

FORO DE INVESTIGACIÓN FINANCIERA



documentos a debate

1 Liquidez e información alrededor del anuncio de beneficios: Análisis intradiario en el mercado español.

2 ¿Qué componentes del libro de órdenes son informativos?

El Foro de Investigación Financiera es una iniciativa promovida desde el servicio de estudios de la Bolsa de Madrid que busca activar y poner de relieve la conexión existente entre la realidad del día a día de los mercados y los trabajos de investigación que desde el ámbito académico se realizan sobre materias que inciden en el desarrollo de los mismos. A tal fin se orienta la organización periódica de seminarios de discusión, donde los autores de un par de trabajos de investigación presentan sus estudios (en ocasiones versiones muy preliminares) ante un grupo reducido de profesionales del mercado y académicos interesados, para su valoración y debate. La última jornada de estas características se celebró en la Bolsa de Madrid en la mañana del pasado 6 de mayo. A continuación se ofrece un resumen ejecutivo realizado por los propios autores de los trabajos ("papers") que se presentaron en esta ocasión.

Liquidez e información alrededor del anuncio de beneficios: Análisis intradiario en el mercado español

1 DOCUMENTO

David Abad y Sonia Sanabria-García.
Universidad de Alicante.
José Yagüe-Guirao.
Universidad de Murcia.

La cifra de beneficios de una empresa es, o debe ser, una de las informaciones de carácter contable más relevantes para cualquier inversor interesado en la determinación del valor de un título. Si esto es cierto, el anuncio de los beneficios debe tener un reflejo inmediato en el comportamiento del mercado donde se negocian los títulos, afectando a la actividad negociadora, el entorno informativo y la liquidez de los mismos. Muchos son los estudios que, tanto a nivel teórico como empírico, han analizado la relación entre anuncios de beneficios y comportamiento de la negociación, diferenciado siempre entre lo que acontece antes y después del citado anuncio. Dentro de esta línea de investigación y utilizando datos de alta frecuencia, el objetivo de nuestro trabajo ha sido el de tratar de dar respuesta a la siguiente doble cuestión: ¿la divulgación del

resultado contable incrementa o disminuye el nivel de asimetría informativa en nuestro mercado?, ¿cómo afecta dicha divulgación a la liquidez de nuestro mercado a nivel intradiario?

HIPÓTESIS PREEXISTENTES

En la literatura previa se han establecido distintas hipótesis sobre el impacto del anuncio de beneficios en el entorno informativo de los títulos, así como en su liquidez. Parece existir un consenso generalizado respecto al aumento en los niveles de información asimétrica antes del anuncio (Kim y Verrecchia, 1991; McNichols y Trueman, 1994; Demski y Fletan, 1994). En cambio, no existe tal coincidencia sobre los efectos posteriores al anuncio. Por un lado, algunos autores (Verrecchia, 1982; Diamond, 1985) plantean que la difusión pública de esta información provocará una reducción de la asimetría informativa en el mercado (horquillas más ajustadas, mayor profundidad y volumen de negociación, así como una reducción en la volatilidad). Por otro lado, Kim y Verrecchia (1994) estable-

cen que el anuncio podría originar, durante un breve período de tiempo, aumentos en el nivel de información asimétrica como consecuencia de la distinta habilidad y destreza de los inversores para interpretar la información revelada. En cualquier caso, estas dos hipótesis no tienen porque ser contradictorias ya que tras un cierto período de tiempo y una vez que la nueva información es incorporada a los precios, los niveles de información asimétrica revertirán a sus niveles normales.

LA MUESTRA

Nuestra muestra está formada por un total de 92 anuncios realizados por activos pertenecientes al índice IBEX-35, y que corresponden a los beneficios de los ejercicios 2000, 2001 y 2002. Disponemos del momento exacto (día y hora) de la realización del anuncio, así como de distinta información intradiaria sobre la negociación durante varios días alrededor del anuncio. Para examinar el patrón de comportamiento intradiario del mercado en torno al momento del anuncio de beneficios se utiliza la metodología

clásica del estudio de eventos, pero adaptada al trabajo con datos de alta frecuencia. Para ello, dividimos cada sesión diaria en 34 intervalos de 15 minutos. Asimismo, con la finalidad de analizar el comportamiento anormal de las variables de liquidez en los intervalos próximos al momento del anuncio, se establece un periodo de control sin anuncio (benchmark), para cada año y empresa, que determina los niveles considerados "normales".

Adicionalmente al análisis conjunto de la muestra, diferenciamos entre los anuncios efectuados durante horas de negociación (daytime) o fuera de ellas (overnight), ya que consideramos que este hecho podría tener efectos distintos sobre la liquidez, asimetría informativa y comportamiento de la negociación. De esta forma, introducimos una nueva cuestión: ¿es la reacción del mercado distinta según el momento del anuncio?

RESULTADOS

En términos generales, encontramos que el anuncio de la cifra de resultados tiene efectos positivos sobre la liquidez, lo cual podría estar sugiriendo una reducción de la asimetría informativa una vez se divulgan los resultados contables. No obstante, la reacción de los agentes difiere dependiendo del momento exacto (hora) en la que se produce dicha publicación. En la muestra de anuncios fuera de negociación, dado que los inversores disponen de tiempo para procesar, evaluar e interpretar la información antes de la apertura del mercado, se produce una mejora inmediata en la liquidez. Observamos valores de la horquilla significativamente inferiores en un intervalo de dos horas después del anuncio, que además van acompañados de un mayor volumen de negociación durante los primeros 45 minutos de la sesión.

Por el contrario, para los anuncios publicados durante la sesión, no se detectan cambios inmediatos en la liquidez, pero si una volatilidad inusualmente alta, indicio de la presencia de contenido informativo del anuncio y de una posible heterogeneidad en la interpretación del mismo. En este caso, es necesario que pase un tiempo (alrededor de hora y media) tras el cual se empieza a observar un estrechamiento en la horquilla

GRAFICO I. ANUNCIOS OVERNIGHT

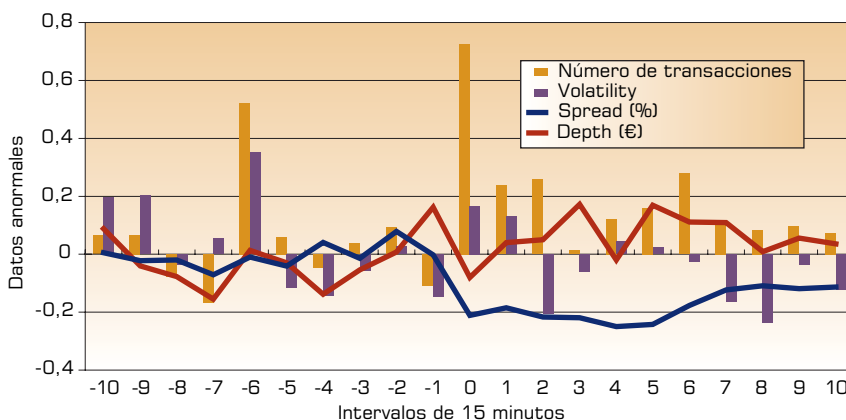
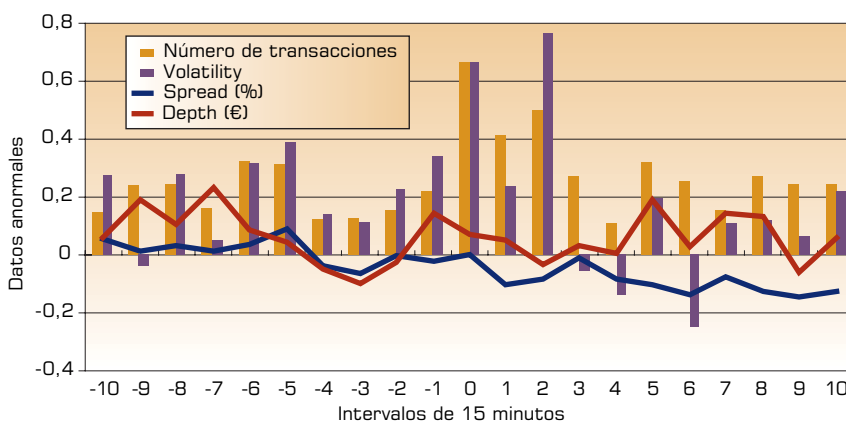


GRAFICO II. ANUNCIOS DAYTIME



cotizada acompañado de un crecimiento de la profundidad. Esta mejora tardía en la liquidez sugiere que las divergencias de opinión desaparecen tras ese intervalo de tiempo. Por su parte, la actividad negociadora se mantiene en valores anormalmente altos desde el momento del anuncio hasta el final de la sesión. Con la finalidad de presentar los resultados con mayor claridad mostramos en los gráficos I y II el comportamiento alrededor de la publicación de resultados contables para los anuncios daytime y overnight respectivamente.

En síntesis, puede concluirse que la publicación del resultado contable reduce la información asimétrica, favoreciendo la negociación y los niveles de liquidez en el mercado, si bien la velocidad de incorporación de la información divulgada en los precios puede diferir dependiendo de si la publicación ha

sido efectuada durante las horas de mercado abierto o fuera de la sesión.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Demski, J. y G. Feltham, 1994. Market response to financial reports. *Journal of Accounting and Economics*.
 Diamond, D., 1985. Optimal release of information by firms. *The Journal of Finance*.
 Kim, O. y R. E. Verrecchia, 1991. Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements. *Journal of Accounting Research*.
 Kim, O. y R. E. Verrecchia, 1994. Market Liquidity and Volume around Earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*.
 McNichols, M. y B. Trueman, 1994. Public Disclosure, Private Information Collection, and Short-term Trading. *Journal of Accounting and Economics*.
 Verrecchia, R., 1982. The use of mathematical models in financial accounting. *Journal of Accounting Research*. □