

EFFECTOS DEL ANUNCIO DEL BENEFICIO CONTABLE EN EL MERCADO ESPAÑOL: REACCIÓN DIARIA, INTRADIARIA Y TENDENCIA A LARGO PLAZO

REALIZADA POR: Sonia Sanabria García
DIRIGIDA POR: Juan Carlos Gómez Sala
LUGAR DE CELEBRACIÓN: Universidad de Alicante
FECHA DE LECTURA: 3 de diciembre de 2004
TRIBUNAL:
Marco Trombetta (Presidente)
Ángel León Valle (Secretario)
María José Arcas Pellicer (Vocal)
Carmelo Reverte Maya (Vocal)
Juan Antonio Rueda Torres (Vocal)

RESUMEN

Esta tesis, en su concepción global, tiene como objetivo fundamental llevar a cabo un análisis en profundidad del impacto que los anuncios de beneficios contables producen en el mercado bursátil español. El vínculo entre la información contable, en concreto la cifra de resultados, y el potencial comportamiento de los inversores en nuestro mercado atendiendo a dicha información, es la principal motivación que me ha animado a investigar en este campo. En este sentido, es importante señalar que la pregunta inicial que nos surge y que supone el comienzo del desarrollo de esta tesis es la siguiente: ¿los beneficios contables obtenidos por la empresa a lo largo del ejercicio económico tienen contenido informativo para el inversor?, ¿cómo reacciona el mercado cuando se divulga dicha información?.

Antes de continuar, es necesario apuntar que para la realización de cada uno de los capítulos se parte de la hipótesis básica de la eficiencia de mercado. Durante las últimas décadas, el concepto de eficiencia del mercado ha sido uno de los temas dominantes en la literatura financiera moderna. Con la mencionada hipótesis se asume que los precios de los títulos que en él se negocian incorporan en su totalidad y de forma instantánea la información disponible, por lo que no es posible obtener rentabilidades anormales en base a dicha información.

Así, tratando de dar respuesta al interrogante global que se acaba de plantear, se han realizado los tres capítulos que componen esta tesis doctoral. En ellos se ha tratado de abordar el comportamiento de los agentes en torno al anuncio de los resultados contables de las empresas desde diferentes perspectivas: diaria, intradiaria y a largo plazo. Inicialmente, a partir de datos diarios y constituyendo el primer capítulo de la tesis, se realiza un estudio de eventos clásico para examinar la respuesta del mercado a la publicación del resultado. Seguidamente, en el segundo capítulo, se efectúa un estudio más a corto plazo del comportamiento de los inversores alrededor de dicha información publicada. Con el desarrollo del mismo, partiendo de información sobre la hora exacta del anuncio y utilizando datos de alta frecuencia, se trata de hacer mayor hincapié en la reacción de la liquidez así como en el estudio de asimetrías informativas. Por último, el tercer capítulo cerraría el círculo con el análisis de la reacción a largo plazo, tratando de examinar si se detecta, en el mercado bursátil español, la presencia

del fenómeno que se conoce, en la literatura financiera, como tendencia post-anuncio de beneficios o *post-earnings announcement drift* - terminología anglosajona.

A continuación, pasamos a describir las ideas y objetivos planteados en cada uno de los capítulos que constituyen la presente tesis doctoral.

1 ESTUDIOS DE REACCIÓN DEL MERCADO

El objetivo en esta primera parte de la tesis es analizar el rol de las cifras de beneficios contables en la adquisición de información adicional que podría afectar a la percepción que los inversores tienen sobre las perspectivas futuras de la empresa, partiendo de que la información contable es un factor determinante en los precios de los títulos. Para ello se ha adoptado la metodología de los estudios de eventos (*event study*) siendo la hipótesis mantenida que los mercados son informativamente eficientes. Este tipo de análisis exige conocer con precisión el momento en el que la información se divulga a fin de ajustar el periodo de estudio al momento del impacto. La evidencia en estos estudios es generalmente consistente con la eficiencia del mercado.

En este capítulo, se parte de una idea básica consistente en que si los mercados de capitales son eficientes, desde una perspectiva informativa, los precios de las acciones deberían reflejar de forma rápida y completa la nueva información comunicada. La presencia de contenido informativo en los resultados contables se infiere a partir de cambios o variabilidad en los precios de las acciones y de cambios en la respuesta del volumen de negociación, durante un breve periodo tiempo en el que los datos son divulgados públicamente. Aunque tanto los cambios en los precios como en el volumen de negociación son indicadores de reacción de mercado, tienen interpretaciones diferentes. Con el análisis de movimientos en los precios se presupone que los inversores tienen expectativas homogéneas. Alternativamente, con las respuestas en los volúmenes de negociación se analiza si existe heterogeneidad en las expectativas de los inversores o si existe diversidad de opinión en la interpretación de la información publicada.

Ciertamente si se observan movimientos en los precios de las acciones y cambios en los volúmenes de negociación alrededor de la publicación del beneficio contable, podría concluirse que la información contable, en concreto el beneficio anual, es potencialmente útil para los usuarios de la información (inversores) en la toma de decisiones de inversión. En caso contrario, la información publicada no tendría contenido informativo para el mercado.

En este sentido, los resultados obtenidos, al igual que lo detectado en otros mercados, ponen de manifiesto que la información contenida en la publicación de la cifra de beneficios contables es significativamente relevante para los inversores. Se detecta que los anuncios de beneficios van acompañados de movimientos en los precios de los títulos y en los volúmenes de negociación, indicio de que se produce agitación e inquietud en el mercado cuando los resultados contables se hacen públicos. Asimismo, se observa que son los movimientos en los precios (variable aproximada del contenido informativo de los beneficios contables) los que van seguidos de cambios significativos en la actividad negociadora (variable aproximada de las divergencias de opinión de los

inversores), y que la respuesta del volumen de negociación es más elevada cuando los cambios en precios son positivos que cuando son negativos.

En la última parte del este capítulo, se analizan los factores determinantes de los cambios en la negociación alrededor del anuncios de beneficios anual así como la vinculación existente entre los movimientos en los precios de las acciones y los cambios en los volúmenes de negociación. En este sentido, se observa que la mayor negociación está relacionada con el contenido informativo de la publicación, con las interpretaciones heterogéneas que los inversores realizan de la información divulgada, y con el nivel de cobertura media de los analistas financieros durante el año previo al anuncio. Ahora bien, continúa existiendo una parte de los cambios producidos en el volumen de negociación inexplicada que, en nuestra opinión, pueden venir provocados por la presencia de inversores no informados que actúan, mayoritariamente, por necesidades de liquidez.

2 COMPORTAMIENTO INTRADIARIO ALREDEDOR DEL ANUNCIO DE BENEFICIOS

Con el estudio desarrollado en este segundo capítulo, se lleva a cabo un importante enlace entre dos relevantes áreas de investigación, como son la teoría de la microestructura del mercado y las finanzas corporativas, si bien dentro de esta última estaríamos teniendo en cuenta también las cifras contables. El nexo de unión es sencillo si pensamos que, la primera de ellas, ha estado preocupada por identificar la presencia de agentes con mejor información en la negociación del mercado, mientras que la segunda ha tratado de analizar el efecto que la publicación de determinada información relevante para la empresa (normalmente, de carácter contable, y en nuestro caso particular, el beneficio anual) puede tener para sus títulos. En este sentido, la pregunta que nos surge es inmediata: ¿cómo afecta dicha publicación a las diferencias de información (asimetrías) que se dan en el mercado?.

La precisión intradía de la publicación de información ha recibido una atención creciente entre los académicos en contabilidad y finanzas. El objetivo del presente capítulo es el análisis de la reacción intradiaria que tiene la publicación de anuncios de beneficios anuales por parte de las empresas que cotizan en el mercado español. La ausencia de investigación en esta área en dicho mercado, dada la dificultad de obtener el momento exacto (fecha y hora) de estos anuncios, ha supuesto una de las motivaciones principales que nos ha llevado a realizar este estudio.

En este sentido, queremos analizar el posible comportamiento anormal de la liquidez, actividad negociadora y volatilidad alrededor de la fecha de publicación del resultado contable. Dado que todas estas variables guardan relación, intentaremos dar una argumentación conjunta de lo que ocurre en el mercado. Para todo ello, nos planteamos el contraste de diferentes hipótesis relacionadas con la presencia de asimetría informativa y su repercusión sobre la liquidez del mercado.

Centrándonos en el momento exacto en el que ocurre la publicación, es importante señalar que aunque la mayoría de los anuncios de resultados contables se efectúan durante las horas de mercado abierto, un número considerable de ellos se

realizan fuera de la sesión de negociación¹. En este sentido, se considera que puede ser interesante diferenciar entre los dos tipos de anuncios dependiendo de la hora de publicación del mismo. Existen razones para pensar que el comportamiento anormal de la liquidez y de la asimetría informativa, entre los dos grupos de anuncios, puede ser distinto.

Con los resultados obtenidos, se pone de manifiesto que la publicación del resultado contable incentiva la negociación y provoca una mejora en la liquidez de los títulos, al producirse un estrechamiento de la horquilla de precios y al aumentar la profundidad cotizada de los títulos aparcados a ambos lados del libro de órdenes. Todo ello, podría estar apuntando a la posibilidad de una reducción en las asimetrías informativas. Adicionalmente, cuando se diferencia entre los anuncios de beneficios realizados durante la sesión abierta y fuera de las horas de negociación, en ambos casos se detecta un efecto positivo sobre la liquidez si bien la velocidad con la que se produce dicha mejora en la liquidez es diferente entre ambos tipos de anuncios.

3 TENDENCIA EN LAS RENTABILIDADES CON POSTERIORIDAD AL ANUNCIO DE BENEFICIOS

Como ya se ha mencionado anteriormente, en la primera parte de la tesis se ha demostrado que el mercado reacciona como consecuencia del contenido informativo que el anuncio de beneficios tiene para los inversores. Ahora bien, puede ocurrir que, tal y como se ha evidenciado en otros mercados bursátiles diferentes del español - como el de Reino Unido o Estados Unidos - las reacciones de los precios en las fechas de publicación de los beneficios contables sean incompletas dado que los precios se ajustan gradualmente a la nueva información. Este hecho provoca que las carteras formadas por títulos con sorpresas extremas en beneficios generen rentabilidades estadística y económicamente significativas durante un intervalo temporal de hasta un año posterior a la publicación, fenómeno conocido como “tendencia post-anuncio de beneficios”.

A lo largo de la literatura financiera son tres las posibles explicaciones que se han dado a dicho fenómeno: (a) cambios en el riesgo de las empresas con sorpresas extremas justificando la presencia de rentabilidades esperadas más elevadas, (b) problemas metodológicos documentados en estudios previos, e (c) infra-reacción de los inversores en el periodo de anuncio a la información contenida en el beneficio contable, corregida en periodos subsiguientes con la nueva información publicada y provocando la tendencia en los precios retardada.

Así, los primeros estudios desarrollados en este campo de investigación adolecían de una serie de limitaciones y sesgos que, en principio, hacían sobresalir a las dos primeras explicaciones como posible origen del fenómeno. No obstante, en investigaciones posteriores, una vez corregidos los defectos conocidos en la metodología y los controles incompletos del riesgo o costes de transacción, los movimientos en los precios en el periodo subsiguiente al anuncio continúa estando patentes, lo que dificulta bastante la comprensión del comportamiento del mercado en base a la hipótesis de eficiencia.

¹ Entre el 29% y el 35% de las divulgaciones contables se llevan a cabo durante las horas fuera de negociación. Véase, Patell y Wolfson (1984), Brown, Clinch y Foster (1992), Francis, Pagach y Stephan (1992).

En este sentido, una cuestión que se ha intentado solventar en múltiples investigaciones, pero no resuelta, y que ha sido abordada en el tercer capítulo de la tesis es la siguiente: ¿cómo los estudios de rentabilidades de títulos en una ventana corta - como por ejemplo, en estudios de rentabilidades diarias o incluso intradiarias - muestran que la respuesta del mercado es relativamente rápida (dentro del día, horas incluso minutos), y sin embargo hay evidencia de la persistencia de rentabilidades anormales hasta un año después del evento?.

Por consiguiente, para poder comprender completamente el impacto de los beneficios contables en el mercado, además de la velocidad y la persistencia del ajuste del mercado a la información contenida en los mismos, y con la finalidad de obtener una visión más correcta acerca de la respuesta del mercado, se considera que puede ser interesante investigar si las rentabilidades obtenidas con la publicación del resultado contable, efectivamente, persisten en un intervalo temporal más largo de varios meses. Dentro de esta investigación, uno de los tópicos que ha recibido mayor atención es la posibilidad de obtener beneficios económicos mediante la aplicación de determinadas estrategias de negociación.

Por ello, el objetivo del tercer capítulo es analizar si, efectivamente, se detecta evidencia a favor de este comportamiento en los precios de los títulos, tal que existe la posibilidad de predecir las rentabilidades futuras siguiendo a anuncios de beneficios contables trimestrales en base a las recientes sorpresas en los beneficios. En este sentido, si realmente se observa esta pauta, se puede apuntar que esto supone un serio reto a la hipótesis de eficiencia del mercado. De acuerdo con esta percepción, sería posible el diseño de estrategias de negociación, consistentes en tomar posiciones largas en los títulos con sorpresas en los beneficios favorables y posiciones cortas en los de sorpresas desfavorables, que permitan al inversor obtener beneficios los derivados de las rentabilidades anormales que persisten durante el periodo posterior al anuncio de beneficios.

Tal y como se ha demostrado en otros mercados, los resultados obtenidos apoyan la presencia del fenómeno de persistencia en las rentabilidades con posterioridad al anuncio de beneficios en el mercado español, en el periodo 1992-2003. Asimismo, cuando se utilizan como modelos de valoración tanto el modelo tradicional del CAPM como con el modelo de tres factores de Fama-French (1993) para explicar la relación rentabilidad-riesgo como posible origen de la anomalía detectada, los resultados alcanzados ponen de manifiesto que dichos modelos no funcionan a la hora de justificar el comportamiento anómalo de los precios con posterioridad al anuncio de beneficios.

Por consiguiente, los resultados observados hasta el momento, en este tercer capítulo, presentan un importante reto a la hipótesis de eficiencia del mercado, sugiriendo que podríamos estar ante una potencial situación de ineficiencia del mercado en su forma semifuerte. Si bien, antes de concluir si existe o no un comportamiento irracional de los inversores se hace necesario investigar con mayor profundidad, para descartar la posibilidad de que el origen de éste comportamiento anómalo detectado en los precios pueda hallarse en un incorrecto ajuste por riesgo como consecuencia de una incorrecta especificación del modelo de valoración.

REFERENCIAS

- Bernard, V., 1987. Cross-sectional dependence and problems in inference in market-based accounting research, *Journal of Accounting Research*, Spring, 1-48.
- Brown, P., G. Clinch, y G. Foster, 1992. Market microstructure and capital market information content research, American Accounting Association.
- Kothari, S.P., 2001. Capital market research in accounting, *Journal of Accounting and Economics* 31, 105-231.
- Fama, E., 1970. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25, 383-417.
- Francis, J., D. Pagach, y J. Stephan, 1992. The stock market response to earnings announcements released during trading versus nontrading periods, *Journal of Accounting Research* 30, 165-184.
- Lev, B, y J. Olhson, 1982. Market-based empirical research in accounting: a review, interpretation, and examination. *Journal of Accounting Research*, Supplement, 249-322.
- Malkiel, B., 1992. Efficient market hypothesis, en Newman, P., Milgate, M. y Eatwell, J. (eds). *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Mcmillan, London.
- Patell, J.M. y M.A. Wolfon, 1984. The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements, *Journal of Financial Economics* 13, 223-252.
- Roberts, H., 1967. *Statistical versus clinical prediction of stock market*, Manuscrito no publicado, Universidad de Chicago.