

WORKING PAPERS

Resumen comentado de **documentos de investigación sobre finanzas y mercados** de especial interés para la comunidad inversora

LA LIQUIDEZ, LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA Y SUS EFECTOS SOBRE EL COSTE DE CAPITAL

DOCUMENTO COMENTADO

"The liquidity route to a lower cost of capital"

Yakov Amihud y Haim Mendelson

Journal of Applied Corporate Finance, Volumen 12, número 4, Invierno 2000. pp 8-25.

"Investor relations, liquidity and stock prices"

Michael J. Brennan y Claudia Tamarowski

Journal of Applied Corporate Finance, Volumen 12, número 4, Invierno 2000. pp 26-37.

"Evidence that greater disclosure lowers the cost of equity capital"

Cristine A. Botosan

Journal of Applied Corporate Finance, Volumen 12, número 4, Invierno 2000. pp 60-69.

Por Santiago Ximénez
Vicesecretario general, European
Capital Markets Institute (ECMI)

Una de las muchas variables a considerar cuando un inversor pondera la decisión de colocar una parte de su riqueza en un título valor es la liquidez del mismo.

De hecho, "liquidez" es uno de los términos más usados en cualquier conversación, análisis o artículo sobre los mercados financieros y uno de los elementos que determinan el éxito o el fracaso de un mercado financiero y, en especial, de una Bolsa de Valores. Sin embargo, ¿qué es la liquidez? ¿qué factores influyen para que un título sea más o menos líquido? Y ¿a qué otros factores afecta la liquidez?

A partir del comentario de tres artículos aparecidos en el *Journal of Applied Corporate Finance* del invierno de 2000 intentaremos dar respuesta, siquiera parcial, a estas cuestiones.

1. ¿QUÉ ES LA LIQUIDEZ?

Tal y como indican Brennan y Tamarowski en

su artículo la liquidez es un concepto "resbaladizo". Una buena definición, que podría aparecer en cualquier manual de finanzas, sería que liquidez es la capacidad de vender un título en un corto periodo de tiempo sin tener que hacer concesiones en el precio. Sin embargo, según estos autores, ésta es una definición incompleta pues no establece que entendamos por "corto plazo" ni qué cantidad del activo en cuestión estamos vendiendo, pues en el mercado de valores no existe una cantidad "natural" que vender o comprar, tal y como existe en el mercado de viviendas o en el de automóviles (la cantidad natural en estos dos casos sería una unidad del activo). Sin embargo, si establecemos que corto plazo signifique "al momento" podríamos definir la liquidez de un activo, para una tamaño de la operación dado, como la concesión en precio necesaria para comprar o vender ese activo de forma inmediata.

Para órdenes de pequeño tamaño esta definición supone que podríamos usar la diferencia

entre el mejor precio de compra y el mejor precio de venta en el libro de órdenes (bid ask spread) como medida de la liquidez. Sin embargo, y aún cuando son muchos los trabajos de investigación que miden la liquidez haciendo uso del bid ask spread, ésta no es una medida adecuada para órdenes de gran tamaño pues es muy probable que tales órdenes "barriesen" el libro de órdenes de forma que el precio medio de la compra (venta) fuese mayor (menor) que el mejor precio de venta (compra) del libro de órdenes.

Es por esto por lo que los investigadores han desarrollado varias medidas alternativas de cuantificar la liquidez. De entre ellas, una de las más usadas es la que mide la liquidez de un título como el impacto marginal (I) de una operación (de compra o de venta) en el precio de la acción:

$$\Delta P = \mu + \lambda q$$

Donde ΔP es la variación en el precio de la acción, μ es un parámetro que representa el valor informativo de la acción, q es la cantidad comprada (signo positivo) o vendida (signo negativo) y λ es el impacto marginal de la operación en el precio de la acción, la medida de la liquidez. A λ se la conoce comúnmente como *lambda de Kyle* por el autor (Albert Kyle) que introdujo esta medida por primera vez, en su artículo seminal de 1985¹. De esta forma una *lambda* igual a cero implica que incluso operaciones de gran tamaño no son capaces de mover el precio de la acción, es decir, el título tendría una liquidez máxima.

No obstante, cabe preguntarse por qué las acciones son más o menos líquidas. La mayoría de los autores que han estudiado la microestructura de los mercados financieros coinciden en señalar que el grado de iliquidez de una acción depende del grado de asimetría informativa sobre el valor verdadero (intrínse-

(1) Kyle A.S., 1985, "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrica*, 53, p. 1315-1335.

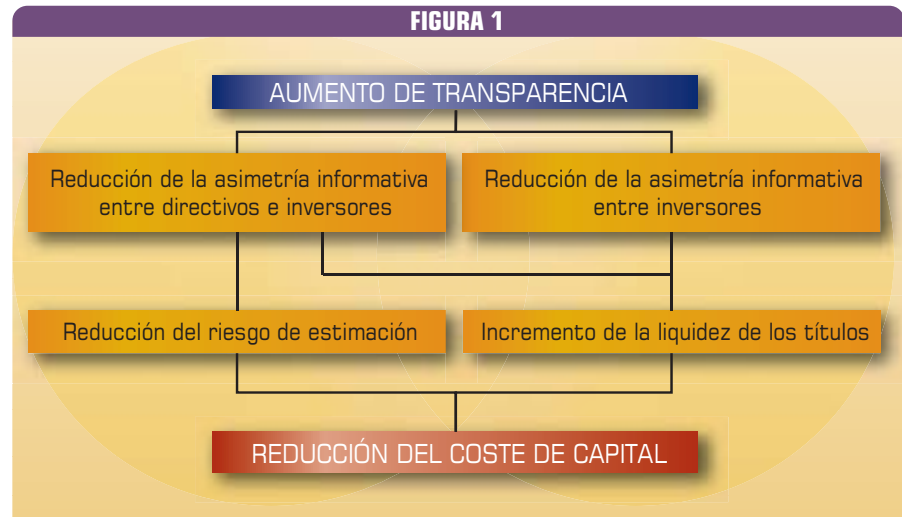
co) de esa acción. Los modelos de microestructura hablan de asimetría informativa al distinguir entre inversores no informados e inversores informados. Los primeros son aquellos que compran o venden acciones por razones puramente de liquidez (por ejemplo el cobro de una paga extra o el pago de un viaje) y no porque tengan información específica acerca de la acción. Los inversores informados son aquellos que realizan operaciones porque tienen información superior a la del resto del mercado acerca de la acción. Esto no significa, en modo alguno, que tengan información privilegiada sino que han sido capaces de procesar la nueva información más rápidamente que el resto del mercado o que han encontrado información que al resto del mercado se le ha pasado por alto².

La iliquidez surge, dentro siempre de este marco teórico, cuando la contraparte de una operación supone que quien inicia la operación es un inversor informado. En este caso aumentará el precio al que esta dispuesta a vender o disminuirá el precio que está dispuesta a comprar pues tendrá el temor de que el inversor informado haya iniciado la compra (venta) porque el valor verdadero de la acción sea mayor (menor) al que hasta ese momento prevalecía en el mercado³.

2.¿QUÉ FACTORES INFLUYEN PARA QUE UN TÍTULO SEA MÁS O MENOS LÍQUIDO?

Los tres artículos que comentamos señalan que si la iliquidez es provocada por la asimetría informativa sobre el precio de la acción, una forma de aumentar la liquidez sería hacer la compañía más transparente, bien mediante una difusión de más y más exacta información al mercado, bien aumentando el número de analistas que hacen un seguimiento de la acción o bien incrementando el número de inversores no informados (minoristas) en la base de accionistas de la sociedad. Son, además, varios los estudios empíricos que avalan esas medidas como medios para aumentar la liquidez de una acción.

Amihud y Mendelson citan un artículo que escribieron en 1988 en el que mostraban como se incrementaba la liquidez de las acciones de



aquellas compañías que revelaban al mercado más información de la obligatoria por ley o regulación. En este mismo sentido, los autores hacen referencia a otro estudio que demostraba que las compañías que publican predicciones de beneficios disminuyen significativamente sus *bid ask spreads*. Por su parte, Brennan y Tamarowski hacen referencia a un artículo de 1997 que analizaba los efectos que tenían las presentaciones (*road shows*) de compañías ante la Sociedad de Analistas Financieros de Nueva York y que mostraba un incremento significativo en el número de analistas que realizaban predicciones sobre los beneficios de una compañía tras la realización de una presentación por parte de ésta, un efecto que era más pronunciado para las empresas de pequeño tamaño. Asimismo, otro artículo de 1996 encontró que cuanto mayor es la calidad de la información que una compañía da a los analistas mayor es el número de analistas que hacen un seguimiento de la empresa siendo, además, más acertadas sus predicciones. Pero, ¿influye el número de analistas que sigue a una compañía en la liquidez de los títulos de esta? Los propios Brennan y Tamarowski, tomando una muestra de 1421 acciones de la Bolsa de Nueva York en 1988, hicieron una regresión de la *lambda de Kyle* (medida en dólares) sobre el número de analistas que seguían a cada título, entre otros regresores. Los resultados mostraban una fuerte correlación negativa entre ambas variables, así como

una fuerte correlación positiva entre el número de analistas y el volumen de negociación del título (otra medida de liquidez comúnmente usada). Este hallazgo, señalan los autores, es consistente con el papel que juegan los analistas como diseminadores de información, capaces de disminuir la asimetría informativa sobre el precio de un título.

Por lo que respecta a la tercera medida para incrementar la liquidez citada más arriba - el incremento de la base de inversores - Amihud y Mendelson mencionan un estudio de 1999 realizado sobre el mercado japonés. En la Bolsa de Tokio las acciones se negocian en lotes mínimos (MTUs) cuyo tamaño (número de acciones por lote) es determinado por la compañía de acuerdo con el código de comercio japonés. De esta forma las acciones con lotes mínimos elevados, mil títulos por ejemplo, son difíciles de adquirir por inversores minoristas que pueden no tener un capital suficiente como para adquirir el lote mínimo o, en el caso de que sí pudiesen comprarlo, su adquisición podría mermar en gran medida las posibilidades de diversificación de su cartera. Puesto que el código de comercio japonés permite que el consejo de administración de una empresa reduzca su MTU en este estudio se analizaban los efectos sobre la liquidez de los títulos de 66 compañías que disminuyeron sus lotes mínimos entre 1991 y 1996. Los resultados indicaban un incremento medio del 135% en el número total de accionistas y un

- (2) Por ejemplo, si una compañía comunica un hecho relevante al público, las casas de valores y las gestoras de fondos de inversión son capaces de procesar esa información más rápidamente que un inversor particular.
- (3) Este marco teórico fue desarrollado, inicialmente para mercados dirigidos por precios en los que cada parte conoce la identidad de la parte contraria. Aun cuando los mercados continentales usan modelos de mercado de subasta continua con libros electrónicos de órdenes que son ciegos (las partes no se conocen entre sí) la teoría es perfectamente aplicable a éstos (aunque con ciertas modificaciones en la modelización del comportamiento de los participantes en el mercado)

	EMPRESAS SEGUIDAS POR MUCHOS ANALISTAS			EMPRESAS SEGUIDAS POR POCOS ANALISTAS		
	VARIABLE	COEFICIENTE	PROB. T	VARIABLE	COEFICIENTE	PROB - T
Coste de	Constante	0.094	(0.2719)	Constantet	0.25	(0.0019)
capital esperado=	Beta	0.097	(0.0031)	Beta	0.068	(0.0512)
	Nivel de transparencia	0.034	(0.8462)	Nivel de transparencia	-0.09	(0.0256)
	Valor de Mercado	-0.008	(0.1836)	Valor de Mercado	-0.018	(0.0711)
R2 Ajustado	16.20%			11.40%		

80 BOLSA DE MADRID ENERO 2003

