

REACCIÓN DEL MERCADO DE ACCIONES ESPAÑOL ANTE LA CONCESIÓN POR PRIMERA VEZ DE UN *RATING* A UN EMISOR

María Concepción Verona Martel*

RESUMEN

El presente artículo analiza la reacción del mercado de acciones español ante los anuncios realizados por las agencias de *rating* S&P, Moody's e IBCA. Los resultados evidencian que el mercado español no reacciona ante la concesión por primera vez de un *rating*.

Palabras clave: *Rating*, reacción del mercado, contenido informativo.

ABSTRACT

The current article assesses the reaction of the spanish stock market in the face of the announcements being accomplished by the rating S&P, Moody's and IBCA agencies. The results evidence that spanish stock market has no reaction against a first time grant in a *rating*.

Keywords: Rating, market reaction, information content.

INTRODUCCIÓN

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 alternati-

vas 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* establece una base

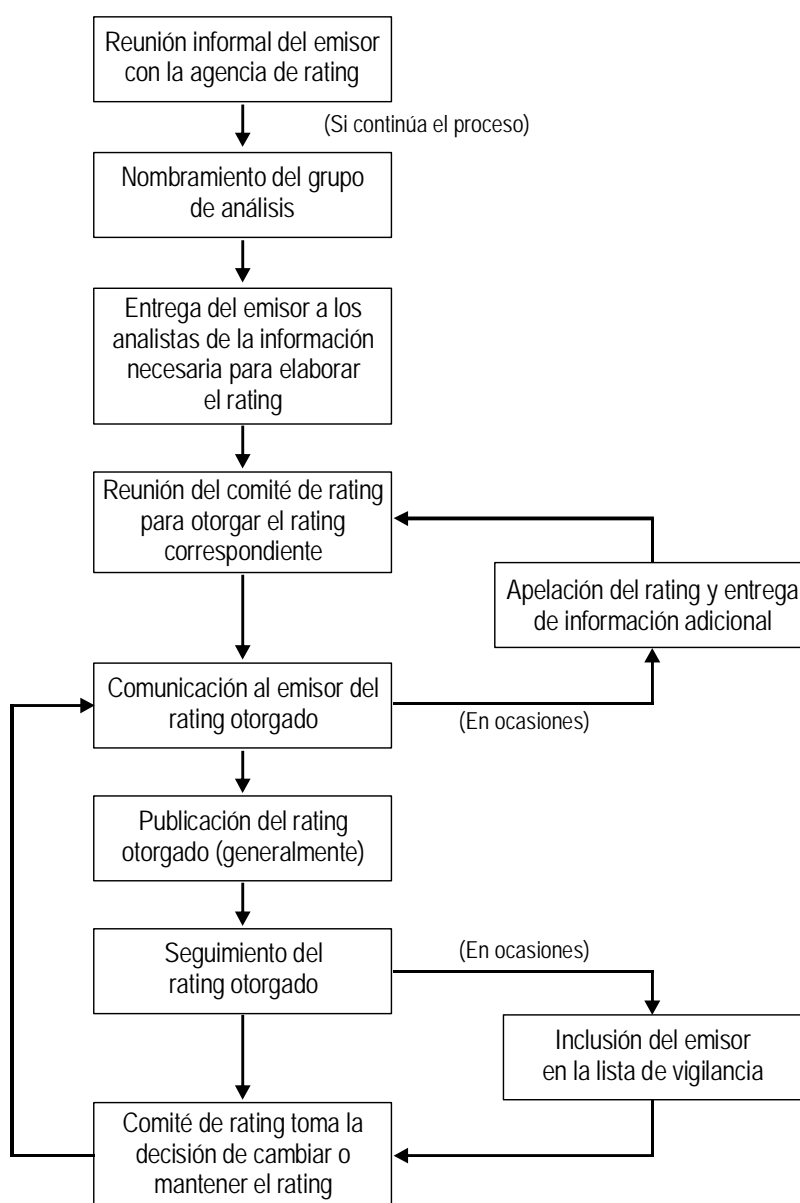
* Profesora Titular. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria (España).

racional de precios en función del riesgo de la emisión y señala los emisores con una peor calidad crediticia, así contribuye a aumentar la transparencia y eficiencia del mercado, aspectos fundamentales para conseguir un buen desarrollo de los mismos.

En relación al proceso de elaboración de un *rating* es preciso matizar que en el mismo se pueden distinguir dos partes (Ver Gráfico Nº 1). La primera hace referencia a los contactos iniciales entre emisor y agencia de *rating*, que permiten a ésta un conocimiento amplio del emisor, que culmina con la comunicación al mismo del *rating* que se le va a conceder. La segunda comienza

con la difusión al público en general de ese *rating*, y continúa con el seguimiento continuo del emisor calificado durante la vida de la emisión, lo que puede provocar, en ocasiones, que el *rating* sea colocado en Lista de Vigilancia² para posteriormente ser modificado o confirmado, o bien, que tales cambios o confirmaciones se realicen sin la inclusión previa en dichas listas. Es en esta segunda parte en la cual se centra nuestro estudio, al ser la que permite analizar la reacción del mercado ante los distintos anuncios realizados por las agencias de *rating* y, concretamente, se pueden distinguir a su vez distintas etapas que permiten conocer la evolución de la calidad crediticia de la entidad calificada.

Gráfico Nº 1. Proceso de elaboración del *rating*.



Elaboración propia a partir de Standard & Poor's (1994).

Dichas etapas comienzan con la concesión de un primer *rating* y continúan con las sucesivas revisiones que dan lugar a cambios (reducciones, aumentos) o confirmaciones del *rating*, con inclusión previa en la Lista de Vigilancia o sin tal inclusión. De todas ellas, es la primera la que ha recibido una menor atención en la literatura, de ahí que nuestro estudio tenga por objeto analizar la reacción del mercado de acciones español ante los anuncios realizados por las agencias de *rating*, relativos a la concesión por primera vez de un *rating* o calificación crediticia a una entidad, con la finalidad de conocer si nuestro mercado reacciona ante tal anuncio y de qué forma lo hace, aportando así evidencia en este aspecto.

Este estudio se ha estructurado como sigue: tras comentar los aspectos más destacados del *rating* en la introducción, en la sección segunda se recogen los principales trabajos empíricos que han analizado el efecto informativo de los anuncios de *rating*. En la sección tercera se detalla la muestra y metodología utilizada, para en la sección cuarta proceder al análisis de la concesión por primera vez de un *rating*. Para finalizar, en la sección quinta se exponen las conclusiones obtenidas de la investigación realizada.

CONTENIDO INFORMATIVO DE LOS ANUNCIOS DE *RATING*

En relación al anuncio de concesión de un *rating* por primera vez, la evidencia empírica existente es muy escasa y llega a conclusiones diferentes, pues mientras unos encuentran reacción en el mercado ante tales anuncios otros no. Nayar *et al.* (1994: 1447) son los primeros en estudiar el efecto que la concesión de un primer *rating* a corto plazo tiene sobre el precio de las acciones. El estudio lo realizaron sobre el mercado estadounidense, llegando a la conclusión de que el precio de las acciones reacciona de forma favorable cuando el *rating* otorgado es alto pero no responde de forma significativa cuando el *rating* otorgado es bajo. Barron *et al.* (1997: 502-503) analizan también el efecto de la concesión de un primer *rating* a corto plazo, pero sobre el mercado inglés, llegando a conclusiones diferentes de las de Nayar *et al.* (1994), pues no observan que el mercado reaccione en el momento 0 (día del anuncio), existiendo una reacción negativa después del día 0, que es ligeramente elevada pero no signifi-

cativa estadísticamente. Además, Barron *et al.* (1997: 502-503) también analizan el efecto de la concesión por primera vez de un *rating* a largo plazo, llegando a la conclusión de que el mercado no reacciona ante este tipo de anuncio ni en el día 0 ni en el período posterior al mismo.

Más atención por parte de los investigadores ha recibido el anuncio de colocar un *rating* en la Lista de Vigilancia. Aunque los resultados obtenidos no son totalmente coincidentes, en general, los estudios realizados sobre el mercado estadounidense (Wansley *et al.*, 1985; Holthausen *et al.*, 1986; Hand *et al.*, 1992) han llegado a la conclusión de que el mercado presenta reacción negativa estadísticamente significativa ante posibles bajadas, y positiva pero más débil aunque significativa, ante posibles subidas; observándose que cuando el *rating* abandona la Lista de Vigilancia el mercado reacciona significativamente, especialmente ante anuncios de disminución del mismo. Estos resultados se obtienen también para el mercado español (Verona Martel, 1998:251). Sin embargo, en el estudio de Barron *et al.* (1997:506) para el mercado inglés, la colocación en la Lista de Vigilancia no tiene efecto sobre el precio de las acciones.

No obstante lo anterior, la mayoría de los estudios se han centrado en investigar la reacción del mercado de acciones ante cambios en los *ratings* (Holthausen *et al.*, 1986; Cornell *et al.*, 1989; Hand *et al.*, 1992; Hsueh *et al.*, 1992; Schweitzer *et al.*, 1992; Bi *et al.*, 1993; Goh *et al.*, 1993), llegando a la conclusión de que se produce una respuesta negativa en el precio de los títulos cuando disminuye el *rating*, que se torna positiva cuando éste aumenta, siendo mayor la reacción ante las disminuciones que ante los aumentos. Estos estudios hacen referencia al mercado estadounidense pero en otros mercados como en el australiano (Matolcsy *et al.*, 1995: 901) y en el inglés (Barrón *et al.*, 1997: 508), los resultados obtenidos han sido similares. En España se han realizado distintos estudios, como el de Camino Blasco *et al.* (1994: 63), 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 *et al.* (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: 252). Abad *et al.* (2003: 59) sólo analizan las bajadas de *rating* y también detectan reacción (negativa) significativa del mercado español.

MUESTRA SELECCIONADA Y METODOLOGÍA UTILIZADA

Muestra seleccionada

La población objeto de análisis está constituida por los anuncios de concesión de un primer *rating* relativos al colectivo de empresas calificadas que cotizan en el mercado bursátil español de renta variable, ya sean entidades financieras o no financieras, durante el período

objeto de estudio que comprende desde el año 1987 al año 1997, realizados por las agencias de mayor presencia en España, Standard & Poor's (S&P), Moody's e IBCA³.

La muestra está formada por 46 anuncios de los cuales se han excluido 9 anuncios por estar contaminados, por lo tanto, la muestra a analizar queda formada por 37 anuncios que corresponden a 21 empresas, de las que 14 son entidades bancarias, 3 son empresas pertenecientes al sector eléctrico, mientras que las restantes corresponden cada una, a los siguientes sectores: petroquímico, comunicaciones, alimentación y servicios⁴. El número total de anuncios considerados se recoge en el Cuadro Nº 1.

Cuadro Nº 1. Clasificación de los anuncios de *rating* por grupos de estudio.

GRUPOS DE ESTUDIO	ANUNCIOS INCLUIDOS	ANUNCIOS EXCLUIDOS	TOTAL ANUNCIOS
CONCESIÓN 1º <i>RATING</i> Largo Plazo	18	0	18
CONCESIÓN 1º <i>RATING</i> Corto Plazo	12	8	20
CONCESIÓN 1º <i>RATING</i> DE FORTALEZA FINANCIERA BANCARIA	7	1	8
TOTAL ANUNCIOS	37	9	46

Elaboración propia.

Para obtener los anuncios se han consultado los principales diarios económicos españoles (Expansión, Cinco Días y La Gaceta de los 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 aquéllos que en el día de su publicación o en los días próximos a ella se han producido distintos 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.

Los anuncios correspondientes a la primera vez en que fue otorgado el *rating* a una entidad, se estudiarán divididos en tres grupos: a) análisis del *rating* a largo plazo; b) análisis del *rating* a corto plazo; y c) los anuncios correspondientes a la primera vez que la agencia Moody's

otorgó sus *ratings* de fortaleza financiera para bancos. Las agencias de *rating* establecen una escala de calificaciones distinta si la deuda es a largo plazo o es a corto plazo (emitida con vencimiento original inferior al año).

Asimismo en 1995 la agencia Moody's, con la finalidad de proporcionar a los inversores más información sobre la solvencia de los bancos y cajas que ya tenía calificados a largo y a corto plazo, otorgó a los mismos unos nuevos *ratings*, los llamados *ratings* de fortaleza financiera bancaria. Estas nuevas calificaciones miden la solvencia intrínseca de una entidad, por tanto no tienen en cuenta factores como la propiedad, la pertenencia a determinado grupo o la normativa de cada país.

Metodología utilizada

La metodología propuesta tiene por objeto detectar si se producen rendimientos anormales significativos estadísticamente ante los anuncios de *rating* a lo largo del período objeto de estudio. 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 determina el rendimiento anormal, y finalmente, se aplica un 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.

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 RA_{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.

A este respecto, hemos de señalar que Holthausen *et al.* (1986:67) consideran que los resultados obtenidos 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*.

El período para observar si se producen rendimientos anormales es conocido con el nombre de ventana, ventana de dos días, de tres días, etc. En nuestro estudio hemos tomado una ventana de (-3 días, +3 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 tan corto se pretende determinar la reacción del mercado en los días más próximos al anuncio del evento. 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 con el objetivo 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 0. Para ello se ha utilizado el test de Brown *et al.* (1985) con las modificaciones recogidas en Holthausen *et al.* (1986) cuando se consideraba una ventana de más de un día, en adelante t-estadístico.

Para conocer si los rendimientos anormales en un solo día t , por ejemplo en el día $t = 0$, son estadísticamente significativos, aplicamos el siguiente test estadístico, que se comporta como una t-Student con 149 grados de libertad⁷:

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

donde MRA_t , representa la media de RA_{it} , calculada como:

$$MRA_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} RA_{it}$$

siendo N_t , los anuncios que componen la muestra para el día t , y σ_{MRA} la desviación típica de los rendimientos anormales del período utilizado para hacer la estimación del modelo, calculándose la varianza de la siguiente forma:

$$\sigma_{MRA}^2 = \frac{1}{149} \sum_{t=+61}^{+210} (MRA_t - \overline{MRA})^2$$

siendo,

$$\overline{MRA} = \frac{1}{150} \sum_{t=+61}^{+210} MRA_t$$

El estadístico así definido coincide con el recogido en Brown *et al.* (1985), estadístico que ha sido utilizado por Wansley *et al.* (1985), Zaima *et al.* (1988), Bi *et al.* (1993) y Barron *et al.* (1997), entre otros. Este estadístico ha sido ampliamente utilizado en estudios que investigan el efecto de distintos eventos pero en un día concreto, no a lo largo de un período. No

todos los autores analizan el efecto de un acontecimiento en un día determinado, sino que suelen hacerlo considerando un período de dos o más días (en el caso de trabajar con días).

También se puede analizar la significación en un período de días, acumulando los rendimientos anormales de esos días, obteniéndose los denominados rendimientos anormales acumulados. Para determinar si los rendimientos anormales acumulados desde el día t hasta el día k (por ejemplo, $t = +1$ hasta el día $k = +3$), son significativamente distintos de cero, aplicamos el test utilizado por Holthausen *et al.* (1986) y posteriormente por Zaima *et al.* (1988) y Cornell *et al.* (1989). Tests muy similares a éste, han sido usados por Wansley *et al.* (1985), Bi *et al.* (1993) y Barron *et al.* (1997).

El test estadístico queda definido de la siguiente forma:

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

donde, MRA_t , representa la media de RA_t , calculada como se indicó anteriormente.

$SMRA_{t,t+k}$, representa la suma de los rendimientos anormales para un período de días que va desde t a $t+k$, calculada como:

$$SMRA_{t,t+k} = \sum_{T=t}^{t+k} MRA_T$$

σ_{MRA} , representa la desviación típica de los rendimientos anormales, calculada como se indicó anteriormente.

k , representa el número de días que componen el período objeto de estudio.

Una vez que se calcula el test estadístico, se puede comprobar si se rechaza o se acepta la hipótesis nula, y por tanto, si el acontecimiento que analizamos provoca reacción en el mercado o no.

EL EFECTO DE LA CONCESIÓN DE UN RATING POR PRIMERA VEZ

En general, las primeras entidades españolas calificadas, que fueron fundamentalmente bancos, solicitaron en primer lugar un *rating* a corto plazo y luego uno a largo plazo, aunque actualmente la tendencia está siendo solicitar

conjuntamente ambos *ratings*. Todas las entidades españolas, a lo largo del período de estudio, se encuentran calificadas dentro del grado de inversión y suelen poseer *ratings* de más de una agencia, pero mientras el *rating* a corto plazo concedido suele ser el máximo de la escala de *ratings*, en el *rating* a largo plazo se observa una mayor variedad.

En este apartado nuestro objetivo es conocer si el mercado español reacciona ante el anuncio de concesión por primera vez de un *rating*, tanto a largo como a corto plazo, es decir se estudia la reacción del mercado en el momento en que una entidad recibió por primera vez un *rating*, sin tener en cuenta la agencia que lo concedió, por lo tanto para cada entidad sólo tendremos una fecha si el *rating* se concedió en el mismo momento a largo y a corto plazo; en caso contrario tendríamos dos fechas, una para el *rating* a largo plazo y otra para el *rating* a corto plazo (en el supuesto de que posean ambos *ratings*). Además, también se analiza la reacción ante la concesión del nuevo *rating* otorgado por la agencia norteamericana Moody's a los bancos, denominado *rating* de fortaleza financiera bancaria.

El efecto de la concesión de un *rating* a largo plazo por primera vez

Para realizar este análisis la muestra ha estado formada por 18 entidades, de las cuales 12 son entidades financieras y 6 no financieras, de las que 3 pertenecen al sector eléctrico.

Los resultados obtenidos al aplicar el test estadístico (ver Cuadro Nº 2) nos indican, en principio, que la concesión del primer *rating* a largo plazo no tiene efecto sobre el precio de las acciones pues los rendimientos anormales obtenidos en el día 0, día del anuncio de *rating*, no son significativos a un nivel de confianza del 95% ni del 90%. La misma conclusión obtenemos si analizamos el período anterior al anuncio (ventana (-3,-1)), porque el mercado no está anticipando la noticia. En cambio, si consideramos el período posterior al anuncio (ventana (+1,+3)) observamos unos rendimientos anormales negativos significativos sólo a un nivel de confianza del 90%, que nos indican que el mercado reacciona con retraso y de forma pesimista ante ese *rating* otorgado; reacción que se puede explicar porque ninguna entidad ha obtenido un *rating*

AA+ (ó Aa1, si utilizamos la simbología de Moody's), o bien, AAA porque el *rating* de España, que actúa como techo, se lo impide, y muchas entidades han obtenido un *rating* inferior al del Reino Unido, siendo las menos las que lo han igualado. Si centramos el análisis en los días inmediatos al momento 0 encontramos que no

se han obtenido rendimientos anormales significativos ni en el día +1 (t-estadístico = -1,4643331), ni el día -1 (t-estadístico = 1,3023322), ni en el período (0,+1) con un t-estadístico = -0,0269572, esto quiere decir que el mercado no está reaccionando en los días inmediatamente posterior y anterior al anuncio del evento.

Cuadro Nº 2. Resultados obtenidos ante el anuncio de concesión del primer *rating* a largo plazo.

DÍAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	t-ESTADÍSTICO
-3,-1	0,00290783	0,62259268
0	0,00384581	0,42620983
+1,+3	-0,0083358	-1,7847809

Elaboración propia.

Los estudios precedentes realizados sobre el efecto del *rating* sobre el precio de las acciones en el mercado, en general, no han prestado atención a la concesión por primera vez de un *rating*, motivo por el cual la evidencia empírica con la que podamos contrastar nuestros resultados es escasa. No obstante, se puede mencionar el estudio de Barron *et al.* (1997: 502-503) que analiza para el mercado inglés el efecto de la concesión por primera vez de un *rating* a largo plazo, llegando a la conclusión de que el mercado no reacciona ante este tipo de anuncio, ni en el día 0 ni en el período posterior al mismo (sólo analizan una ventana de 0 días a 30 días). Nuestros resultados coinciden, en parte, con los del citado estudio, pues no obtenemos reacción en el día 0 aunque observamos cierta reacción negativa en el período posterior al día 0, que sólo es significativa a un nivel de confianza del 90% (en el estudio inglés se producen rendimientos anormales negativos, no muy pequeños, en el día 0 y en el período (0,+1)).

El efecto de la concesión de un *rating* a corto plazo por primera vez

Para analizar este efecto no se han tenido en cuenta aquellas entidades a las que se les ha concedido al mismo tiempo el *rating* a corto plazo y a largo plazo, al formar las mismas parte de la muestra a largo plazo. Por lo tanto, la muestra queda formada por 12 entidades, de las cuales 7 son entidades financieras y las otras 5 entidades no financieras (siendo 2 de ellas compañías eléctricas).

Si observamos los resultados obtenidos al aplicar los tests estadísticos (Ver Cuadro Nº 3), comprobamos que en el día 0 el mercado no reacciona al anuncio del primer *rating* ni tampoco lo hace de forma significativa en los días posteriores. Sin embargo, en el período (-3,-1) sí obtenemos una reacción más fuerte, indicativa de que el mercado ha anticipado la noticia y la ha valorado de forma positiva, pues gran parte de las entidades han obtenido el máximo *rating* que otorgan las agencias. Tanto en el día -1 como en el día +1, el valor del test estadístico no es significativo.

Cuadro Nº 3. Resultados obtenidos ante el anuncio de concesión del primer *rating* a corto plazo.

DÍAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	t-ESTADÍSTICO
-3,-1	0,012357665	1,726565160
0	-0,00326570	-0,79029006
+1,+3	-0,01115909	-1,55910510

Elaboración propia.

Al igual que en el caso del primer *rating* a largo plazo, los estudios precedentes realizados sobre el *rating*, en general, no han prestado atención a la concesión del primer *rating* a corto plazo, por lo tanto la evidencia empírica es escasa. Nayar *et al.* (1994:1447) son los primeros en estudiar el efecto que la concesión de un primer *rating* a corto plazo tiene sobre el precio de las acciones. El estudio lo realizaron sobre el mercado estadounidense, llegando a la conclusión de que el precio de las acciones reacciona de forma favorable cuando el *rating* otorgado es alto, pero no responde de forma significativa cuando el *rating* otorgado es bajo. Barrón *et al.* (1997:502-503) analizan también el efecto de la concesión de un primer *rating* a corto plazo, pero sobre el mercado inglés, llegando a conclusiones diferentes de las de Nayar *et al.* (1994), pues no observan que el mercado reaccione en el momento 0, existiendo una reacción negativa después del día 0, que es ligeramente elevada pero no significativa estadísticamente. Nuestros resultados son más parecidos a los obtenidos por Barrón *et al.* (1997), que no encuentran reacción en el

mercado en el día 0, obteniendo, al igual que ellos, rendimientos anormales negativos en los días posteriores a la fecha del anuncio.

El efecto de la concesión por primera vez de los *ratings* de fortaleza financiera de la agencia Moody's

En 1995 la agencia Moody's otorgó a los bancos que ya poseían *ratings* a largo plazo y a corto plazo, una nueva calificación llamada *Bank Financial Strength Ratings* (BFSR), que mide la solvencia intrínseca de una entidad, siendo un complemento a los *ratings* tradicionales otorgados por la agencia. Los bancos españoles han sido calificados con buenos *ratings* en esta nueva modalidad.

En nuestro estudio, la muestra ha quedado formada por 7 entidades al tener que excluir a una entidad por motivos de contaminación, observándose que no existe reacción del mercado ante estos anuncios, pues ni en el día 0 ni en el período anterior o posterior se producen rendimientos anormales estadísticamente significativos (Ver Cuadro N° 4).

Cuadro N° 4. Resultados obtenidos ante el anuncio de concesión del primer *rating* de fortaleza financiera.

DÍAS	RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS	t-ESTADÍSTICO
-3,-1	0,001339218	0,20223186
0	0,001485790	0,38861303
+1,+3	0,000006772	0,01022770

Elaboración propia.

Si aplicamos el t-estadístico al día -1 (t-estadístico = -0,2874161), al día +1 (t-estadístico = -0,0998285), o al período (0,+1) donde el valor es de 0,20420151, obtenemos que en ninguno de esos momentos se observa una reacción significativa del mercado. El mercado no reacciona significativamente ante el anuncio de estas nuevas calificaciones sobre los bancos, no existiendo evidencia empírica con la cual comparar los resultados que hemos obtenido.

CONCLUSIONES

El *rating* es un mecanismo de información al mercado que incrementa la transparencia y la seguridad. La literatura ha prestado una gran

atención a la reacción del mercado ante los cambios en los *ratings* concedidos a un emisor pero menos interés ha recibido la colocación de un *rating* en la Lista de Vigilancia, y aún menos numerosos son los estudios que han analizado la concesión por primera vez de un *rating*. El presente trabajo se ha centrado en analizar precisamente este último hecho; concretamente el objetivo del presente estudio es conocer la reacción del mercado de acciones español ante los anuncios de concesión por primera vez de un *rating*, realizados por las principales agencias de *rating*.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que el mercado de acciones español no

presenta una reacción significativa estadísticamente hablando ante la concesión del primer *rating* a largo plazo, coincidiendo estos resultados con la escasa evidencia empírica existente en otros países pues en España no existe evidencia sobre este acontecimiento.

También se ha obtenido no reacción del mercado español ante el anuncio del primer *rating* a corto plazo, al igual que en el caso del primer *rating*. La evidencia empírica con la que contrastar los resultados es escasa, presentando además cierto grado de contradicción, siendo los resultados del mercado español más similares al mercado inglés (mercado con tradición en la utilización del *rating* similar al español) que a los obtenidos para el mercado estadounidense, no existiendo evidencia empírica en España al respecto.

En cuanto al análisis de la concesión por primera vez de los *ratings* de fortaleza financiera a los bancos por la agencia estadounidense Moody's, los resultados permiten afirmar que el mercado español no reacciona ante tales anuncios, no existiendo evidencia empírica con la que comparar los resultados obtenidos ni en el mercado español ni en otros países.

NOTAS

1. Un análisis detallado de los aspectos más destacados del *rating* se pueden encontrar en Verona Martel (2002).
2. Las emisiones son colocadas en la Lista de Vigilancia cuando se produce o se espera que se produzca un acontecimiento que pueda afectar a la calidad crediticia del emisor, considerándose necesario disponer de información adicional para tomar una decisión acerca del *rating* de dicho emisor, debido a que la información poseída es incompleta, no siendo posible tomar de forma rápida la decisión de cambiar o mantener la calificación. No obstante, no todos los cambios de *rating* que realizan las agencias vienen precedidos por su colocación en las mismas, ni todas las entidades bajo revisión aparecen en ellas, ni la inclusión en la misma significa que el cambio en el *rating* sea inevitable. Los *ratings* colocados bajo observación abandonan la Lista cuando se toma la decisión sobre la modificación o confirmación de los mismos.
3. Existen 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. Por ejemplo, la agencia *Japan Credit Rating* que tiene calificado entre otros al BBV o la agencia *Japan Bond Research* entre cuyas entidades calificadas se encuentra BANESTO. Por otro lado, en octubre de 1997, IBCA se fusiona con la agencia estadounidense *Fitch* creando la tercera agencia de *rating* del mundo denominada *Fitch IBCA*, que ha continuado creciendo con el paso de los

años mediante la adquisición de otras agencias (Duff & Phelps Credit Rating y Thomson BankWatch, en el año 2000). Esta agencia actualmente se denomina *Fitch Ratings*.

4. Las 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.
5. Los datos referentes a las cotizaciones diarias y al Índice General se han obtenido de la Bolsa de Madrid.
6. La 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.
7. Trabajamos con un nivel de confianza del 95% y con dos colas, rechazándose la hipótesis nula cuando el valor del test estadístico sea igual o mayor a 1,96 (o bien, igual o inferior a -1,96, dependiendo del signo del test). Si el nivel de confianza es del 90% se rechaza la hipótesis nula cuando el valor del test estadístico es igual o mayor a 1,645 (o bien es igual o inferior a -1,645). Por otro lado, la distribución t de Student es apropiada para el estudio de muestras pequeñas como es nuestro caso.

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.
- Barrón, 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, Volumen 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.
- Brown, S.J. y Warner, J.B. (1985). *Using daily stock returns: the case of event studies*. Journal of Financial Economics, Vol. 14, pp. 3-31.
- Camino Blasco, D. y Cardone Riportella, 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, Volumen 3, pp. 55-66.
- 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, Volumen 4, pp. 460-479.

- Goh, J.C. y Ederington, L.H. (1993). *Is a bond rating downgrade bad news, good news, or no news for stockholders?*. Journal of Finance, Volumen 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 presentada en el XI Congreso Nacional y VIII Congreso Hispano-francés de la AEDEM, del 17 al 20 de junio, Lérida.
- Hand, J.R.M.; Holthausen, R.W. y Leftwich, R.W. (1992). *The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices*. Journal of Finance, Volumen 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, Volumen 17, pp. 57-89.
- 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, Volumen 24, pp. 225-239.
- Matolcsy, Z.P. y Lianto, T. (1995). *The incremental information content of bond rating revisions: the Australian evidence*. Journal of Banking and Finance, Volumen 19, pp. 891-902.
- Nayar, N. y Rozeff, M.S. (1994). *Ratings, commercial paper, and equity return*. Journal of Finance, Volumen 49, pp. 1431-1449.
- Schweitzer, R.; Szewczyk, S.H. y Varma, R. (1992). *Bond rating agencies and their role in bank market discipline*. Journal of Financial Services Research, Volumen 6, pp. 249-263.
- Standard & Poor's (1994). *Ratings y análisis*, Nº 4.
- 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. España, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, 291 p.
- Verona Martel, M. C. (2002). *El rating como evaluación de la calidad crediticia de las empresas*. España, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria - Servicio de Publicaciones, 126 p.
- Wansley, J.W. y Claurette, T.M. (1985). *The impact of creditwatch placement on equity returns and bond prices*. Journal of Financial Research, Volumen 8, pp. 31-42.
- 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, Volumen 23, pp. 483-498.