

Actividad bursátil y proceso de formación de precios ante la llegada de información programada y periódica: el anuncio de beneficios

PRESENTADA POR M.^a Begoña Herrero Piqueras.

CORREO ELECTRÓNICO begona.herrero@uv.es

DIRIGIDO POR Dr. C. José García y Dra. Ana M. Ibáñez.

LUGAR DE PRESENTACIÓN Universitat de València.

FECHA DE PRESENTACIÓN 26 de febrero de 2008.

TRIBUNAL Matilde Olvido Fernández Blanco (Presidente).
Francisco Javier Arteaga Moreno (Secretario).
Araceli Mora Enguñados (Vocal).
Mikel Tapia Torres (Vocal).
David Abad Díaz (Vocal).

RESUMEN

A lo largo de la vida de la empresa, son muchos los acontecimientos que surgen y que se ven reflejados en el valor de la misma. Dentro de estos eventos se encuentra el anuncio de beneficios, anuncio que las empresas españolas cotizadas en Bolsa realizan obligatoriamente con periodicidad trimestral y aproximadamente en las mismas fechas. Es precisamente este suceso el elegido para abordar el estudio de ciertos aspectos relacionados con la eficiencia y el proceso de formación de precios en el mercado bursátil español. El objetivo de la Tesis es valorar si las autoridades del mercado consiguen el efecto informativo que persiguen con los requisitos de información exigidos a las entidades cotizadas y estudiar las posibles asimetrías informativas alrededor de la publicación del beneficio empresarial considerando el carácter de información programada y esperada y el comportamiento de inversores heterogéneos. Para abarcar el objetivo planteado y ofrecer una visión amplia del efecto de los anuncios de beneficios, se plantean varios análisis complementarios sobre dicho suceso.

En primer lugar, se persigue estudiar el contenido informativo y el impacto del anuncio del beneficio empresarial bajo una perspectiva global que permita contemplar el impacto sobre el valor de la empresa, sobre el mercado y sobre el comportamiento del inversor, combinando la teoría clásica de eficiencia con las herramientas y teorías pro-

porcionadas por la teoría de la microestructura y de las finanzas del comportamiento. Para ello, se aborda el estudio desde una triple vertiente, analizando el impacto del anuncio del beneficio sobre el proceso de formación de precios, sobre la negociación en el mercado y sobre la estrategia de negociación del inversor y el flujo de órdenes alrededor de la divulgación del beneficio empresarial.

En el desarrollo de los diferentes análisis se consideran todos los anuncios de beneficios que las empresas españolas cotizadas tienen obligación de presentar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, esto es, se trabaja con los anuncios de beneficios trimestrales con la idea de observar posibles diferencias en el efecto informativo de los anuncios anuales, definitivos y auditados, y el de los trimestrales que son provisionales. Concretamente el estudio se realiza para los anuncios trimestrales de beneficios que realizan las empresas españolas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil para el período que abarca desde el primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

Entre los resultados obtenidos destacan los siguientes. El estudio del proceso de formación de precios ha revelado que todos los anuncios de beneficios, independientemente del trimestre considerado y del hecho de que sean o no definitivos, tienen contenido informativo, el cual se recoge en los precios cotizados, si bien de forma distinta entre las empresas grandes y en las de reducido

tamaño. Así, mientras en estas últimas el contenido informativo se incorpora de forma inmediatamente posterior a la publicación de la información, en las empresas grandes lo hace de forma gradual dado que se dispone de mayor información sobre las mismas. Aunque la reacción del precio es la adecuada ante el carácter bueno o malo de la noticia, en cualquier caso, el conocimiento del beneficio contable publicado trimestralmente provoca, en un primer momento, divergencias de opinión entre los participantes del mercado sobre el valor fundamental del activo, divergencias que son mayores si la noticia corresponde a empresas pequeñas, en consonancia con lo esperado, ya que sobre ellas se presupone menor volumen de información previo. Por otra parte, el efecto encontrado en el proceso de formación de precios no depende del momento, respecto a la jornada bursátil, de la publicación de la noticia. El análisis de las variables observables de la negociación bursátil tales como los costes de transacción —medidos a través de la horquilla relativa—, de la liquidez —mediante la horquilla y la profundidad— y de la actividad negociadora —a través del volumen negociado, número de transacciones y tamaño medio de la transacción— muestra una clara reacción del mercado consecuencia de la publicación de la noticia, pero no indicios de la presencia de información asimétrica.

En cambio, la evolución de estas variables una vez publicado el beneficio trimestral conduce a pensar que se produce una reducción de las asimetrías entre los participantes del mercado ya que la liquidez aumenta de forma significativa y, aunque también lo hace la actividad negociadora, estos aumentos son asimismo explicados por el conocimiento de la información contable. La estimación de los componentes de la horquilla confirma la existencia de un componente de selección adversa significativo y positivo en el mercado español, tal y como predicen los modelos de microestructura que contemplan el paradigma de la información asimétrica. Esto indica que los precios fijados en el mercado tienen contenido informativo y que los oferentes de liquidez utilizan la información contenida en ellos para fijar sus cotizaciones. Ahora bien, el estudio de este componente muestra, al igual que las variables comentadas en el párrafo anterior, que no existe información asimétrica en los momentos previos, si bien, una vez efectuado el anuncio, disminuye la posibilidad de negociar con agentes mejor informados. Según lo esperado, el componente de selección adversa con antelación a la divulgación del suceso es mayor en las empresas pequeñas que en las de mayor tamaño así como lo es también en los anuncios trimestrales que en los anuales, debido, en el primer caso, a la mayor incertidumbre que rodea los anuncios de empresas sobre las que hay poca información y, en el segundo, al hecho de que los anuncios de beneficios de las empresas no tengan todavía un carácter definitivo.

En segundo lugar se aborda el estudio del contenido informativo del anuncio a partir de la introducción y flujo de órdenes. Este segundo análisis muestra que la estrategia de negociación global de los inversores no cambia ni ante la espera del anuncio de beneficios —a pesar de que la fecha de dicho anuncio es previsible—, ni ante el conocimiento definitivo del resultado empresarial. Aunque, en general, hay cierta tendencia a incrementar las órdenes de mercado tanto a la compra como a la venta se observa que hay un aumento de la actividad de los agentes impacientes alrededor de una buena noticia mientras que, en el caso de los pacientes este aumento se produce alrededor de una mala noticia. El análisis del comportamiento de los agentes sofisticados y no sofisticados indica que los primeros no utilizan su mayor capacidad para buscar e interpretar la información con antelación a la divulgación del suceso mientras que los segundos, dada la incertidumbre que rodea al anuncio, deciden deshacer posiciones hasta la publicación del resultado.

Por otro lado, a pesar de su menor capacidad para buscar y gestionar la información, no se detecta que los agentes no sofisticados presenten un comportamiento heurístico de toma de decisiones, al menos en lo que respecta a la utilización de la secuencia previa de la sorpresa.

El estudio de las asimetrías informativas a partir del flujo de órdenes, desequilibrios y PIN, corrobora los resultados previamente obtenidos con el componente de selección adversa ya que tampoco indican la presencia de información asimétrica alrededor de la divulgación del beneficio empresarial. El análisis efectuado sobre los determinantes del rendimiento anormal del día del anuncio aporta interesantes resultados. En concreto, muestra que si se anuncia una buena noticia es importante tanto el signo como la magnitud de la variación del beneficio inmediatamente conocida la información, mientras que si la noticia es mala se confirma la lenta reacción del mercado y no se observa relación entre el rendimiento anormal del día posterior al anuncio y el signo y magnitud de la variación del beneficio. Finalmente, el estudio del desequilibrio del flujo de órdenes previo a la publicación del anuncio y el posterior proceso de formación de precios permite confirmar que la reacción al anuncio es diferente para las empresas según su tamaño, siendo en las empresas grandes en las que se observa el impacto de las asimetrías previas en el rendimiento del día de anuncio, y en las pequeñas en las que la secuencia de las sorpresas previas es un determinante del rendimiento.