubiera sido posible el desarrollo que ha experimentado el sector. Estos cambios se asocian normalmente al término globalización, e incluyen: el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, que a su vez ha provocado avances en la informática y telecomunicaciones, un mercado «nacional» más amplio fruto de la Unión Económica y Monetaria, así como la entrada en nuevos mercados emergentes, especialmente en Latinoamérica, con la consiguiente internacionalización de la economía española.

La mezcla de estos efectos, los cambios en el propio modelo de industria bancaria junto con el dinamismo que ha adquirido la economía mundial, ha configurado un am-

⁹ Aunque no se presentan los resultados, también se ha contrastado para la submuestra de alianzas internacionales el *status* económico del área de procedencia del socio extranjero. Al igual que obtienen Lummer y McConnell (1990), éste no es valorado por los inversores. Sin embargo, los inversores perciben diferencias según el objetivo que las impulsa y según el posicionamiento estratégico de los socios en la alianza internacional, de modo que las alianzas internacionales en esta muestra se llevan a cabo con objeto de reducir riesgos con socios relacionados.

biente financiero altamente competitivo, caracterizado, entre otros, por los siguientes aspectos: la mayor cultura financiera de los clientes, la diversificación de la oferta de servicios financieros para contrarrestar el estrechamiento de los márgenes en el negocio tradicional, la ampliación de la gama de proveedores de servicios financieros (supermercados, compañías de seguros, bancos de inversiones, grandes almacenes,...), la creación de nuevos canales de distribución para la banca al por menor, primero mediante banca electrónica, después telefónica y más recientemente mediante banca por Internet, destinada no sólo al ya maduro mercado español sino a un mercado más amplio en lengua española, etc.

Algunos de los bancos para poder competir en este nuevo entorno han optado por estrategias de especialización mientras que otros han preferido adquirir aquella dimensión que les sitúe en condiciones de competir a nivel mundial. En este último caso, el resultado ha sido la creación de grandes grupos bancarios españoles, a cuya formación han contribuido las estrategias de crecimiento externo que tuvieron lugar a mediados de los ochenta y finales de los noventa.

Prueba de la fortaleza del sector bancario español es que dos de sus entidades formaban parte, a junio de 2007, del Thomson Financial Top 25 by Market Capitalisation (\$M), Santander y BBVA, que ocupaban la posición 12 y 23, respectivamente, en el ranking mundial. Santander, además, se situaba a mediados de 2008 como el segundo banco europeo por valor de mercado, y ambos bancos se colocaban entre las cinco mayores empresas españolas por capitalización bursátil, por lo que cabría preguntarse hasta qué punto la fortaleza de estos grandes grupos empresariales podría

haberse conseguido sin un fuerte capital social de alianzas.

A pesar de la dificultad que supone responder a esta pregunta, tendríamos, por un lado, que las investigaciones previas en esta materia confirman que desde los años ochenta los bancos han entrado a formar parte de numerosas alianzas, como prueba el hecho de que durante el periodo de estudio, los dos grupos empresariales españoles más fuertes a nivel mundial, Santander y BBVA, han estado inmersos en 136 y 140 alianzas, respectivamente; por otro, los accionistas perciben positivamente el anuncio de alianzas por parte de los bancos españoles, siendo la creación de valor asociada a su anuncio, en media, de más de un 0,2%, lo que demuestra la confianza que los propietarios tienen en la gestión que realizan los bancos de las alianzas en las que participan y que su empleo resulta válido como mecanismo de creación de riqueza.

Comprobado el primero de los objetivos de este trabajo, que las alianzas crean valor para los accionistas de los bancos españoles que participan en ellas, se pretende analizar algunos factores explicativos de los resultados obtenidos en las alianzas. En concreto se plantea si la incidencia de factores como la estructura que adopta el acuerdo y el alcance geográfico de la alianza ayuda a comprender la reacción del mercado ante este tipo de hechos económicos.

El método de eventos revela la importancia de la generación de valor que se produce para los accionistas de los bancos españoles, tanto ante anuncios de alianzas en capital como de no capital. No obstante, al intentar conocer qué tipos de alianzas son las que proporcionan mayores rendimientos

anormales para los accionistas bancarios, el test de diferencia de medias decanta la balanza hacia aquellas alianzas que involucren capital. Así, a pesar de ser más abundantes en la muestra las alianzas de no capital, éstas no serán las que mayor valor proporcionen. Será la toma de participación unilateral o cruzada, que supone un alto compromiso con la alianza, así como las empresas conjuntas que se realizan, en buena medida, para afrontar proyectos de diversificación mediante licitación, las operaciones que mayor valor generan. Esta circunstancia pone de manifiesto que el mercado percibe altos niveles de congruencia entre la estructura y la estrategia de la alianza que no pasarán desapercibidos para el inversor. Se incorporan estructuras con elevados controles jerárquicos allí donde los propietarios observan estrategias arriesgadas derivadas de la complejidad e incertidumbre asociada a las características propias de dichas alianzas o al entorno en el que operan.

Cuando la característica analizada es la nacionalidad del socio y el ámbito donde radican las actividades de la alianza creada, los resultados obtenidos dejan entrever cómo es posible obtener rendimientos

anormales positivos y significativos tanto para la submuestra de alianzas nacionales como para las que se forman con el objeto de operar en el mercado español, mientras que para las alianzas internacionales y las que se forman para operar en mercados exteriores ni se crea ni se destruye valor.

Los resultados obtenidos pueden ser, sin duda, de gran utilidad en el sector financiero español, al sugerir, por un lado, que la implicación de un banco en la formación de alianzas, en media, genera valor para sus accionistas, y proporcionar, por otro, una serie de pautas que les permiten conocer qué características de la alianza y de los socios son las mejor valoradas por el mercado. No obstante, también cabe señalar que los resultados alcanzados deben tomarse con cautela dadas las limitaciones del trabajo, ya que estos resultados podrían no ser extrapolables a otros períodos distintos del analizado.

Finalmente, cabría señalar la necesidad de seguir avanzando en el estudio de la cooperación en el sector bancario español, dada la gran relevancia y actualidad del tema así como su escaso tratamiento en la literatura.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCALDE, N.; ESPITIA, M. Y GARCÍA-CASAREJOS, N. (2004): «Análisis ex ante de la generación de valor para los bancos españoles que entrar a formar parte de las empresas conjuntas». *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 18: 69-95.
- ANAND, B.N. Y KHANNA, T. (2000): «Do firms learn to create value? The case of alliances». *Strategic Management Journal*, 21: 295-315.
- BROOKE, J. Y OLIVER, B. (2005): «The source of abnormal returns from strategic alliance announcements». *Pacific-Basin Finance Journal*, 13: 145-161.
- BROWN, S.J. Y WARNER, J.B. (1985): «Using daily stock returns: The case of event studies». *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.
- CHAN, S.H.; KENSINGER, J.W.; KEOWN, A.J. Y MARTIN, J.D (1997): «Do strategic alliances create value?». *Journal of Financial Economics*, 46: 199-221.
- CHEN, H.; HU, M.Y. Y SHIEH, J. (1991): «The wealth effect of international joint ventures: the case of U.S. investment in China». *Financial Management*, winter: 31-41.
- CHIOU, I. Y WHITE, L. J. (2005): «Measuring the value of strategic alliances in the wake of a financial implosion: Evidence from Japan's financial services sector». *Journal of Banking and Finance*, 29(10): 2455-2473.
- CHUNG, I.; KOFORD, K. Y LEE, I. (1993): «Stock Market Views of Corporate Multinationalism: some Evidence from Announcements of International Joint Ventures». *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 35(5): 275-293.
- DAS, S.; SEN, P. Y SENGUPTA, S. (1998): «Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation». *Academy of Management Journal*, 41(1): 27-41.
- DYER, J.H. (1997): «Managing the global supply chain». *Journal of Economic Literature*, 35(2): 1387-1389.
- FINNERTY, J.E.; OWERS, J.E. Y ROGERS, R.C. (1986): «The valuation impact of Joint Ventures». *Management International Review*, 26(2): 14-26.
- FRÖHLS, M.; KEOWN, A.; MCNABB, M. Y MARTIN, J. (1998): «Growth Opportunities, Corporate Governance and the market value of Multinational Joint Ventures». *Managerial and Decision Economics*, 19: 13-29.
- FUENTES, I. (2001): «La competencia de las operaciones de activo y pasivo del sistema bancario». *Papeles de Economía Española*, 49: 200-212.
- GARCÍA-CANAL, E. (1992): «La cooperación empresarial en España: características de los Acuerdos suscritos entre 1986-1989». *Economía Industrial*, 286: 113-122.
- 1994: «Formas de cooperación horizontal: empresas conjuntas frente a acuerdos contractuales». *Revista de Economía Aplicada*, 5(II): 51-68.
- 1995: «Acuerdos de cooperación en I+D en España: Un análisis empírico». *Revista Asturiana de Economía*, 4: 195-207.
- 1996: «Contractual form in domestic and international strategic alliances». *Organization Studies*, 17(5): 773-794.
- GARCÍA-CANAL, E.; LÓPEZ, C.; RIALP, J. Y VALDÉS, A. (2002): «Accelerating international expansion through global alliances: a typology of cooperative strategies». *Journal of World Business*, 37(2): 91-107.
- GLAISTER, K.W. Y BUCKLEY, P.J. (1999): «Performance relationships in UK International Alliances». *Management International Review*, 39(2), 123-147.
- GULATI, R. (1995): «Does Familiarity Breed Trust? The Implications of repeated Ties for Contractual Choice in Alliances». *Academy of Management Journal*, 38(1): 85-112.
- HAGEDOORN, J. (1993): «Understanding the rationale of strategic technology partnering: Inter-organizational modes of cooperation and sectorial differences». *Strategic Management Journal*, 14(5): 371-386.
- HENNART, J.F. (1988): «A transaction costs theory of equity joint ventures». *Strategic Management Journal*, 9(4): 361-374.
- HUMPHREY D.B. Y CARBÓ, S. (2000): «Las fusiones de las entidades financieras. Costes, beneficios, servicio y precios». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 88-107.
- JACQUEMIN, A.; LAMMERANT, M Y SPINOY, B. (1986): «Compétition Européenne et coopération entre entreprises en matière de recherche-développement». *Document Commission des Communautés Européennes*, Luxembourg, Belgium.
- JOHNSON, S.A. Y HOUSTON, M.B. (2000): «A reexamination of the Motives and Gains in Joint Ventures». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1): 67-87.
- KOGUT, B. Y SINGH, H. (1988): «The effect of national culture on the choice of entry mode». *Journal of International Business Studies*, 19: 411-432.

- LEE, I. Y WYATT, S. (1990): «The Effects on International Joint Ventures on Shareholder Wealth». *The Financial Review*, vol. 25(4): 641-649.
- LUMMER, S. Y MCCONNELL, J. (1990): «Stock Valuation Effects on International Joint Ventures», en RHEE, J. Y CHAN, KENSINGER, KEOWN Y MARTIN, L. [eds]: *Pacific Basin Capital Markets Research*, Elsevier Science Publishers, New York.
- MADHOK, A. Y TALLMAN, S.B. (1998): «Resources transactions and rents: Managing value through interfirm collaborative relationships». *Organization Science*, vol. 9(3): 326-340.
- MERCHANT, H. Y SCHENDEL, D. (2000): «How do International Joint Ventures Create Shareholder Value?» *Strategic Management Journal*, 21: 723-737.
- OXLEY, J.E. (1999): «Institutional environment and the mechanisms of governance: the impact of intellectual property protection on the structure of inter-firm alliances». *Journal of Economic Behavior & Organization*, 38: 283-309.
- PARK, S. Y KIM, D. (1997): «Market Valuation of Joint Ventures: Joint Venture Characteristics and Wealth Gains». *Journal of Business Venturing*, 12: 83-108.
- PÉREZ, F.; QUESADA, J. Y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2000): «Especialización y costes en los sistemas bancarios europeos (1992-1998)». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 136-154.
- PISANO, G.P. (1989): «Using equity participation to support exchange: Evidence from the biotechnology industry». *Journal of Law, Economics and Organization*, 5(1): 109-126.
- REUER, J.J. Y MILLER, K.D. (1997): «Agency costs and the performance implications of international joint venture internalization». *Strategic Management Journal*, 18(6): 425-438.
- REUER, J.J. Y KOZA, M.P. (2000): «Asymmetric information and joint venture performance: Theory and evidence for domestic and international joint ventures». *Strategic Management Journal*, 21: 81-88.
- RIALP, J. Y SALAS, V. (1999): «Los acuerdos de colaboración en España (1990-1992): Evidencias Empíricas y modelo de integración». *Economía Industrial*, 326(II): 139-157.
- 2002: «La colaboración empresarial desde la Teoría de los Derechos de Propiedad», *Investigaciones Económicas*, 26(1): 113-144.
- RIALP, J. (1998): «Selección de estructuras para materializar acuerdos de colaboración interempresarial». *Moneda y Crédito*, 206: 153-192.
- SACHWALD, F. (1998): «Cooperative Agreements and the Theory of the Firm: focusing on Barriers to Change». *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 35: 203-225.
- SANCHIS, J.R. (1996): «Análisis de las estrategias de cooperación en el sector bancario español». *Dirección y Organización*, 17: 16-25.
- SHARPE, W.F. (1964): «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk». *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- SMANGS, M. (2006): «The Nature of the Business Group: A Social Network Perspective». *Organization*, 13 (6): 889-910.
- VIVES, X. (2001): «Competition in the changing world of banking». *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4): 535-547.