



EFFECTO INFORMATIVO DE CAMBIOS EN EL RATING: EL CASO ESPAÑOL

THE EFFECT OF BOND RATING CHANGES:
THE SPANISH EVIDENCE

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo analizar la respuesta del mercado español de acciones ante las disminuciones y aumentos de rating de las empresas españolas calificadas que cotizan en este mercado. Los resultados ponen de manifiesto que mientras los incrementos en la calificación crediticia provocan una reacción positiva en el mercado, ésta se torna negativa cuando se trata de disminuciones de rating.

Palabras clave: cambios de rating, estudio de eventos, mercado español de acciones.

Abstract

This study analyzes the effect of corporate bond rating changes (downgrade and upgrades) on stock prices in the Spanish stock market. Our results present evidence of a negative (positive) response in the market to downgrades (upgrades) in debt ratings.

Keywords: rating changes, event study, Spanish stock market.



María Concepción Verona¹
José Juan Déniz Mayor²

1. Introducción

La existencia de asimetrías informativas en los mercados hace necesaria la utilización de mecanismos que contribuyan a su minoración. Dichos mecanismos o señales no siempre parten del interior de la empresa sino que pueden provenir de agentes externos como es el caso de las agencias de rating, cuyo objetivo es dar a conocer la calidad crediticia de un emisor o una emisión, después de ser objeto de un profundo análisis, el cual se confecciona no sólo con información pública sino también con información privada de la empresa. Por tanto, se puede considerar que el rating puede contribuir a disminuir las asimetrías informativas existentes en los mercados, al ser un indicador de la calidad crediticia de una entidad, siendo los cambios en el mismo un reflejo de los acontecimientos que han afectado a la salud financiera de dicha firma.

Dada la importancia del rating en este sentido y su presencia cada vez mayor en el mercado español, se hace necesario un estudio que de a conocer la valoración que de las calificaciones crediticias

¹Dra. María Concepción Verona Martel: Licenciada y Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Departamento Economía Financiera y Contabilidad. Las Palmas de Gran Canaria: España (ULPGC). Profesora Titular, email: cverona@defc.ulpgc.es

²Dr. José Juan Déniz Mayor: Licenciado y Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Las Palmas de Gran Canaria: España (ULPGC). Profesor Titular, Líder del Grupo de Investigación "Información Contable, Economía Financiera y Sociedad (INFISOC)", email: jdeniz@defc.ulpgc.es

hace el mercado de capitales español. Lo que permitirá comparar el comportamiento de un mercado pequeño como el español con otros mercados más amplios como el estadounidense, al mismo tiempo que se contribuye a ampliar la evidencia empírica sobre este tema en mercados fuera de Estados Unidos, lo que facilitará realizar comparaciones a un nivel internacional.

El artículo se desarrolla como sigue. En el apartado dos se hace una breve referencia a las funciones y proceso de elaboración del rating, realizando asimismo una revisión de la literatura. Tras comentar en el apartado tres, las hipótesis objeto de investigación, se recogen en el cuarto apartado los aspectos más significativos de la muestra y metodología utilizada, mientras que los resultados obtenidos de la investigación realizada se presentan en el apartado cinco. Para finalizar, se exponen las conclusiones del trabajo.

2. El proceso de elaboración del rating y su contenido informativo

El rating es un indicador de la solvencia de una entidad (generalmente un emisor de valores), elaborado por una agencia especializada, normalmente a petición del emisor, con el fin de informar al inversor potencial acerca de su calidad crediticia¹. La existencia y utilización del rating en los mercados financieros beneficia a todos los participantes en el mismo, es decir, inversores, emisores, intermediarios financieros y autoridades reguladoras.

Así, a los inversores les proporciona información exacta, actualizada y fácilmente comprensible sobre el nivel de riesgo crediticio de emisores y emisiones, ampliando las alternativas de inversión y permitiendo la evaluación del binomio rentabilidad-riesgo. Para los emisores supone una disminución del coste de la deuda, al mismo tiempo que amplía la base de inversores y facilita la colocación de las emisiones. A los intermediarios les ayuda no sólo en la venta de los activos, sino también en la disminución de la percepción errónea por parte de algunos inversores de que el encargado de colocar una emisión es responsable de la calidad de crédito de la misma. Las autoridades reguladoras tienen como principal objetivo conseguir que los mercados funcionen de forma eficiente, y en este sentido, un buen sistema de calificaciones puede contribuir, en gran medida, a obtenerlo, pues el rating al establecer una base racional de precios en función del riesgo de la emisión y al señalar los emisores con una peor calidad crediticia, contribuye a aumentar la transparencia y la eficiencia del mercado, aspectos fundamentales para conseguir

¹Un análisis detallado de los aspectos más destacados del rating se puede encontrar en Verona Martel (2002).

un buen desarrollo de los mismos.

En general, el proceso seguido por las distintas agencias a la hora de conceder un rating es similar; teniéndose en cuenta tanto variables externas a la empresa (riesgo soberano, riesgo sectorial y entorno económico) como variables internas de carácter cuantitativo y cualitativo (solidez financiera, apoyo público, características de la emisión, calidad de la dirección, etc.).

En relación al contenido informativo que puede poseer el rating, existen importantes trabajos, fundamentalmente referidos al mercado de acciones estadounidense, donde el rating cuenta con un mayor desarrollo. Así, son numerosos los estudios que han examinado la reacción del mercado de acciones de dicho país ante cambios en los ratings de bonos (Holthausen y Leftwich, 1986; Cornell, Landsman y Shapiro, 1989; Hand, Holthausen y Leftwich, 1992; Hsueh y Liu, 1992; Schweitzer, Szewczyk y Varma, 1992; Bi y Levy, 1993; Goh y Ederington, 1993), llegando a la conclusión de que se produce una respuesta negativa en el precio de los títulos cuando se disminuye el rating, que se torna positiva cuando éste es aumentado, siendo mayor la reacción ante las disminuciones que ante los aumentos. En otros mercados como el australiano (Matolcsy y Lianto, 1995) y el británico (Barron, Clare y Thomas, 1997), los resultados obtenidos han sido similares. En España se han realizado distintos estudios, como el de Camino Blasco y Cardone Riportella (1994), cuyos resultados difieren de los mencionados anteriormente, pues obtienen reacción del mercado ante las subidas de rating pero no ante las bajadas. Por su parte, González Méndez y González Rodríguez (1997) afirman que el mercado español reacciona tanto ante las subidas como ante las bajadas de rating, aunque con mayor intensidad ante las segundas, conclusión compartida por Verona Martel (1998). Abad y Robles (2003) sólo analizan las bajadas de rating y también detectan reacción (negativa) significativa del mercado español.

La conclusión a la que llegan los distintos autores es que el rating tiene contenido informativo, pues proporciona al mercado nueva y relevante información; comprobándose, en algunas ocasiones, que a pesar de que el mercado conoce de forma anticipada la desfavorable situación financiera en que se encuentran algunas empresas no reacciona hasta que las agencias de rating hacen pública su opinión sobre la calidad crediticia de tales firmas a través de modificaciones en el rating.

3. Hipótesis de la investigación

Una herramienta a disposición de los emisores de deuda para resol-

ver los problemas de asimetrías informativas es, precisamente, el rating al señalar al mercado su calidad crediticia. Por tanto, los emisores pueden hacer uso de las calificaciones para dar a conocer la verdadera calidad crediticia de los activos financieros que emiten, y fijar el precio de acuerdo con ella. Así, la señalización mediante una tercera parte, como son las agencias de rating, reduce los problemas de riesgo moral existentes en los mercados (Hsueh y Kidwell, 1988:47), ya que a lo largo de la vida de la emisión se realiza un análisis continuo de la situación financiera de la empresa, de manera que todo cambio que se produzca en ella se reflejará en modificaciones del rating.

Millon y Thakor (1985:1404, 1416) consideran que en un mundo con información asimétrica y riesgo moral la existencia de agencias de información financiera que se dedican a adquirir y procesar información pero no proporcionan fondos, como es el caso de las agencias de rating, está plenamente justificada, al tener éstas como función principal certificar el verdadero valor de las empresas. Así, una compañía que desea obtener nueva financiación puede utilizar los servicios de estas agencias para dar a conocer al mercado el verdadero valor de la firma, con la seguridad de que tales agencias se verán obligadas a proporcionar información fiable y de calidad, pues su futuro depende de ello. En este sentido, Datta, Iskandar-Datta y Patel (1997:394) afirman que el rating de un bono proporciona una certificación adicional sobre la calidad de la empresa, además de mitigar la incertidumbre ex-ante asociada con una nueva emisión de deuda.

Por su parte, Whited (1992:1438, 1449) llega a la conclusión de que el rating de un bono contiene una gran cantidad de información, pues no sólo da a conocer al inversor potencial una "buena idea" del riesgo que asume con la inversión, sino que indica que la firma ha sido sometida a un cuidadoso estudio para determinar su salud financiera y sus oportunidades de crecimiento futuro. Por tanto, el rating de un bono puede ser visto como un resumen estadístico de toda esta información, y la entidad que lo posea no tendrá el mismo nivel de asimetría de información que la que no lo posea.

Una forma de constatar que el rating proporciona nueva información al mercado es analizando la respuesta del mismo ante anuncios de reducciones y aumentos del rating. Cabe la posibilidad de que el mercado no reaccione, debido a que la información recogida en el rating ya fuese conocida, o bien, a que ésta carezca de relevancia para el inversor. Pero teniendo presente que el rating se elabora con información pública y no pública, que es un indicador de la calidad crediticia de una firma, elaborado por una agencia indepen-

diente y especializada, que permite reducir la incertidumbre acerca de la situación financiera de una empresa, es de esperar que el mercado responda ante las noticias relativas al rating, y con el mismo signo de éstas, pues se proporciona información que no era conocida.

Por otro lado, puede ocurrir que la reacción del mercado ante bajadas y subidas de rating, se produjese con diferente intensidad, motivada por el hecho de que las empresas presentan una mayor predisposición a comunicar noticias positivas que negativas. Por tanto, cuando la agencia anuncia la mejora en el rating, las condiciones favorables que la provocan pueden ser conocidas, en cierta medida, por el mercado. En cambio, el entorno que rodea a las disminuciones suele ser el contrario, y si a ello se une el deseo de la agencia de rating de proporcionar información exacta y actualizada sobre las entidades calificadas, manteniendo así su buena reputación, nos encontraremos, muy probablemente, con un alto contenido informativo de los anuncios de disminución de rating, al proporcionar éstos información nueva, no conocida hasta ese momento por el mercado.

Considerando lo anteriormente expuesto y los principales resultados obtenidos de la evidencia empírica sobre el tema, y con el fin de conocer la reacción del mercado español ante los anuncios de las agencias de calificación, las hipótesis que se plantean en nuestro trabajo son las siguientes:

H1: El mercado español reacciona con el mismo signo que el cambio que se ha producido en el rating de una empresa.

H2: El mercado español reacciona de forma más fuerte ante las disminuciones de rating, que suponen un deterioro de la posición crediticia de la empresa, que ante los aumentos del rating, que conllevan una mejora de la calidad crediticia de la misma.

4. Aspectos metodológicos

4.1. Muestra seleccionada

La población objeto de análisis está constituida por los anuncios de disminución y aumentos de ratings relativos al colectivo de empresas calificadas que cotizan en el mercado bursátil español de renta variable, ya sean entidades financieras o no financieras. El número de anuncios publicados durante el período objeto de estudio, que comprende desde el año 1987 al año 1999, asciende a 58 anuncios de los cuales han sido excluidos por estar contaminados 9 anuncios.

Por tanto, la muestra ha quedado formada por 49 anuncios, realizados por las agencias Standard & Poor's (S&P), Moody's e IBCA²,

que corresponden a 15 empresas³, de las que 13 son entidades bancarias, 1 pertenece al sector eléctrico, mientras que la otra corresponde al sector de comunicaciones.

Estos anuncios están referidos a aumentos y disminuciones de los ratings a largo plazo, a corto plazo, individual y legal, sin colocación previa en las Listas de Vigilancia. El número total de anuncios considerados se recogen en la tabla 1.

Aunque estimamos de gran interés conocer la reacción del mercado

(Negocios), asimismo se han mantenido contactos telefónicos con las agencias de rating con la finalidad de tener la seguridad de que todos los anuncios realizados han sido incluidos en la muestra objeto de estudio.

A la hora de realizar el análisis se han excluido todos aquellos anuncios que podrían estar contaminados es decir aquellos que han coincidido en el día de su publicación o en los días próximos a ella con otros acontecimientos que podrían haber influido en el precio de las

acciones, impidiendo conocer el verdadero efecto que provoca el anuncio relativo al rating en el mercado de renta variable, tales como ampliaciones de capital, pago de dividendos, etc. También, fueron excluidos los anuncios de aquellas empresas cuya contratación infrecuente dificultaba su análisis posterior.

Dentro del período de estudio, la mayoría de los anuncios se producen de 1991 en adelante. Esta mayor actividad de las agencias en España es de-

bida fundamentalmente a que es en 1992 cuando comienzan a instalarse las grandes agencias de rating en España⁴.

Tabla 1. Clasificación de los anuncios de rating en los grupos de estudio

| GRUPOS DE ESTUDIO | ANUNCIOS INCLUIDOS | ANUNCIOS EXCLUIDOS | TOTAL ANUNCIOS |
|---------------------------|--------------------|--------------------|----------------|
| - Disminuciones de rating | 24 | 5 | 29 |
| - Aumentos de rating | 25 | 4 | 29 |
| TOTAL ANUNCIOS | 49 | 9 | 58 |

de renta fija ante estos anuncios relativos a la calidad crediticia de una entidad el reducido nivel de desarrollo de dicho mercado en España no nos permitió realizar el análisis.

Para obtener los anuncios se han consultado los principales diarios económicos españoles (Expansión, Cinco Días y La Gaceta de los

²Existen otras agencias que también tienen calificadas a empresas que cotizan en el mercado español de renta variable, pero al ser de menor importancia no se han incluido en el estudio.

³Las empresas seleccionadas no son las únicas entidades que están calificadas en España. Existen otras, pero no cumplen el requisito de cotizar en el mercado de renta variable que hemos establecido para formar parte de la muestra, al ser Cajas de Ahorro, Ayuntamientos, Comunidades Autónomas o entes públicos.

⁴La mayoría de los anuncios de rating que componen la muestra corresponden a grandes empresas, bastante conocidas en el mercado y pertenecientes a sectores (bancario, eléctrico y comunicaciones) con un amplio conjunto de normativas que regulan sus actividades, por lo que se podría suponer que la transmisión de información al mercado español con las variaciones de sus calificaciones fuese menor que en el caso de empresas de las que exista en el mercado una menor cantidad de información.

⁵Los datos referentes a las cotizaciones diarias y al Índice General se han obtenido de la Bolsa de Madrid.

⁶La no consideración de los 60 días más próximos a la fecha del anuncio para realizar la estimación pretende eliminar aquellos datos que pudieran estar afectados por el evento que se estudia.

4.2. Metodología utilizada

La metodología que se ha utilizado es la denominada metodología de estudio de eventos, que hace preciso calcular el rendimiento anormal, al cual se aplica un test estadístico con el fin de conocer si tales rendimientos anormales son significativos estadísticamente. El rendimiento anormal viene dado por la diferencia entre el rendimiento obtenido por un título en el mercado en un momento determinado, ajustado por dividendos y ampliaciones de capital, menos el rendimiento esperado para dicho título en ese momento estimado según el modelo de mercado, cuya expresión es la siguiente⁵:

$$RA_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

donde, R_{it} , rendimiento anormal del título i en el momento t , R_{it} , rendimiento obtenido por el título i en el momento t , R_{mt} , rendimiento del mercado medido a través del Índice General de la Bolsa de Madrid en el momento t , y por último, α_i y β_i son los parámetros del modelo de mercado estimados por mínimos cuadrados ordinarios a lo largo de un período de 150 días, del día +61⁶ al día +210.

Holthausen y Leftwich (1986:67) consideran que los resultados ob-

tenidos en intervalos muy cortos de tiempo, como dos o tres días alrededor de la fecha del anuncio no son sensibles a la elección del período de estimación, y que el período más apropiado para hacer la estimación es el posterior al anuncio porque así se incorpora cualquier cambio asociado con el anuncio de rating.

En nuestro estudio hemos tomado una ventana corta de (-10 días, +10 días) para analizar si el precio de las acciones se ve afectado por los anuncios de rating, siendo el día 0, el día en que el anuncio de rating se publica en la prensa. Con este período corto se pretende determinar la reacción del mercado en los días más próximos al anuncio del evento. Asimismo, en el estudio se trabaja con información diaria de precios, lo que permite observar el efecto que se produce en los precios el día exacto del anuncio, hecho que no se puede apreciar con tanta claridad si la información es tomada mensual o semanalmente.

El uso de una ventana estrecha para analizar el efecto del acontecimiento, unido a la utilización de información diaria, reduce la posibilidad de que otro tipo de noticias estén incluidas en el efecto que se analiza.

Una vez estimados los rendimientos anormales, éstos son sometidos a unas pruebas estadísticas al objeto de determinar si la reacción del mercado ante los anuncios de rating es en términos estadísticos significativa o no, considerando como hipótesis nula que los rendimientos anormales no son diferentes de cero. Para ello, se han utilizado el test no paramétrico de Corrado (1989).

El test estadístico no paramétrico de Corrado (1989) tiene igual poder y buena especificación que el test de Wilcoxon (Corrado, 1989:387-388). Autores como Campbell y Wasley (1993:73) y Cowan y Sergeant (1996:1731), comentan su buena especificación y recomiendan su uso. Este test consiste en transformar la serie temporal de rendimientos anormales de cada título en rangos. Si denominamos K_{it} al rango del rendimiento anormal (RA $_{it}$) del título i , nos queda que:

$$K_{it} = \text{rango}(\text{RA}_{it}), \quad t = -60, \dots, +210,$$

considerando una serie temporal de 271 días⁷, donde el rango (K_{it}) variará de 1 a 271, indicando el rango 1 el rendimiento anormal más pequeño; asignando un rango a las rentabilidades anormales que componen tanto el período de estimación como la ventana.

El test de Corrado para el día 0, queda definido de la siguiente

forma:

$$Z = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{i0} - \bar{K})}{S(K)}$$

siendo N el número de anuncios que componen la muestra para el día considerado, el rango medio, y calculándose la desviación típica ($S(K)$) usando la muestra completa de 134 días.

El test de Corrado para analizar un período de más de un día, por ejemplo la ventana formada por el intervalo ($a=+1$, $b=+3$), vendrá dado por la siguiente expresión:

$$Z = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=a}^b (K_{it} - \bar{K})}{\sqrt{b-a+1} S(K)}$$

5. El efecto de disminuciones y aumentos de rating

En este apartado, procedemos a analizar la reacción del mercado español de acciones ante cambios en el rating. En primer lugar, se estudia la valoración del mercado español ante el anuncio de disminuciones de rating. En este sentido, durante el período objeto de estudio y después de la depuración realizada, la muestra la componen 24 anuncios, que corresponden a 12 entidades financieras.

En el día del anuncio de la disminución del rating se observa que el mercado realiza una valoración negativa y significativa estadísticamente de la noticia (tabla 2); representando los rendimientos anormales negativos el 89% del total. En el día inmediatamente anterior (día -1) y el día posterior (día +1) los rendimientos obtenidos no son significativos, lo mismo que en el período (0,+1). Estos resultados llevan a la conclusión de que las disminuciones del rating transmiten al mercado información novedosa y valiosa.

Los motivos argumentados por las agencias, y dados a conocer conjuntamente con el cambio de rating, que justifican la bajada del mismo ayudan a explicar la respuesta del mercado, pudiendo citarse, entre otros, el deterioro de la calidad de los activos de la entidad, problemas para cubrir el nivel de morosidad, disminución del beneficio, pérdida de competitividad e inversiones arriesgadas dada la situación que atraviesa la empresa.

Distintos autores han obtenido esta misma reacción del mercado,

entre ellos se puede destacar a Griffin y Sanvicente (1982), Holthausen y Leftwich (1986), Zaima y McCarthy (1988), Cornell, Landsman y Shapiro (1989), Hsueh y Liu (1992), Hand, Holthausen y Leftwich (1992), Schweitzer, Szewczyk y Varma (1992), Bi y Levy (1993), Goh y Ederington (1993), Matolcsy y Lianto (1995) y Barron, Clare y Thomas (1997). Sin embargo, en trabajos como los de Pinches y Singleton (1978) y Stickel (1986) no se encontró reacción.

En este apartado todos los anuncios corresponden a empresas financieras. Schweitzer, Szewczyk y Varma (1992) sólo tuvieron en cuenta este tipo de entidades en su estudio, llegando a la misma conclusión que en nuestro trabajo, es decir, las bajadas de rating tienen un efecto negativo sobre el mercado.

En cuanto a los estudios realizados sobre el mercado español, Camino Blasco y Cardone Riportella (1994) no encontraron reacción ante disminuciones del rating, mientras que González Méndez y González Rodríguez (1997), Verona Martel (1998) y Abad y Robles (2003) obtuvieron una reacción negativa del mercado ante las disminuciones del rating.

Las agencias de rating al igual que pueden disminuir la calificación la pueden elevar. En el caso de aumentos de rating, la muestra a analizar queda formada por 25 anuncios, que corresponden a 10 entidades, de las cuales 8 son entidades financieras y 2 no financieras (una pertenece al sector eléctrico y la otra al sector de comunicaciones), correspondiendo la mayoría de los anuncios a entidades financieras.

Los rendimientos anormales obtenidos en el día 0 (tabla 2) son significativos estadísticamente a un nivel de confianza del 95%, representando los rendimientos positivos el 52%. En cambio, en los días más próximos al día del anuncio (+1 y -1) o en la ventana (0,+1) no lo son.

Los resultados reflejan que el mercado responde ante los anuncios de aumento del rating pero de forma más débil que en el caso de bajadas, y tal reacción es positiva, como cabría esperar, pues entre los motivos que han llevado a las agencias a tomar esa decisión señalan el aumento de la rentabilidad de la empresa, el crecimiento de su cuota de mercado, la buena co-

bertura de morosos, el proceso de saneamiento realizado (disminución de gastos, etc.) y las previsiones de disminución de su deuda en el medio plazo.

Estudios realizados sobre el mercado estadounidense como los de Pinches y Singleton (1978), Griffin y Sanvicente (1982), Stickel (1986) y Zaima y McCarthy (1988), y sobre el mercado australiano como el de Matolcsy y Lianto (1995), y sobre el mercado británico como el de Barron, Clare y Thomas (1997), han obtenido que el mercado no reacciona a los aumentos del rating. Sin embargo, otros trabajos también sobre el mercado estadounidense como Holthausen y Leftwich (1986), Cornell, Landsman y Shapiro (1989), Hsueh y Liu (1992), Hand, Holthausen y Leftwich (1992) y Schweitzer, Szewczyk y Varma (1992) concluyen que, el mercado se ve afectado por las subidas de rating pero de forma más débil que ante las bajadas.

El último estudio mencionado, utiliza una muestra formada exclusivamente por entidades financieras, correspondiendo la mayoría de los anuncios de este apartado a este tipo de entidades; dichos autores obtuvieron resultados similares a los aquí presentados, pues afirman que ante las subidas de rating el mercado responde favorablemente y de forma más débil que ante las bajadas.

En cuanto a los estudios realizados sobre el mercado español, Camino Blasco y Cardone Riportella (1994) encontraron respuesta del mercado ante los aumentos del rating, y González Méndez y González Rodríguez (1997) y Verona Martel (1998) concluyen que si bien el mercado reacciona ante las subidas de rating dicha reacción

Tabla 2. Resultados obtenidos ante disminuciones y aumentos de rating

| RATING | Nº ANUNCIOS | Nº EMPRESAS | DÍAS | RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS | TEST DE CORRADO |
|-------------|-------------|-------------|----------|-----------------------------------|-----------------|
| DISMINUCIÓN | 24 | 12 | (-10,-1) | -0,0012 | -0,3246 |
| | | | 0 | -0,0084 | -3,0125 |
| | | | (+1,+10) | -0,0043 | -0,1636 |
| AUMENTO | 25 | 10 | (-10,-1) | -0,0163 | -1,5711 |
| | | | 0 | 0,0057 | 2,3381 |
| | | | (+1,+10) | -0,0057 | -0,7279 |

es menos importante que ante las bajadas.

6. Conclusiones

El rating permite reducir las posibles asimetrías informativas que pudieran existir sobre una entidad, ya que da a conocer la calidad crediticia de un emisor o de una emisión en un momento concreto, variando en el sentido que lo haga la solvencia financiera de la entidad calificada; por lo tanto, facilita, en gran medida, su actuación en los mercados.

El presente trabajo analiza la reacción del mercado español ante los anuncios de las agencias de rating de aumentar, o bien de disminuir el rating que previamente han otorgado a una entidad, pues a la luz de los resultados obtenidos y retomando las hipótesis de partida de nuestro estudio, se puede afirmar lo siguiente:

1º) El mercado español reacciona ante las disminuciones de rating de forma negativa, mientras que la respuesta se torna positiva ante los aumentos, siendo tales respuestas significativas estadísticamente.

2º) El mercado español reacciona de forma más fuerte ante las disminuciones del rating que ante los aumentos del mismo, con lo cual se observa que las malas noticias tienen un mayor impacto sobre el precio de las acciones en el mercado que las buenas noticias.

Las conclusiones obtenidas en nuestro trabajo permiten afirmar, por un lado, que el rating aporta nueva información al mercado contribuyendo a reducir los problemas derivados de las asimetrías informativas existentes en los mismos, y por otro, que el mercado español reacciona ante los anuncios de rating de forma similar a otros mercados como el estadounidense, país en el que tuvo su origen y en el que ha adquirido un gran desarrollo.

Bibliografía

- ABAD, P. y ROBLES, M. D. (2003): "¿Contienen los cambios de rating información relevante para los inversores del mercado bursátil español?", *Revista Bolsa de Madrid*, nº 124, octubre, pp. 56-59.
- BARRON, M.J.; CLARE, A.D. y THOMAS, S.H. (1997): "The Effect of Bond Rating Changes and New Ratings on UK Stock Returns", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 24, pp. 497-509.
- BI, K. y LEVY, H. (1993): "Market Reaction to Bond Downgradings Followed by Chapter 11 Filings", *Financial Management*, pp. 156-162.
- CAMINO BLASCO, D. y CARDONE RIPORELLA, C. (1994):

"Calificación crediticia y cotización bursátil. Un análisis del impacto del cambio de rating en la cotización bancaria", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 3, pp. 55-66.

- CAMPBELL, C.J. y WASLEY, C.E. (1993): "Measuring Security Price Performance Using Daily NASDAQ Returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp. 73-92.
- CORNELL, B.; LANDSMAN, W. y SHAPIRO, A.C. (1989): "Cross-Sectional Regularities in the Response of Stock Prices to Bond Rating Changes", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 4, pp. 460-479.
- CORRADO, C.J. (1989): "A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies", *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 385-395.
- COWAN, A.R. y SERGEANT, A.M.A. (1996): "Trading Frequency and Event Study Test Specification", *Journal of Banking & Finance*, vol. 20, pp. 1731-1757.
- DATTA, S.; ISKANDAR-DATTA, M. y PATEL, A. (1997): "The Pricing of Initial Public Offers of Corporate Straight Debt", *The Journal of Finance*, vol. 52, nº 1, pp. 379-396.
- GOH, J.C. y EDERINGTON, L.H. (1993): "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?", *The Journal of Finance*, vol. 48, pp. 2001-2008.
- GONZÁLEZ MÉNDEZ, V.M. y GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (1997): "El efecto de los cambios en las calificaciones de rating sobre los precios de las acciones", *Comunicación presenta en el XI Congreso Nacional y VII Congreso Hispano-Francés de la AEDEM*, del 17 al 20 de junio, Lérida, España.
- GRIFFIN, P.A. y SANVICENTE, A.Z. (1982): "Common Stock Returns and Rating Changes: A Methodological Comparison", *The Journal of Finance*, vol. 37, pp. 103-119.
- HAND, J.R.M.; HOLTHAUSEN, R.W. y LEFTWICH, R.W. (1992): "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices", *The Journal of Finance*, vol. 47, pp. 733-752.
- HOLTHAUSEN, R.W. y LEFTWICH, R.W. (1986): "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, vol. 17, pp. 57-89.
- HSUEH, L.P. y KIDWELL, D.S. (1988): "Bond Ratings: Are Two Better Than One?", *Financial Management*, vol. 17, nº 1, pp. 46-53.
- HSUEH, L.P. y LIU, Y.A. (1992): "Market Anticipation and the Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices", *Journal of Business Research*, vol. 24, pp. 225-239.
- MATOLCSY, Z.P. y LIANTO, T. (1995): "The Incremental Infor-

- mation Content of Bond Rating Revisions: The Australian Evidence", *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, pp. 891-902.
- MILLON, M.H. y THAKOR, A.V. (1985): "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies", *The Journal of Finance*, vol. 40, nº 5, pp. 1403-1422.
- PINCHES, G.E. y SINGLETON, J.C. (1978): "The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes", *The Journal of Finance*, nº 33, pp. 29-44.
- SCHWEITZER, R.; SZEWCZYK, S.H. y VARMA, R. (1992): "Bond Rating Agencies and Their Role in Bank Market Discipline", *Journal of Financial Services Research*, vol. 6, pp. 249-263.
- STICKEL, S. E. (1986): "The Effect of Preferred Stock Rating Changes on Preferred and Common Stock Prices", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, pp. 197-215.
- VERONA MARTEL, M. C. (1998): El rating como información al

mercado. Un análisis de la reacción del mercado de acciones español ante anuncios relativos al rating de un emisor, Tesis doctoral, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, España.

- VERONA MARTEL, M. C. (2002): El rating como evaluación de la calidad crediticia de las empresas, Servicio de Publicaciones, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, España. 126 páginas.
- WHITED, T. M. (1992): "Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data", *The Journal of Finance*, vol. 47, nº 4, pp. 1425-1460.
- ZAIMA, J.K. y MCCARTHY, J. (1988): "The Impact of Bond Rating Changes on Common Stocks and Bonds: Tests of the Wealth Redistribution Hypothesis", *The Financial Review*, vol. 23, pp. 483-498.

