

Efecto informativo de los anuncios de ampliaciones de capital: evidencia empírica en el mercado de capitales español

MARÍA GRACIA REYES PADILLA (*)

MARÍA CONCEPCIÓN VERONA MARTEL (*)

LOURDES JORDÁN SALES (*)

El presente trabajo estudia la respuesta del mercado de capitales español ante el anuncio de ampliaciones de capital. Los resultados muestran la existencia de reacciones negativas y significativas del mismo ante dicho evento, observándose además una reacción más desfavorable tanto en el caso de que el emisor sea una empresa no financiera, como ante emisiones de elevadas cuantías.

1.- Introducción

La evidencia empírica existente sobre la reacción del mercado ante cambios en la estructura de capital de las empresas, ha puesto de manifiesto la relevancia de las decisiones de financiación en el valor de mercado de las mismas. En un contexto de asimetría informativa y problemas de agencia, la obtención de recursos financieros mediante la emisión de cualquier tipo de activo financiero influye sobre el valor de mercado de las empresas. En este

sentido, la literatura sostiene que la decisión empresarial de ampliar capital provoca una reacción negativa del mercado (MYERS y MAJLUF, 1984; MILLER y ROCK, 1984; JENSEN, 1986).

En esta línea se enmarca el objetivo de este trabajo, consistente en analizar empíricamente el efecto informativo de los anuncios de ampliaciones de capital en el mercado español de capitales, a partir de la reacción del precio de las acciones en torno a tales acontecimientos.

(*) Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

El trabajo se ha estructurado en cinco secciones. Tras una breve introducción, la segunda sección analiza los principales argumentos teóricos, así como, una revisión de los trabajos empíricos. Los aspectos metodológicos (elección de la muestra y metodología utilizada) se describen en la sección tercera. Los resultados empíricos obtenidos se recogen en la sección cuarta, destinándose la última sección a las conclusiones del trabajo.

2.- Revisión de la literatura

Ha sido numerosa la evidencia empírica que ha examinado el efecto que el anuncio de una ampliación de capital provoca en el precio de las acciones. La mayor parte de estos estudios han detectado rentabilidades negativas y significativas asociadas a este tipo de eventos en la fecha del anuncio (ASQUIT y MULLINS, 1986; MASULIS y KORWAR, 1986; MIKKELSON y PARTCH, 1986; KALAY y SHIMRAT, 1987; BARCLAY y LITZENBERGER, 1988; LUCAS y McDONALD, 1990; AHIMUD, LEV y TRAVLOS, 1990; DIERKENS, 1991...); comprobándose además, en algunos de ellos, cómo las ampliaciones de capital se realizan cuando las acciones se encuentran sobrevaloradas (MARSH, 1982; ASQUIT y MULLINS, 1986; MIKKELSON y PARTCH, 1986; RUBIO IRIGOYEN, 1987; LUCAS y McDONALD, 1990...) e incluso, la rápida reacción del mercado ante esta nueva información, al observarse caídas en el precio de las acciones durante los 15 minutos siguientes al anuncio (BARCLAY y LITZENBERGER, 1988).

Los resultados obtenidos ante este tipo de emisiones han sido explicados desde un punto de vista teórico por varios modelos y/o hipótesis. El argumento de selección adversa presentado por MYERS y MAJLUF (1984), ha sido utilizado en numerosas ocasiones a la hora de explicar la reacción negativa observada en el precio de las acciones ante anuncios de emisión de este tipo de activos. Este argumento parte de la base del importante peso que la maximización de la riqueza de los actuales accionistas posee en la función objetivo del directivo. La especial predisposición que sienten los directivos por la emisión de títulos cuando tienen un precio superior a su valor intrínseco, provocará que los inversores no informados exijan un descuento que cubra el riesgo de que el título se encuentre sobrevalora-

do. Sugieren, además, que cuanto mayor sea el riesgo del título emitido, mayor será el impacto negativo que la emisión provoca en el valor de mercado de la empresa. La lógica de este razonamiento es que los directivos no estarán interesados en emitir nuevas acciones si su cotización está por debajo del valor que se estima como verdadero, ya que provocarían pérdidas a los accionistas de la empresa superiores a las que puede compensar el derecho preferente de suscripción. Bajo este punto de vista, la empresa emitirá acciones tras períodos de rendimientos anormales positivos, dado que es muy probable que las acciones se encuentren sobrevaloradas. En el modelo de MILLER y ROCK (1985), la emisión de nuevas acciones transmite información negativa, señalando bajos beneficios actuales y futuros. Además, si el anuncio de la ampliación de capital se acompaña de una reducción en el porcentaje de propiedad de los directivos, es decir, la participación de los mismos en el capital de la empresa se reduce, el incremento en los costes de agencia derivados del conflicto de intereses entre los primeros y los accionistas, puede traducirse en una reacción negativa del mercado (JENSEN y MECKLING, 1976). Por último, y según la teoría de los *free cash-flows* (JENSEN, 1986), una emisión de acciones que no tenga como destino proyectos de inversión rentables, origina un incremento en los costes de agencia, dado que se trata de la alternativa de financiación que más se presta a una utilización más discrecional de los fondos por parte de los directivos al no existir control por parte de los acreedores ni la obligatoriedad de pago de intereses.

El modelo de MYERS y MAJLUF, tal y como se comentó anteriormente, predice una reacción negativa ante el anuncio de emisiones de acciones. COONEY y KALAY (1993) reexaminan el modelo de MYERS y MAJLUF demostrando que las reacciones en él descrito se deben al rechazo de proyectos con valor actual neto positivo. El análisis llevado a cabo por COONEY y KALAY permite una posibilidad más realista: los proyectos de inversión pueden presentar valores actuales netos positivos o negativos y, en este sentido, las predicciones y resultados obtenidos son claramente distintos. Desde esta óptica, el rechazo de un proyecto de inversión no implica necesariamente una infravaloración de los activos de la empresa; el mercado puede simplemente, interpretar que el proyecto tiene un valor actual negativo y, por

tanto, la reacción puede tornarse positiva. Este resultado es consistente con otros estudios (WRUCK, 1989; HERTZEL y SMITH, 1993; KATO y SCHALLHEIM, 1993) que muestran una reacción positiva y significativa en el precio de las acciones ante emisiones privadas de acciones en Estados Unidos y Japón.

La importante diferencia existente entre emisiones públicas y privadas, puede dar lugar a reacciones en los precios totalmente opuestas. Tal y como establece WRUCK (1989), las emisiones privadas se traducen, generalmente, en una estructura de propiedad más concentrada y son, los beneficios potenciales de la misma, los que permitirían explicar el efecto positivo anteriormente descrito⁽¹⁾. Estos resultados contrastan evidentemente con la reacción del mercado observada ante emisiones públicas (ASQUIT y MULLINS, 1986; MASULIS y KOWAR, 1986; MIKKELSON y PARTCH, 1986).

Los resultados empíricos obtenidos en diferentes trabajos ponen de manifiesto que el tipo de empresa emisora juega un papel fundamental en las rentabilidades extraordinarias observadas. Si bien se detectan rendimientos anormales negativos y significativos para el caso de empresas no reguladas, las rentabilidades extraordinarias negativas son menores y dejan de ser significativas cuando la empresa emisora es regulada. Esta diferencia radica fundamentalmente en la existencia de un menor grado de asimetría informativa para las empresas reguladas. Cuando no existe una elevada diferencia de información, queda menos por transmitir y, por tanto, parece lógico que la presión o reacción negativa sea menor (ASQUIT y MULLINS, 1986; MASULIS y KOWAR, 1986; HESS y BHAGAT, 1986; RUBIO IRIGOYEN, 1987; MARTÍN UGEDO, 1999).

Para aquellos otros estudios que analizan el efecto de este tipo de anuncios en función del método empleado para realizar la ampliación de capital —emisión pública o emisión con derecho preferente de suscripción— los resultados han sido igualmente contradictorios. En el mercado estadounidense en el que el método de emisión

más empleado es la oferta pública, se han observado reducciones significativas en el precio de las acciones de las empresas emisoras en torno al 2% y el 3% (ASQUIT y MULLINS, 1986; MASULIS y KOWAR, 1986; MIKKELSON y PARTCH, 1986; SZEWCZYK, 1992; BROUS, 1992). En este último trabajo y para una muestra de 350 emisiones, además de un rendimiento anormal negativo y significativo del 2,72%, se observa cómo las previsiones de los analistas sobre los beneficios anuales decrecen cuando la empresa anuncia planes de emisión de nuevas acciones. Estos resultados son, por tanto, consistentes con la hipótesis de que el anuncio de una nueva emisión de acciones transmite información negativa acerca de las expectativas o perspectivas de beneficios a corto plazo de la empresa.

Los resultados han sido, por el contrario, muy diferentes según los países para el caso de ampliaciones de capital con derechos preferentes de suscripción. En España y en la mayoría de los países europeos y asiáticos, las emisiones de acciones ofrecen a los actuales accionistas el derecho preferente a suscribir nuevas acciones quedando protegidos frente a los nuevos accionistas, y suponiendo además la existencia de un mercado secundario de derechos, se evita la posible transferencias de riquezas de los actuales accionistas a los nuevos. Para el caso español, se han detectado rentabilidades negativas y significativas ante dicho evento (RUBIO IRIGOYEN, 1986, 1987; ARRONDO GARCÍA, 1999; MARTÍN UGEDO, 1999), así como, en el mercado inglés (LEVIS, 1995). Sin embargo, en otros países europeos y en el mercado asiático se han obtenido en términos generales reacciones positivas o menos negativas (LODERER y ZIMMERMAN, 1988; KANG, 1990; TSANGARAKIS, 1996; COONEY, KATO y SCHALLHEIM, 1997; BIGELLI, 1998).

Estos estudios barajan distintos argumentos en orden a explicar los resultados obtenidos. La inexistencia de un mercado secundario organizado para los derechos de suscripción sugiere que la emisión de acciones no diluye, en principio, el porcentaje de propiedad de los actuales accionistas, reduciéndose, por tanto, el problema de

(1) En el modelo de MYERS y MAJLUF, los inversores actúan en consecuencia con la idea de que los directivos preparan una ampliación de capital cuando, basándose en su información superior, piensan que la empresa está sobrevalorada. En este orden de ideas, una emisión privada de acciones, permitiendo a los directivos negociar directamente con los inversores potenciales, puede mitigar el problema anteriormente descrito.

selección adversa descrito por MYERS y MAJLUF. Cuando existe, por el contrario, un mercado activo para los derechos de suscripción, se producirá una disminución en el porcentaje de participación para aquellos que no suscriban y vendan sus derechos. En este sentido, emisiones con derechos y sin mercados activos podrían asociarse con efectos informativos menos negativos.

Asimismo, la mayoría de los países europeos (Alemania, Francia, Bélgica, Italia), al contrario que en Estados Unidos, se caracterizan por una estructura de propiedad muy concentrada. Gran parte de las acciones se encuentran en manos del Estado o pocos accionistas, lo que supone la necesidad de desembolsar un elevado importe de recursos financieros en orden a mantener su control. La decisión de ampliar capital será tomada únicamente cuando la empresa disponga de oportunidades de inversión rentables y, en este sentido, el anuncio será percibido por el mercado como una buena noticia. Parece, pues, que el desarrollo de los mercados financieros juega un papel fundamental a la hora de intentar explicar la diferente reacción observada según los países ante el anuncio de emisión de nuevas acciones.

3.- Aspectos metodológicos: muestra y metodología utilizadas

3.1.- Muestra objeto de estudio

Con el objetivo de analizar la reacción de nuestro mercado ante el anuncio de emisiones de acciones, la muestra original está constituida por los anuncios de ampliación de capital realizados por las empresas que cotizan en Bolsa y que

suponen una aportación efectiva de fondos a la firma, quedando excluidas todas las demás modalidades de incremento de capital social como, por ejemplo, las ampliaciones liberadas, por conversión de títulos, etc.; enmarcándose el estudio dentro del período comprendido entre 1989 y 1998.

Durante dicho período se han producido un total de 215 anuncios, de los cuales se han excluido del análisis 139 anuncios al estar contaminados, quedando la muestra final formada por 76 anuncios. Estos anuncios corresponden a 49 empresas, que pertenecen a diferentes sectores, concretamente al sector bancario, inversión, construcción, eléctrico, alimentación, inmobiliario, petróleo y químico, metal-mecánica, comunicaciones, servicios y comercio y seguros.

La muestra inicial fue depurada de acuerdo a los criterios que se comentan a continuación. En primer lugar, se procedió a excluir aquellos anuncios correspondientes a empresas que dada su escasa contratación dificultaba la estimación de los parámetros necesarios para el análisis(2). Asimismo, y al objeto de evitar que el anuncio de cualquier otro tipo de información pudiera contaminar el efecto derivado de la financiación mediante acciones, hemos excluido todos los anuncios cuyas fechas coinciden o son muy próximas a otras en las cuales se produjeron distintos acontecimientos como pago de dividendos, etc. Al mismo tiempo aquellos anuncios que coinciden en la misma fecha, se ha procedido a analizarlos como uno solo.

En la *Tabla 1* se recoge la distribución temporal de los anuncios de ampliaciones de capital a lo largo del período objeto de estudio.

TABLA 1
DISTRIBUCION TEMPORAL DE LA MUESTRA

Años	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Total
Anuncios	26	30	38	22	29	13	20	7	17	13	215

FUENTE: Elaboración propia.

(2) Este ha sido el principal motivo de exclusión, concretamente por este motivo se han eliminado 96 anuncios.

3.2.- Metodología utilizada

Para analizar el impacto que sobre el precio de las acciones en el mercado produce el anuncio de una ampliación de capital se ha utilizado la metodología del estudio de eventos. El objetivo de la misma consiste en detectar si se producen rendimientos anormales significativos estadísticamente ante los anuncios estudiados a lo largo del período objeto de análisis. Para ello, es preciso calcular en primer lugar el rendimiento obtenido por el título en el mercado y el rendimiento esperado del título en cada momento del tiempo; posteriormente, se calcula el rendimiento anormal como diferencia de ambos, y se aplica el test estadístico, con el fin de conocer si tales rendimientos anormales son significativos.

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

El rendimiento anormal viene dado por la diferencia entre el rendimiento obtenido por un título en el mercado en un momento determinado(3) menos el rendimiento esperado para dicho título en ese momento estimado según el modelo de mercado, respondiendo a la siguiente expresión:

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

donde,

RA_{it} representa el rendimiento anormal del título i en el momento t .

R_{it} representa el rendimiento obtenido por el título i en el momento t .

R_{mt} representa el rendimiento del mercado medido a través del Índice General de la Bolsa de Madrid en el momento t .

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 -180 al -31, no considerando los 30 días más próximos a la fecha del anuncio para eliminar aquellos datos que pudieran estar afectados por el evento estudiado.

El período para observar si se producen rendimientos anormales es conocido con el nombre de ventana, y en nuestro estudio hemos tomado una ventana de (-5 días, +5 días) para analizar si el precio de las acciones se ve afectado por los anuncios de ampliaciones de capital, siendo el día 0, el día en que el anuncio ha quedado recogido en los correspondientes Registros de la CNMV. El uso de una ventana estrecha para analizar el efecto del acontecimiento unido al uso 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, pasamos a definir el test estadístico que vamos a utilizar para determinar si la reacción del mercado ante tales anuncios es en términos estadísticos significativa o no, considerando como hipótesis nula que los rendimientos anormales no son diferentes de cero. Así, para conocer si los rendimientos anormales en un solo día t , por ejemplo en el día $t = 0$, son estadísticamente significativos aplicamos el test estadístico de BROWN y WARNER (1985) que se define como sigue:

$$t = \frac{MRA_t}{\sigma_{MRA}}$$

donde, MRA_t representa la media de RA_t y σ_{MRA} la desviación típica de los rendimientos anormales del período utilizado para hacer la estimación del modelo. La varianza de la media de los rendimientos anormales para el período de 150 días se calcula de la siguiente forma:

$$\sigma^2_{MRA} = \frac{1}{149} \sum_{t=-180}^{-31} (MRA_t - \overline{MRA})^2$$

Para determinar si los rendimientos anormales acumulados desde el día t hasta el día k (por

(3) Para determinar el rendimiento realmente obtenido por un título en el mercado en un momento concreto, es necesario realizar una serie de ajustes en la serie original de cotizaciones diarias, para que ese dato refleje el rendimiento real del título. Hemos realizado dos ajustes, uno por dividendos y otro por ampliaciones de capital.

ejemplo, $t = +1$ hasta el día $k = +3$), son significativamente distintos de cero, aplicamos el test utilizado por HOLTSHAUSEN y LEFTWICH (1986)(4), definido de la siguiente forma:

$$t = \frac{SMRA_{t,t+k}}{\sqrt{k} \cdot \sigma_{MRA}}$$

BROWN y WARNER (1985) llegan a la conclusión de que el uso de información diaria es mucho mejor que la información mensual y que su utilización presenta muy pocas dificultades en el estudio de acontecimientos; afirmando, también, que las metodologías basadas en el modelo de mercado con estimación por mínimos cuadrados ordinarios y usando tests paramétricos estándares están bien especificadas bajo una gran variedad de condiciones.

4.- Resultados obtenidos

Al analizar la reacción del mercado de capitales español ante los anuncios de emisión de acciones, los resultados ponen de manifiesto que, ante tales anuncios, el mercado responde de forma desfavorable, llegando los rendimientos anormales obtenidos en el momento del anuncio a ser significativos estadísticamente, a un nivel de confianza del 95% (Tabla 2). En dicho momento, el 60'53% de los rendimientos toman signo negativo; no detectándose rendimientos significativos en ventanas anteriores al momento del anuncio.

Ante tales resultados se puede afirmar que el anuncio de próximas ampliaciones de capital proporciona al mercado información que éste no conocía, poniendo de manifiesto el contenido informativo de los mismos. Estos resultados apoyan pues la hipótesis de que las ampliaciones de capital proporcionan información negativa al mercado, traduciéndose la misma en una disminución en el precio de las acciones de las empresas que realizan el anuncio de emisión de tales activos. Nuestros resultados coinciden con los obtenidos en estudios previos tanto para el mercado español como el estadounidense. Sin embargo, difieren claramente, de otros trabajos realizados en mercados de capitales menos desarrollados.

Con el fin de analizar si se produce una distinta reacción en función de las características de la empresa emisora, hemos procedido a dividir la muestra en empresas financieras y empresas no financieras. Es de esperar que los anuncios correspondientes a las primeras tengan un menor impacto en el mercado debido a que tales empresas están sometidas a un mayor control con lo que su nivel de asimetría de información es menor.

La muestra de anuncios pertenecientes a empresas no financieras queda formada por 61 anuncios correspondientes a 35 empresas, y la muestra correspondiente a empresas financieras por 15 anuncios que corresponden a 14 empresas.

TABLA 2
RESULTADOS OBTENIDOS ANTE EL ANUNCIO DE EMISION DE ACCIONES (N=76)

DÍAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	TEST BROWN Y WARNER
(-5,-2)	0,0025	0,5079
0	-0,0049	-1,9863
(0,+1)	-0,0087	-2,4613
(-1,+1)	-0,0095	-2,2037
(+2,+5)	0,0054	1,0853

FUENTE: Elaboración propia.

(4) Este test se comporta como una t-Student con 149 grados de libertad.

En la *Tabla 3*, se recogen los resultados obtenidos con esta desagregación, en la que se observa que si bien en el momento 0 la muestra financiera presenta un rendimiento anormal ligeramente superior a la muestra no financiera (siendo el 53'33% y el 62'3% de los mismos negativos, respectivamente), a medida que se amplía la ventana analizada se pone de manifiesto que el mercado reacciona de forma más desfavorable ante el anuncio de una ampliación de capital realizado por una empresa no financiera, con lo cual dicho anuncio está proporcionando información nueva y relevante al mercado.

Estos resultados coinciden con los encontrados en trabajos previos, tanto en el mercado estadounidense como español (ASQUITH y MULLINS, 1986; MASULIS y KOWAR, 1986; HESS y BHAGAT, 1986; RUBIO IRIGOYEN, 1987; MARTÍN UGEDO, 1999), en los que se pone de manifiesto que en las empresas con un menor nivel de asimetrías informativas, el precio de sus acciones no se verá afectado de forma tan negativa ante el anuncio de ampliar capital.

El importe que las empresas incluidas en la muestra principal captan a través de la emisión de acciones difiere considerablemente de unas a otras. Esto permite estudiar si la respuesta del mercado variará en función de dicha cuantía. Dado que la literatura y los resultados obtenidos en este estudio apoyan el argumento de que el anuncio de amplia-

ciones de capital envía una señal negativa al mercado acerca de la empresa, de ahí la reacción negativa del mismo, es de esperar una respuesta más desfavorable a medida que se incrementen los fondos que se pretendan conseguir.

Para realizar este análisis se procede a dividir la muestra principal en dos: anuncios de ampliación de capital por importe inferior a 1.000 millones de pesetas efectivas y anuncios de ampliación de capital por importe superior a 1.000 millones de pesetas efectivas(5). La primera agrupación incluye a 19 anuncios que corresponden a 13 empresas pertenecientes a distintos sectores, mientras que la segunda la forman 57 anuncios que corresponden a 40 empresas, también, de diferentes sectores.

Los resultados obtenidos (*Tabla 4*) ponen de manifiesto que la respuesta del mercado es más desfavorable en la segunda muestra, referida a emisiones por importe efectivo superior a 1.000 millones de pesetas, llegando a ser significativos estadísticamente los rendimientos anormales, hecho que no se produce en la primera aunque los rendimientos toman también valores negativos.

Tanto en una como en otra muestra, la distribución temporal de los anuncios es similar, y en relación con la naturaleza de las empresas incluidas en cada una de ellas, se observa que en la primera el porcentaje de empresas financieras es

TABLA 3
RESULTADOS OBTENIDOS CON LA MUESTRA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS Y CON LA MUESTRA DE EMPRESAS FINANCIERAS

MUESTRA NO FINANCIERA (n=61)			MUESTRA FINANCIERA (n=15)		
DIAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	TEST BROWN Y WARNER	DIAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	TEST BROWN Y WARNER
(-5,-2)	0,0022	0,3871	(-5,-2)	0,0026	0,3512
0	-0,0052	-1,6601	0	-0,0070	-1,8608
(0,+1)	-0,0112	-2,4422	(0,+1)	-0,0051	-0,9652
(-1,+1)	-0,0126	-1,9500	(-1,+1)	-0,0114	-1,7458
(+2,+5)	0,0071	1,2266	(+2,+5)	0,0003	0,0388

FUENTE: Elaboración propia.

(5) Se ha elegido como barrera de división la cuantía de 1.000 millones de pesetas porque dados los distintos importes de las emisiones era la cuantía que mejor discriminaba y permitía dar cierta homogeneidad a la muestra, pues los importes se colocan de forma más o menos cercana, por encima o por debajo, a dicha cuantía (si no se consideran los valores extremos).

TABLA 4
RESULTADOS OBTENIDOS ANTE LOS ANUNCIOS DE EMISION DE ACCIONES EN FUNCION DEL IMPORTE EFECTIVO

MUESTRA: IMPORTE < 1.000 MILLONES PTAS (n=19)			MUESTRA: IMPORTE > 1.000 MILLONES PTAS (n=57)		
DIAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	TEST BROWN Y WARNER	DIAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	TEST BROWN Y WARNER
(-5,-2)	-0,0014	-0,1869	(-5,-2)	0,0039	0,6619
0	-0,0021	-0,5715	0	-0,0060	-2,0115
(0,+1)	-0,0008	-0,1631	(0,+1)	-0,0115	-2,7340
(-1,+1)	0,0015	0,2318	(-1,+1)	-0,0134	-2,6153
(+2,+5)	-0,0052	-0,7153	(+2,+5)	0,0092	1,5544

FUENTE: Elaboración propia.

ligeramente superior (un 26% frente a un 18% en la segunda). Esto podría ayudar a explicar esa menor respuesta del mercado, por lo que se procedió a analizar la primera muestra considerando sólo aquellos anuncios que correspondían a empresas no financieras, sin observar variaciones en las conclusiones obtenidas con anterioridad.

Dentro de la segunda muestra se procedió a realizar un análisis adicional, consistente en estudiar la respuesta del mercado ante los anuncios de emisiones que tanto en pesetas efectivas como nominales superaban los 9.000 millones de pesetas. La muestra quedó formada por 9 anuncios, siendo el rendimiento anormal del momento 0 igual a -0,0192 (test estadístico=-2,6548) y en la ventana (0,+1) de -0,0292 con un test estadístico de -2,8486.

Estos resultados permiten afirmar que el mercado responde más negativamente ante los anuncios de emisión de acciones de importes altos que ante los de importes bajos, si bien tanto ante unos como ante otros la reacción es desfavorable en el momento de comunicarse la emisión.

5.- Conclusiones

La revisión de la literatura pone de manifiesto que mientras en los mercados más desarrollados el anuncio de emisión de nuevas acciones es interpretado desfavorablemente, en los menos desarrollados tales acontecimientos producen un impacto favorable o menos negativo que en el caso anterior.

Este trabajo pretende analizar la reacción de nuestro mercado ante el anuncio de emisión de nuevas acciones durante el período 1989-1998. Los resultados obtenidos muestran la existencia de rentabilidades anormales negativas y significativas en torno al día del anuncio, poniendo de manifiesto cómo el anuncio de este tipo de eventos es interpretado por el mercado como una «mala señal», produciéndose caídas en el precio de las acciones de aquellas empresas que van a realizar una ampliación de su capital social.

Estos resultados evidencian que nuestro mercado presenta un comportamiento similar a los mercados estadounidense e inglés, si bien difieren de los obtenidos en otros trabajos previos realizados en mercados de capitales menos desarrollados.

Una vez contrastada la existencia de rentabilidades anormales negativas y significativas, analizamos si se produce una reacción distinta en función de las características de la empresa emisora así como del importe efectivo emitido. En este sentido, se observa una reacción más desfavorable tanto cuando el anuncio es realizado por una empresa no financiera, como cuanto más elevado es el importe emitido.

BIBLIOGRAFIA

- AMIHUD, Y.; LEV, B. y TRAVLOS, N.G.: «Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions». *The Journal of Finance*, nº 2. Vol. 45. Págs. 603-616. 1990.

- ARRONDO GARCÍA, R.: «Ampliaciones de capital con derecho preferente de suscripción frente a emisiones públicas: efectos informativos». *XIII Congreso Nacional y IX Congreso Hispano-Francés de la AEDEM*. Logroño. Págs. 525-531. 1999.
- ASQUIT, P. y MULLINS, D.: «Equity Issues and Offering Dilution». *Journal of Financial Economics*, nº 1-2. Vol. 15. Págs. 61-89. 1986.
- BARCLAY, M.J. y LITZENBERGER, R.H.: «Announcement Effect of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data». *Journal of Financial Economics*. Vol. 21. Págs. 71-99. 1988.
- BIGELLI, M.: «The Quasi-Split Effect, Active Insiders and the Italian Market Reaction to Equity Right Issues». *European Financial Management*, nº 2. Vol. 4. Págs. 185-206. 1998.
- BROUS, P.A.: «Common Stock Offerings and Earnings Expectations: A test of the Release of Unfavorable Information». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 47. Págs. 1517-1536. 1992.
- BROWN, S.J. y WARNER, J.B.: «Using Daily Stock Returns: The Case of Events Studies». *Journal of Financial Economics*. Vol. 14. Págs. 3-31. 1985.
- COONEY, J.W. Jr. y KALAY, A.: «Positive Information from Equity Issue Announcements». *Journal of Financial Economics*. Vol. 33. Págs. 149-172. 1993.
- DIERKENS, N.: «Information Assymetry and Equity Issues». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nº 2. Vol. 26. Págs. 181-199. 1991.
- HERTZEL, M. y SMITH, R.: «Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately». *Journal of Finance*. Vol. 48. Págs. 459-485. 1993.
- HESS, A.C. y BHAGAT, S.: «Size Effects of Seasoned Stock Issues: Empirical Evidence». *Journal of Business*, nº 4. Vol. 59. Págs. 567-584. 1986.
- HOLTHAUSEN, R.W. y LEFTWICH, R.W.: «The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices». *Journal of Financial Economics*. Vol. 17. Págs. 57-89. 1986.
- JENSEN, M.C.: «Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers». *American Economic Review*. Vol. 76. Págs. 323-329. 1986.
- JENSEN M.C. y MECKLING, W.: «The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. Págs. 305-360. 1976.
- KALAY, A. y SHIMRAT, A.: «Firm Value and Seasoned Equity Issues. Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information». *Journal of Financial Economics*. Vol. 19. Págs. 109-126. 1987.
- KANG, H.: «Effects of Seasoned Equity Offerings in Korea On Shareholder's Wealth». *Pacific-Basin Capital Markets Research*. Págs. 265-282. 1990.
- KATO, K. y Schallheim, J.S.: «Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu)». *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol. 1. Págs. 287-307. 1993.
- LEASE, R. ; MASULIS, R. y PAGE, J.: «Impacts of Seasoned Equity Offerings on Market Microstructure and the Stoch Return Generating Process». *Journal of Finance*, nº 46. Págs. 1523 -1536. 1991.
- LEVIS, M.: «Seasoned Equity Offerings and the Short-and Long-Run Performance of Initial Public Offerings in the UK». *European Financial Management*, nº 2. Vol. 1. Págs. 125-146. 1995.
- LODERER, C. y ZIMMERMAN, H.: «Stock Offerings in a Different Institutional Setting: The Swiss Case, 1973-1983». *Journal of Banking and Finance*. Vol.12. Págs. 353-378. 1988.
- LUCAS, D.J. y MC DONALD, R.L.: «Equity Issues and Stock Prices Dynamics». *The Journal of Finance*, nº 4. Vol. 45. Págs. 1019-1043. 1990.
- MARSH, P.: «The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study». *The Journal of Finance*, nº 1. Vol. 37. Págs. 121-144. 1982.
- MARTÍN UGEDO, J.F.: «Efecto de las ampliaciones de capital en la rentabilidad del accionista: influencia del tipo de empresa emisora, de la delegación en el Consejo de Administración ("Capital Autorizado") y de la concentración del accionariado». *IX Congreso Nacional de ACEDE*. Burgos. 1999.
- MASULIS, R. y KORWAR, A.: «Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation». *Journal of Financial Economics*, nº 1-2. Vol. 15, Págs. 91-118. 1986.
- MIKKELSON, W. y PARTCH, M.: «Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process». *Journal of Financial Economics*. Vol. 15. Págs. 31-60. 1986.
- MILLER, M. y ROCK, K.: «Dividend Policy under Asymmetric Information». *Journal of Finance*. Vol. 40. Págs. 1031-1051. 1985.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.: «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do No Have». *Journal of Financial Economics*. Vol. 13. Págs. 187-221. 1984.
- RUBIO IRIGOYEN, G.: «Emisiones y eficiencia: un análisis empírico del mercado primario de acciones en España», *Revista Española de Economía*, nº 2. Vol. 3. Págs. 225-248. 1986.
- «El contenido informativo de los derechos de suscripción e información asimétrica en los mercados primarios». *Investigaciones Económicas*, nº 2. Vol. 11. Págs. 219-242. 1987.
- SZEWZYK, S.: «The Intra-Industry Transfer of Information Inferred from Announcements of Corporate Security Offerings». *The Journal of Finance*, nº 5. Vol. 47. Págs. 1935-1945. 1992.
- TSANGARAKIS, N.V.: «Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece». *Financial Management*, nº 3. Vol. 25. Págs. 21-32. 1996.
- WRUCK, K.H.: «Equity Ownership Concentration and Firm Value. Evidence from Private Equity Financings». *Journal of Financial Economics*. Vol. 23. Págs. 3-28. 1989.