

**DE LOS RESULTADOS FINANCIEROS AL PRECIO DE MERCADO: UN
ENFOQUE AL MERCADO COLOMBIANO**

SONIA LILIANA GARZÓN RAMOS

JUAN MANUEL LÓPEZ PALACIO

Trabajo de Grado

Asesor, docente

JIMMY AGUSTÍN SARAVIA MATUS

UNIVERSIDAD EAFIT

BOGOTÁ

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

2019

CONTENIDO

RESUMEN.....	3
ABSTRACT	4
INTRODUCCIÓN.....	5
MARCO TEÓRICO	7
DISEÑO METODOLÓGICO	15
RESULTADOS	23
CONCLUSIONES	31
REFERENCIAS	33

RESUMEN

Los resultados trimestrales de las empresas tales como: ventas, costos, gastos, ingresos netos, entre otros, son objeto de atención por parte de analistas e inversionistas alrededor del mundo. Por consiguiente, pueden representar una variable que afecta el precio de las acciones de las firmas. En este trabajo se revisa la teoría de indicadores claves de los resultados financieros de las empresas y se profundiza en la revisión de expectativas de los analistas y los resultados reales de las mismas, y mediante un análisis descriptivo y empírico se busca establecer su relación con el precio de la acción. Todo esto enfocado en el mercado colombiano. El resultado muestra que la superación o incumplimiento de las expectativas de los analistas por parte de las empresas son congruentes con la teoría y tienen empíricamente una relación.

Palabras Clave

Precio de acciones, expectativas de mercado, superación de expectativas, indicadores financieros, incumplimiento de expectativas, ganancias, estado de pérdidas y ganancias

ABSTRACT

Quarterly earnings releases such as sales, costs, expenses, net income among others, are followed by analysts and investors around the world, for this reason they are potential key indicators that determine share prices. This paper revises the theories behind the key financial performance indicators, and investigates in detail the impact of the meeting or beating analyst expectations phenomenon, using descriptive and empirical analysis seeks to establish its relationship with share prices, with a focus on the Colombian market. Our results show that meeting or beating analyst earnings expectations are consistent with theory and show a significant empirical relationship.

Key words

Share Prices, market expectations, firm performance surprises, financial indicators, underperformance, income, Profit and Loss Statement

INTRODUCCIÓN

El trabajo presentado realiza una descripción de la información contenida en los balances de las empresas y en cómo esta puede o no tener una influencia sobre el precio de la acción. Además, investiga a profundidad el proceso de expectativas versus resultados con el objetivo de establecer si para las empresas colombianas la superación o incumplimiento de estas son causantes de movimientos significativos en el precio la acción. Para lograr el objetivo anterior, es necesario realizar una revisión de la literatura con dos propósitos: i) Identificar si en ella se encuentran relaciones importantes entre de los indicadores y los resultados empresariales. ii) Entender los mecanismos por los cuales los pronósticos de los analistas son comparados con los resultados reales de las empresas. Este análisis hace referencia a que algunas de las empresas nacionales que transan en la Bolsa de Valores de Colombia, para el caso de la superación de expectativas y debido a la restricción de información disponible, se compara con empresas colombianas que cotizan en la Bolsa de Nueva York.

En la investigación se encontraron varios estudios en donde los autores se han enfocado en analizar los impactos de los estados financieros sobre el precio de las acciones. Por ejemplo, Sloan (1996) y Bernard & Stober (1989) han estudiado cómo la información que hace parte de los estados financieros se pueden ver reflejadas en la variación de precios de las acciones. Otros expertos como Bowen et al (1987) y Rayburn (1986) han realizado análisis de los estados financieros y de las expectativas, estudiando los movimientos anormales del precio de las acciones.

También, Copeland et al (2005) ha mostrado que no existe una fuerte correlación entre las variables financieras y el desempeño de las acciones, y a su vez, que las empresas crean valor cuando se superan las expectativas, y que destruyen valor cuando no alcanzan las mismas.

Si bien es cierto que la teoría de superación de expectativas es amplia, la concentración de esfuerzos y la mayor parte de la información se encuentran dirigida al mercado estadounidense y europeo. En Colombia el análisis cuantitativo de la información de superación de pronósticos, aunque es importante para la toma de decisiones de inversión, resulta bastante limitada. Este trabajo trata de empezar a cerrar esta brecha, al analizar cuantitativamente las expectativas mediante una modelación de estudio de eventos y corroborar que efectivamente los resultados obtenidos en estos otros mercados son congruentes para el caso colombiano.

El trabajo se encuentra estructurado así: En la sección 2 titulada marco teórico contiene un análisis de los diferentes estudios y posturas de autores asociadas a información financiera de las empresas y a sus expectativas. En la sección 3 se describen las metodologías utilizadas para el desarrollo de la investigación, se realiza un análisis descriptivo de la información financiera y se utiliza la metodología de estudio de eventos para explicar fluctuaciones de los precios de las acciones que son anormales y que están relacionadas con eventos que pueden generar o destruir valor a la empresa. Los resultados se encuentran sustentados en la sección 4 para luego concluir y generar las recomendaciones que se presentan en la sección 5.

MARCO TEÓRICO

Balance, estado de resultados y flujos de caja son presentados por las empresas de forma trimestral y anual con el fin de proporcionar información financiera relevante para la toma de decisiones financieras por parte de los accionistas y otros potenciales inversionistas. Las decisiones de inversión por parte de los agentes económicos están influenciadas por la capacidad que tienen las empresas de generar recursos, dar cumplimiento a sus obligaciones e incrementar su nivel de activos. Sin embargo, como se verá más adelante, los resultados positivos en ventas y ganancias, flujos de caja y una hoja de balance sólidos, no son garantía de movimientos favorables en el precio de la acción.

Para entender la razón por la cual el fenómeno de ganar o cumplir los pronósticos de los analistas puede tener incidencia mayor a la de los resultados contables en el precio de la acción, es necesario acudir al concepto económico de costo de oportunidad. Para las empresas el principal objetivo es maximizar la riqueza de sus accionistas. Si estas realizaran algún movimiento, como una inversión, las expectativas de los inversionistas sería que esta inversión generará más retornos que la segunda mejor opción, en este caso el costo de capital. Si esto no ocurre, se transmitirá un mensaje negativo al mercado y accionistas afectando así el precio de la acción. De ahí, que el desempeño de una firma debe superar las expectativas para generar valor a sus accionistas. Copeland & Weston (1998) estudiando empresas del S&P 500 durante los periodos de 1992-1998 encontraron una estrecha relación entre los retornos de los accionistas y los cambios en las

expectativas de los analistas, afirmando que la comunicación apropiada con inversionistas en el mercado es la mejor forma de crear y manejar las expectativas. Como se verá más adelante, si bien es cierto que hay poca información cuantitativa puntual al respecto para las empresas colombianas, los medios, la proliferación de información y las mismas organizaciones van creando no solo con sus resultados, sino con sus acciones estas expectativas. Por ello de alguna manera se puede predecir desde el análisis anterior, que la superación de tales expectativas creadas tendría influencia en la creación de valor para estas empresas.

Varios estudios entre los cuales se destacan Brown (1997), Matsumoto (2002), Bartov, Givoly y Hayn (2002) han desarrollado el concepto de “Ganar o Cumplir los pronósticos de los analistas”. Hoy en día este concepto está cada vez más incorporado en los inversionistas y en los miembros de las juntas directivas de las empresas.

Las ganancias y el beneficio por acción (BPA) son publicados trimestralmente por las empresas que cotizan en bolsa, y de forma obligatoria por empresas que cotizan en la bolsa de Nueva York (NYSE), y en el caso colombiano y para las empresas que cotizan en las dos. El BPA y la Ganancia son los indicadores utilizados para medir no solo el desempeño de las firmas por parte de los accionistas, sino también los pronósticos de resultados de los diferentes tipos de analistas financieros.

La siguiente gráfica (1) muestra el precio de la acción para la empresa Facebook (FB) entre los periodos de julio – agosto de 2018. La línea amarilla representa la fecha de publicación de los resultados trimestrales. Facebook reportó utilidades por

valor de \$13.330 millones de dólares lo que representa un crecimiento del 42% comparado con el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, como se aprecia en la gráfica, para el periodo de reporte de resultados del segundo trimestre, el precio de la acción pasa de 218 USD /Acción a 175 USD/Acción, una caída de aproximadamente 20%, esfumando cerca de 120 millones de dólares de capitalización de mercado en un solo día.

Gráfica 1.



Fuente: cuenta personal de autores; Tradingview.com recurso en línea

El consenso de los analistas representa el promedio de utilidad o de BPA calculado por analistas independientes. Dichos análisis son recopilados, publicados y actualizados por las diferentes compañías de investigación en inversión. Para los resultados del segundo trimestre de 2018 de Facebook, las utilidades reportadas fueron casi 100 millones de dólares por debajo de este consenso.

El ejemplo anterior aporta claridad de cómo el concepto de “Ganar o Cumplir los pronósticos de los analistas” entra a jugar un papel crucial en los movimientos de precio de las acciones.

Autores como DeGeorge (1999) analizando los resultados trimestrales publicados por más de 5000 firmas estadounidenses, encuentran que los miembros directivos están principalmente enfocados no solo en cumplir los objetivos de ganancias, sino también de influenciar bajo un esquema legal y flexible, (guiados por los principios de contabilidad generalmente aceptados PCGA) los mismos para cumplir estos pronósticos de los analistas (CP).

Ron & McNichols (2002) describen cómo las firmas que sobrepasan el CP efectivamente generan un mayor valor que las que no. Sin embargo, señalan que el mercado asigna un mayor valor a las firmas que constantemente logran sobrepasar estas expectativas.

Algunos estudios (Bartov, Givoly, & Hayn, 2002), luego de analizar el comportamiento de los resultados trimestrales de más de 150.000 firmas concluyen:

El sobrepasar las expectativas de los analistas es un indicador confiable del desempeño futuro de las empresas, las firmas que sobrepasan las expectativas en los resultados trimestrales, muestran mejores crecimientos en ventas y en ganancias, así como un ROA y un ROE más alto en periodos posteriores.

Este estudio va un poco más en profundidad al analizar cómo los cumplimientos de los pronósticos se han vuelto un “juego” entre firmas y analistas, en el cual las firmas se vuelven parte del proceso manejando las expectativas y a tal punto que logran

manejar hasta las expectativas de los analistas así esto signifique que corrijan a la baja las expectativas iniciales, y logrando un mayor retorno en el precio de la acción.

En contraste con los resultados anteriores, algunos autores argumentan, que las variaciones en los precios por las decisiones tomadas por los distintos agentes económicos al momento de la emisión de resultados son sobrevaloradas o de corto plazo y las mismas terminarán corrigiéndose en el mediano plazo (DeBondt & Thaler, 1985; Albert & Henderson, 1995) Estudios más recientes (Kirk, Reppenhagen, & Tucker, 2014) dan por sentado el impacto del CP en el precio de la acción, enfocan su atención en los pronósticos de analistas claves individuales, argumentan que a través de los años y con el desarrollo tecnológico, ha habido un desarrollo de firmas dedicadas a pronosticar. Sin embargo, concluyen que si bien los inversionistas usan analistas que consideran claves, no dejan a un lado el consenso en la toma de decisiones.

En cuanto a los resultados contables en el mercado de capitales, la asimetría de la información juega un papel importante en la toma de decisiones. Por un lado, los gerentes buscan utilizar la dinámica contable y financiera que más se ajuste a los resultados de la empresa de acuerdo con sus intereses. Por otra parte, los accionistas en busca de tener información más adecuada tratan de conocer más sobre las inversiones que ha venido realizando la empresa y sus flujos de efectivo, pasando a segunda instancia las utilidades (Chung, Ho, & Kim, 2004). Los accionistas en la actualidad muestran un especial interés por comparar las utilidades con el flujo de efectivo, y así mismo lleva a reflexionar si existe confiabilidad en el

resultado de las utilidades como un indicador de desempeño (Jara Bertin & López Iturriaga, 2011).

También se encuentran otras posturas en estudios como Sloan (1996), quien ha realizado análisis de los estados financieros y examina la naturaleza de la información que conforman los componentes de los estados de resultados de balance y flujo de efectivo operacional de la empresa y la manera en la que esta información se refleja en los precios de las acciones. Los resultados indican que el rendimiento de ganancias atribuible al componente de balance de ganancias muestra una persistencia menor que el rendimiento de ganancias atribuible al componente de flujo de efectivo de las ganancias. También encontró que los precios de las acciones actúan como si los inversionistas se fijaran únicamente en las ganancias, sin distinguir de forma adecuada las diferentes propiedades de los componentes de balance y flujo de efectivo. Según esto, las empresas con niveles de acumulación relativamente altos experimentan una concentración de futuras ganancias explicadas por el precio de las acciones futuras. Sloan se inclina por utilizar como variable de desempeño el flujo de efectivo operacional dado que considera que cuanto mayor sea la proporción de flujo de efectivo operacional con respecto al ingreso neto, mayor será la calidad de ese ingreso. Es decir, una empresa con un alto nivel de ingresos netos y un bajo flujo de efectivo operacional puede estar utilizando criterios de reconocimiento de ingresos o de acumulación de gastos que son equívocos.

Bernard y Stober (1989) no encuentran evidencia de que los precios de las acciones respondan de manera sistemática a la publicación de información sobre el flujo de efectivo y los componentes de balance de ganancias. Concluyen que no existe relación entre los estados financieros publicados y el precio de la acción puesto que en los balances y los flujos de efectivo no se encuentran variables que expliquen el comportamiento de las acciones en el mercado teniendo en cuenta los resultados contables que se publican de la empresa. Se consideró que una de las explicaciones por las cuales pasa esto es porque las fechas de publicación de los estados financieros pueden no representar eventos importantes para la fijación de precios, ya que la información esencial incluida en ellos ya se ha puesto a disposición a través de canales alternativos.

Por otro lado, Rayburn (1986) y Bowen et al (1987) han realizado investigaciones en donde se incluyen medición de las variables de los estados financieros y sus expectativas, la medición de los rendimientos anormales y el análisis estadístico. Estas medidas son obtenidas a través de criterios de ingresos, y se han enfocado en la variable de flujo de efectivo operativo dado que el interés es establecer el tipo de información que proporciona los balances sobre la determinación de los ingresos.

Como lo indica Gallizo et al (2006) existe una falta de unidad de criterio para la elección de variables explicativas para estimar la evolución del valor de mercado de una empresa. En las posturas se resalta, por un lado, aquellas investigaciones que se enfocan en las variables relacionadas con la generación de beneficios (Beaver, 1968) o bien de obtención de flujos de caja, al no reflejar en el estado de resultados

(PyG) es la utilidad (Bernard & Stober, 1989) la que determina los retornos futuros de las acciones. Otras investigaciones afirman que el valor en libros de las acciones (Harris & Ohlson, 1987) se explica por el patrimonio y las utilidades acumuladas en el ejercicio contable de una empresa.

DISEÑO METODOLÓGICO

Impacto de las expectativas en el precio de la acción

Entre los equipos de investigación más reconocidos en Colombia se encuentran: Valores Bancolombia, Casa de Bolsa, Credicorp Capital, BTG Pactual, Acciones y Valores SA, entre otros. Sin embargo, los reportes de acciones normalmente utilizados, hacen un estudio fundamental de las empresas analizando resultados actuales y se centran en destacar las empresas que tienen potencial de valorización o expectativas de resultados favorables (Reporte de compañías -Valores Bancolombia, Informe accionario – Acciones y Valores S.A, Expectativas Resultados Corporativos – Casa de Bolsa). No obstante, es difícil obtener de estos estudios, pronósticos de resultados trimestrales concretos para su posterior análisis.

Dos de las empresas a nivel mundial más reconocidas de estudios sobre inversión son Thomson Reuters y Zacks Investment Research, de las cuales esta última ofreció información concreta sobre estimaciones de resultados trimestrales para las empresas colombianas que cotizan en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

Son once las compañías que cotizan actualmente en la NYSE, las cuales se comercializan bajo la denominación de ADR (American Depositary Receipts). En Julio de 1995 Bancolombia debutó como la primera compañía colombiana en acceder al mercado de capitales estadounidense, a la fecha se negocian más de \$5 mil millones de dólares en acciones de Bancolombia anualmente (Las2orillas, 2018).

Actualmente como ADR tipo 3 están Bancolombia, Grupo Aval y Avianca, Ecopetrol figura como ADR tipo 2 y otras empresas de menor Jerarquía entre las cuales se encuentran: Cementos Argos, Grupo Sura, Corficolombiana, Éxito y Nutresa bajo ADR tipo 1.

Primero se realiza una aproximación descriptiva para el análisis a priori de la información y luego se utiliza la metodología de estudio de eventos para contrastar la hipótesis de impacto favorable en el precio de la acción debido a la superación de las expectativas de resultados por parte de los analistas, o de impacto negativo en caso de incumplimiento de estas.

Aproximación descriptiva

Se ha definido:

BPA_E : Como el promedio de todas las estimaciones por parte de los analistas de beneficios por acción para el trimestre N

BPA_R : Como los beneficios por acción reales para el trimestre N

$CP = \frac{(BPA_R - BPA_E)}{BPA_E} * 100$: Como el cumplimiento de pronóstico expresado en términos porcentuales.

Prueba	CP % Signo	Resultado	Movimiento Esperado del precio de la Acción
$BPA_R > BPA_E$	+	Supera expectativas	Aumenta
$BPA_R < BPA_E$	-	Debajo de expectativas	Disminuye

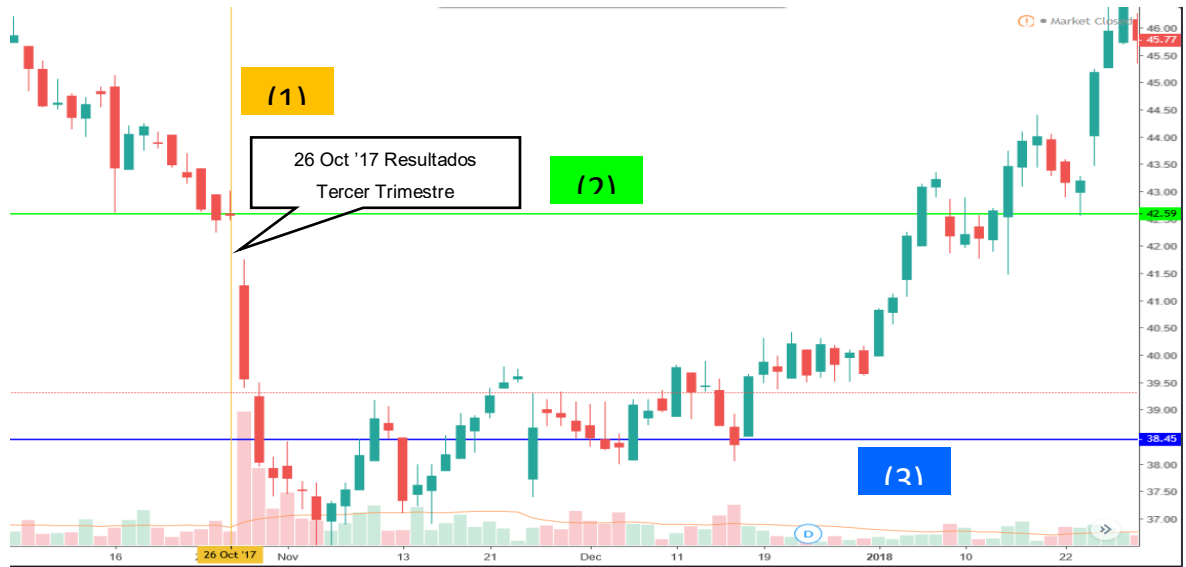
Como se observa, cuando los beneficios por acción reportados en el trimestre N son mayores a los esperados en el mismo trimestre, es decir $BPA_R > BPA_E$, se dice que los resultados superan las expectativas y se esperarí tener un aumento en el precio de la acción. El caso contrario ocurre cuando $BPA_R < BPA_E$. Para contrastar el resultado esperado de la hipótesis contra el movimiento real del precio de la acción, se comparó el precio de apertura de la acción el día de publicación de los resultados trimestrales denotado como PA_n , y el promedio de cierre de los tres días siguientes como $PA_{(prom\ n+3)}$. Así cuando:

$PA_{(prom\ n+3)} > PA_n \quad \gg \quad$ Precio de Acción aumenta

$PA_{(prom\ n+3)} < PA_n \quad \gg \quad$ Precio de Acción disminuye

La siguiente gráfica ejemplifica la metodología y todos sus elementos.

Gráfica 2.



Fuente: cuenta personal de autores. Tradingview.com recurso en línea

Dólares por acción

BPA_E	BPA_R	CP	Resultado	Movimiento Esperado de la acción
\$ 0.98	\$ 0.64	-34.7%	Debajo de expectativas	Disminuye

Dólares por acción

PA_n	$PA_{(prom\ n+3)}$	Movimiento Real de la Acción
42.59	38.45	Disminuye

Como se aprecia en la gráfica 2, se tienen los elementos utilizados en la metodología descrita:

(1): Fecha de publicación del Resultado Trimestral (en este caso tercer trimestre de 2017)

(2): PA_n (Precio de apertura de la acción el día de publicación de resultados)

(3): $PA_{(prom\ n+3)}$ (Precio promedio de los tres días siguientes a la publicación de resultados)

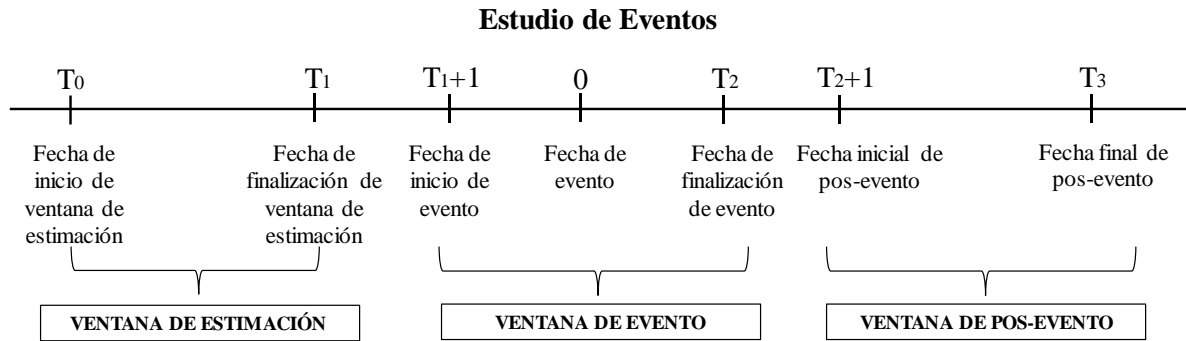
En este caso para los resultados del tercer trimestre de 2017 publicados el día 26 de octubre, las utilidades netas de Bancolombia totalizaron \$451.000 millones de pesos, y como se observa en la figura anterior los beneficios por acción reales BPA_R (\$468.7 pesos por acción o \$0.64 dólares por acción), estuvieron por debajo de los esperados BPA_E , calculando un $CP = -37.4\%$ por lo que el resultado esperado es una disminución en el precio de la acción, el cual es congruente con la comparación de los precios (2) y (3), como se observa: $PA_n = 42.59$ dólares por acción y $PA_{(prom\ n+3)} = 38.45$ dólares por acción.

Estudio de Eventos

La metodología de estudio de eventos es utilizada a continuación debido a que esta trata de determinar si un anuncio o un evento especial causan movimientos anormales en el precio de la acción. Los retornos anormales (RA) causados por estos movimientos son calculados como la diferencia entre los retornos actuales y los retornos esperados (Benninga, 2014). Para este estudio: si la superación o incumplimiento de expectativas del desempeño son los causantes de tales resultados.

La siguiente ilustración resume los componentes principales de la metodología de estudio de eventos:

Gráfica 3.



Fuente: Benninga (2014).

La ventana de estimación es utilizada para determinar el comportamiento normal del precio de la acción. La ventana de evento contiene la fecha del evento o anuncio (0) y unos días antes y después del evento para observar tanto si la información del evento ha sido anticipada, o si el mercado se ha tomado unos días en reaccionar. Por último, la ventana de pos-evento permite analizar el impacto a largo plazo del evento.

Ventana de Estimación y Retornos Anormales (RA)

Para la ventana de estimación se ha definido 1 año calendario o 252 días de trading anteriores a los anuncios de resultados trimestrales, por ser la ventana de tiempo

más usada (Benninga, 2014). Por otro lado, para los retornos del mercado se utiliza el índice S&P500 por ser las acciones colombianas cotizadas en NYSE.

Como se observó anteriormente debido a la disponibilidad de información de expectativas para las empresas colombianas, se han seleccionado las acciones de Bancolombia (CIB), Ecopetrol (EC) y Avianca (AVH). Para el cálculo de retornos anormales (RA) primero se calculó el coeficiente alfa y la beta de cada acción, estimando la siguiente ecuación denominada modelo de mercado:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} \quad (1)$$

r_{it} : Representa el retorno en el día t de la acción i

r_{mt} : Representa el retorno de mercado en el día t

α, β : Coeficientes estimados bajo regresión por mínimos cuadrados.

Así pues, el modelo para estimar RA en la ventana del evento quedaría como la diferencia entre los retornos de la acción en el día t y el retorno de la acción aproximado según la ecuación (1), la cual utiliza los coeficientes α y β estimados durante de la ventana de estimación.

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

Se ha definido también RAA y RAP como la suma y el promedio de todos los retornos anormales:

$$RAA_t = \sum_{j=1}^t RA_{t1+j}, \quad RAP_t = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^t RA_{t1+j}$$

Se aplicará la metodología de estudio de eventos para calcular los RA el día de publicación de los resultados trimestrales para cada una de las acciones estudiadas. Un supuesto importante en el estudio implica que los residuos son distribuidos normalmente, utilizando datos de 252 días calendario para cada anuncio en la ventana de estimación, la metodología se apoya en el teorema de límite central para avanzar con este supuesto y validar mediante un estadístico t de prueba la significancia de los RA a un nivel del 5%. Posteriormente, aplicando la misma metodología, se extiende el análisis para una ventana de evento de -3 a +3 días en la cual se separará los resultados negativos y positivos en cuanto a superación de expectativas y se utilizarán los Rendimientos Anormales Acumulados (RAA) y Rendimientos Anormales Promedio (RAP) para contrastar la hipótesis de significancias de los mismos.

RESULTADOS

Expectativas y Precio de la Acción, aproximación descriptiva

Con los datos disponibles para las empresas: Bancolombia, Ecopetrol y Avianca, se realizó un análisis descriptivo de la información, obteniendo el CP el cual deriva en el movimiento esperado del precio de la acción para ser comparado contra el movimiento real de la acción, y posteriormente, medir empíricamente la congruencia de los resultados vs. el número de observaciones obtenidas.

Acción	Resultados Trimestrales Evaluados	Resultados Iguales al Resultado Esperado	Porcentaje de Congruencia con Hipótesis
Bancolombia	31	20	65%
Ecopetrol	19	12	63%
Avianca	12	8	67%

Usando la misma metodología explicada en la gráfica 2, para la acción de Bancolombia se realizaron comparaciones de resultados trimestrales de alrededor de seis años de los cuales el 65% fueron congruentes con la hipótesis de impacto en el precio de la acción, de los resultados vs. las estimaciones, 5 años para Ecopetrol y 63% de resultados congruentes, 3 años en el caso de Avianca y 67% de resultados congruentes.

Expectativas y Precio de la Acción, estudio de eventos.

Como se vio en la metodología, se busca determinar si la comparación entre resultados trimestrales y las expectativas generan rendimientos anormales (RA) para las acciones de Bancolombia, Ecopetrol y Avianca. En el siguiente cuadro se ilustran resultados para la acción de Bancolombia en el día del evento de publicación: 7 de marzo de 2011.

Tabla 1

Reacción del Mercado a la superación de expectativas de Resultados. Bancolombia, 7 de marzo 2011	
Fecha de anuncio de resultados	7-Mar-11
Ganancias por acción (USD)	\$1.14
Consenso de estimación de ganancias	\$0.66
Cumplimiento de pronóstico de ganancias (CP)	\$0.48
¿Cómo interpreta el mercado el sobrepasar CP?	
Bancolombia	-0.17%
S&P 500	-0.84%
Regresión para Bancolombia usando el modelo de Mercado en el índice S%P 500	
Intercepto	0.0005
Parámetro β	0.8001
Error estándar	0.0139
Retornos reales de la acción versus estimados	
Retorno esperado	-0.62%
Retornos residuales	0.45%
Estadístico-t	0.32
Significancia	No

A partir de los resultados anteriores se puede estimar el modelo para los RA como:

$$RA_{CIBt} = r_{CIBt} - (\alpha_{CIB} + \beta_{CIB} r_{mt})$$

$$RA_{CIB} = -0.0017 - (0.0005 + 0.8001 * r_{s\&p500})$$

Dejando un retorno anormal de 0.45% para el día del evento, para evaluar la significancia de este resultado, se construyó un estadístico t de prueba al dividir el RA y el error estándar de la regresión para y (Steyx), t-statistic = 0.32. Este RA resulta no ser significativo a un nivel de 95% ya que $|t| < 1.96$.

De la misma forma, se construyeron los RA para todos los días del evento de publicación de resultados para cada una de las acciones. A continuación, se muestran los resultados para la acción de Bancolombia.

Tabla 2

Anuncio trimestral de Resultados 2010-18, Bancolombia (CIB)															
Trimestre	Accion	Consenso Analistas	Actual	CP	Punto de partida	Intercepto	Parametro	Error estandar	Retorno actual	S&P 500 Return	Retorno Esperado	Retorno Anormal	estadistico -t	-95%	
4-Aug-10	CIB	\$ 0.83	\$0.77	\$ (0.06)	1155	0.0019	0.8898	0.0135	0.08%	0.60%	0.73%	-0.64%	-0.4759	no	
3-Nov-10	CIB	\$ 1.12	\$1.06	\$ (0.06)	1219	0.0018	0.7705	0.0131	-0.01%	0.37%	0.46%	-0.47%	-0.3625	no	
7-Mar-11	CIB	\$ 0.66	\$1.14	\$ 0.48	1303	0.0005	0.8001	0.0139	-0.17%	-0.84%	-0.62%	0.45%	0.3248	no	
29-Apr-11	CIB	\$ 1.30	\$0.95	\$ (0.35)	1341	0.0009	0.7990	0.0145	1.38%	0.23%	0.28%	1.11%	0.7626	no	
3-Aug-11	CIB	\$ 1.22	\$1.10	\$ (0.12)	1407	0.0001	0.7991	0.0136	-0.26%	0.50%	0.41%	-0.67%	-0.4889	no	
3-Nov-11	CIB	\$ 1.12	\$1.12	\$ -	1472	-0.0005	0.9183	0.0137	0.80%	1.86%	1.66%	-0.86%	-0.6254	no	
5-Mar-12	CIB	\$ 1.13	\$1.32	\$ 0.19	1554	0.0002	0.8670	0.0134	-0.30%	-0.39%	-0.31%	0.02%	0.0137	no	
9-May-12	CIB	\$ 1.15	\$1.17	\$ 0.02	1600	0.0002	0.8677	0.0124	0.62%	-0.67%	-0.57%	1.18%	0.9508	no	
1-Aug-12	CIB	\$ 0.84	\$0.93	\$ 0.09	1658	-0.0006	0.9134	0.0125	-1.06%	-0.29%	-0.32%	-0.74%	-0.5905	no	
2-Nov-12	CIB	\$ 1.53	\$1.13	\$ (0.40)	1722	-0.0003	0.7737	0.0121	-0.74%	-0.94%	-0.76%	0.02%	0.0155	no	
7-May-13	CIB	\$ 1.44	\$1.26	\$ (0.18)	1848	-0.0004	0.6453	0.0109	0.27%	0.52%	0.29%	-0.03%	-0.0243	no	
5-Aug-13	CIB	\$ 0.29	\$0.51	\$ 0.22	1910	-0.0007	0.5601	0.0114	-0.15%	-0.15%	-0.15%	0.00%	-0.0034	no	
5-Nov-13	CIB	\$ 0.99	\$1.13	\$ 0.14	1975	-0.0011	0.5986	0.0106	0.29%	-0.28%	-0.28%	0.57%	0.5362	no	
3-Feb-14	CIB	\$ 1.35	\$1.19	\$ (0.16)	2035	-0.0022	0.6189	0.0113	-1.65%	-2.31%	-1.65%	0.00%	0.0018	no	
5-May-14	CIB	\$ 1.34	\$1.18	\$ (0.16)	2098	-0.0011	0.6569	0.0127	-0.16%	0.19%	0.01%	-0.17%	-0.1346	no	
5-Aug-14	CIB	\$ 1.09	\$1.06	\$ (0.03)	2162	0.0000	0.6044	0.0120	-0.83%	-0.97%	-0.59%	-0.25%	-0.2055	no	
10-Nov-14	CIB	\$ 1.63	\$1.73	\$ 0.10	2230	-0.0002	0.6745	0.0126	0.65%	0.31%	0.19%	0.46%	0.3656	no	
18-Feb-15	CIB	\$ 0.89	\$0.93	\$ 0.04	2297	-0.0006	0.7833	0.0139	-0.20%	-0.03%	-0.09%	-0.12%	-0.0827	no	
28-May-15	CIB	\$ 1.27	\$1.05	\$ (0.22)	2366	-0.0015	0.8282	0.0138	-0.59%	-0.13%	-0.25%	-0.33%	-0.2427	no	
13-Aug-15	CIB	\$ 1.59	\$1.10	\$ (0.49)	2420	-0.0024	0.8913	0.0141	-2.83%	-0.13%	-0.36%	-2.47%	-1.7467	no	
12-Nov-15	CIB	\$ 0.69	\$0.76	\$ 0.07	2484	-0.0022	0.9945	0.0169	-3.50%	-1.41%	-1.62%	-1.88%	-1.1140	no	
9-Mar-16	CIB	\$ 0.69	\$0.89	\$ 0.20	2563	-0.0003	1.1489	0.0197	2.46%	0.50%	0.55%	1.91%	0.9671	no	
23-May-16	CIB	\$ 0.30	\$0.54	\$ 0.24	2615	-0.0007	1.2616	0.0208	0.31%	-0.21%	-0.33%	0.64%	0.3084	no	
18-Aug-16	CIB	\$ 1.17	\$1.02	\$ (0.15)	2676	0.0001	1.3099	0.0212	0.45%	0.22%	0.30%	0.15%	0.0706	no	
21-Nov-16	CIB	\$ 0.91	\$0.95	\$ 0.04	2742	0.0002	1.4406	0.0201	0.06%	0.74%	1.09%	-1.03%	-0.5145	no	
21-Feb-17	CIB	\$ 1.65	\$1.82	\$ 0.17	2803	-0.0001	1.3221	0.0170	-0.69%	0.60%	0.79%	-1.48%	-0.8713	no	
23-May-17	CIB	\$ 0.89	\$0.88	\$ (0.01)	2867	0.0001	1.2728	0.0154	-0.05%	0.18%	0.24%	-0.29%	-0.1881	no	
8-Aug-17	CIB	\$ 0.86	\$0.93	\$ 0.07	2920	0.0003	1.2090	0.0145	-0.44%	-0.24%	-0.27%	-0.17%	-0.1170	no	
26-Oct-17	CIB	\$ 0.69	\$0.63	\$ (0.06)	2976	-0.0004	1.0670	0.0148	0.21%	0.13%	0.09%	0.12%	0.0796	no	
21-Feb-18	CIB	\$ 1.15	\$1.26	\$ 0.11	3055	0.0002	0.8645	0.0151	-0.49%	-0.55%	-0.46%	-0.03%	-0.0220	no	
15-May-18	CIB	\$ 0.59	\$0.78	\$ 0.19	3113	0.0000	0.7513	0.0152	-0.23%	-0.69%	-0.51%	0.28%	0.1871	no	
1-Aug-18	CIB	\$ 0.92	\$0.84	\$ (0.08)	3167	-0.0001	0.6183	0.0154	1.34%	-0.10%	-0.08%	1.42%	0.9234	no	

Los resultados de la Tabla 2 muestran una generalidad de no significancia de RA para el día del evento de publicación de resultados. Para evaluar a más a profundidad estos resultados y constatar si la información ha sido anticipada o el mercado ha tardado en asimilarla, se ampliará la ventana de evento de 3 días antes a 3 días después de la publicación de resultados.

En la siguiente tabla se resume los resultados presentados. Como se explicó en la metodología, se ha utilizado los rendimientos anormales acumulados y promedios, separando los resultados positivos y negativos de superación de expectativas, para contrastar la hipótesis de impacto de las expectativas en los resultados.

Bancolombia (CIB)

Día	Resultados Positivos versus expectativas				Resultados Negativos versus expectativas			
	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.
-3	-0.40%	-1.0474	-0.47%	No	0.23%	0.6463	1.20%	No
-2	0.27%	0.6942	-0.20%	No	-0.16%	-0.4480	1.04%	No
-1	-0.71%	-1.8548	-0.91%	No	-0.62%	-1.7532	0.42%	No
0	0.00%	0.0105	-0.91%	No	-0.21%	-0.5981	0.21%	No
1	-1.67%	-4.3694	-2.58%	Yes	-1.28%	-3.6464	-1.07%	Yes
2	-0.69%	-1.8058	-3.27%	No	-0.70%	-2.0012	-1.77%	Yes
3	-0.66%	-1.7364	-3.93%	No	0.04%	0.1066	-1.74%	No

Ecopetrol (EC)

Día	Resultados Positivos versus expectativas				Resultados Negativos versus expectativas			
	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.
-3	0.38%	0.6045	1.46%	No	-0.80%	-1.3964	-1.84%	No
-2	-0.13%	-0.1988	1.33%	No	-0.85%	-1.4847	-2.69%	No
-1	0.00%	-0.0059	1.33%	No	0.41%	0.7160	-2.28%	No
0	1.44%	2.2636	2.77%	Yes	-0.87%	-1.5290	-3.15%	No
1	1.12%	1.7594	3.88%	No	-2.94%	-5.1537	-6.10%	Yes
2	0.72%	1.1284	4.60%	No	0.64%	1.1282	-5.45%	No
3	-0.08%	-0.1207	4.52%	No	0.55%	0.9679	-4.90%	No

Avianca (AVH)

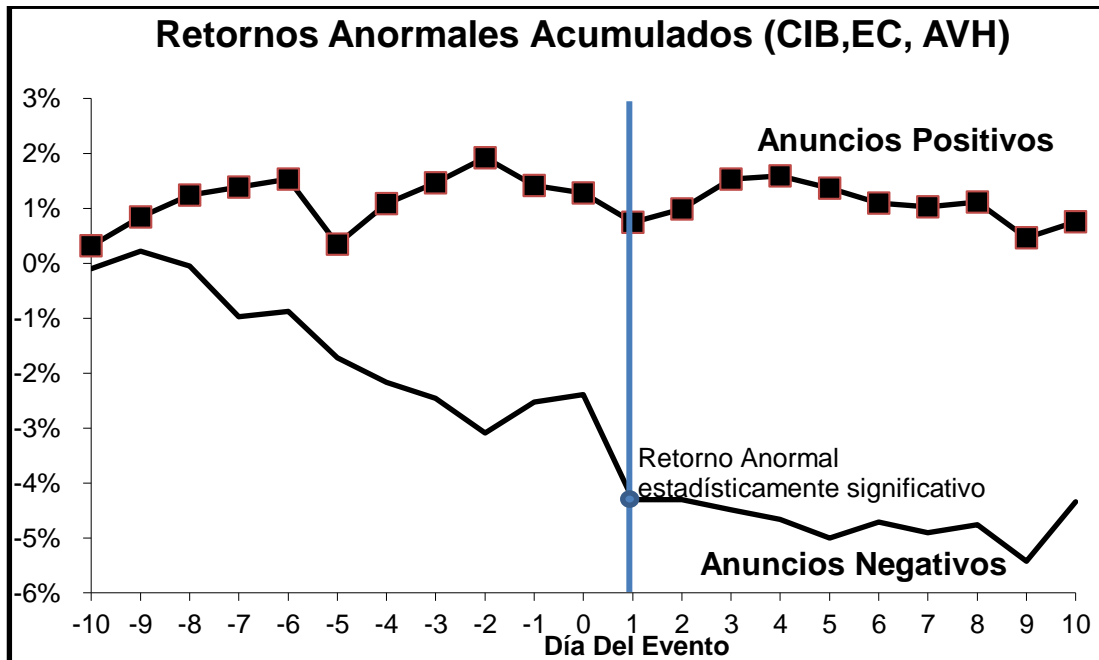
Día	Resultados Positivos versus expectativas				Resultados Negativos versus expectativas			
	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.
-3	0.35%	0.3046	1.29%	No	0.42%	0.5284	-5.31%	No
-2	1.06%	0.9332	2.35%	No	-0.32%	-0.3959	-5.63%	No
-1	-0.43%	-0.3785	1.92%	No	0.95%	1.1863	-4.68%	No
0	-0.20%	-0.1770	1.72%	No	0.75%	0.9283	-3.93%	No
1	-0.09%	-0.0794	1.63%	No	-0.66%	-0.8182	-4.59%	No
2	1.79%	1.5813	3.42%	No	-0.75%	-0.9325	-5.34%	No
3	1.26%	1.1124	4.69%	No	-0.20%	-0.2540	-5.54%	No

Se ha resaltado en verde los retornos anormales promedio significantes. Como se puede observar, para las acciones de Bancolombia los siguientes dos días a la publicación de resultados los retornos anormales parecen ser significativos a un nivel del 95%. Esto puede deberse a que el mercado haya tomado este tiempo en reaccionar o debido a la coincidencia previa al momento de publicación de los mismos con el horario de cierre de las operaciones. Las acciones de Ecopetrol muestran un comportamiento similar. Sin embargo, cabe anotar que en esta los retornos anormales promedio son significantes para el día del suceso en los resultados positivos, lo cual puede darse en parte a que el volumen de negociación de la acción sea más elevado y esto lleve a pronta reacción del mercado. Por otro lado, la acción de Avianca no presenta rastros de retornos anormales, lo que podría indicar poca relación entre resultados y expectativas. Otra posibilidad podría darse al analizar el indicador β de la acción, para AVH el β del S&P500 es de 0.18, el cual es relativamente bajo y lo que podría dejar abierta la posibilidad de utilizar quizá algún indicador de la industria aerocomercial, no dentro del alcance de este estudio. Similar análisis se utiliza para mostrar los resultados promedio de la de las empresas colombianas que cotizan en la bolsa de Nueva York, los cuales son presentados a continuación:

CIB, EC, AVH

Resultados Positivos versus expectativas					Resultados Negativos versus expectativas			
Día	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.	RAP	T-stat	RAA	95% Sig.
-3	0.38%	0.3512	1.46%	No	-0.30%	-0.3780	-2.46%	No
-2	0.46%	0.4192	1.92%	No	-0.63%	-0.7948	-3.09%	no
-1	-0.50%	-0.4614	1.42%	No	0.57%	0.7181	-2.52%	no
0	-0.14%	-0.1297	1.28%	No	0.13%	0.1699	-2.39%	no
1	-0.53%	-0.4851	0.75%	No	-1.92%	-2.4311	-4.31%	yes
2	0.24%	0.2231	0.99%	No	0.00%	0.0003	-4.31%	no
3	0.54%	0.4910	1.53%	No	-0.18%	-0.2323	-4.49%	no

Gráfica 4



Los promedios acumulados conjuntos de resultados anormales para las empresas colombianas muestran una significancia solo para el día posterior al evento en los anuncios negativos. Tal resultado es esperado y explicado principalmente por los rezagos de asimilación de la información para Bancolombia y Ecopetrol

En general, al extender la ventana de eventos para las empresas colombianas seleccionadas, estos resultados son consistentes con la hipótesis de Bartov, Givoly & Hayn (2002) hecha para el mercado accionario de Estados Unidos en la cual analizando empresas entre los periodos de 1983 y 1997, los inversionistas recompensan a las firmas que cumplen o superan los pronósticos de los analistas, los cuales se reflejan en variaciones positivas en el precio de la acción.

CONCLUSIONES

El trabajo examina los resultados financieros de las empresas y la superación de expectativas de ganancias con relación al precio de la acción. Los análisis realizados sugieren:

- En cuanto al fenómeno de “Ganar o Cumplir los pronósticos de los analistas”, el análisis descriptivo, y el modelo de estudio de eventos, sugieren que para las empresas colombianas que cotizan en la bolsa de Nueva York, estos pronósticos versus resultados son en general relevantes, pero absorbidos por el mercado en un periodo de 0 a 3 días después de la publicación de los resultados. Este resultado es consistente con la teoría, y la razón principal de que ocurra este fenómeno es que el concepto de ganar o cumplir los pronósticos trimestrales es ampliamente utilizado en este mercado, similar a como las turbulencias internacionales son reflejadas más rápidamente por estos títulos que para cualquier otro título en Colombia.
- Como se dijo anteriormente este trabajo ayuda a cerrar la brecha que hay para el mercado colombiano para el análisis cuantitativo de la información de superación de expectativas. Un punto abierto importante de tratar en investigaciones posteriores es la extensión de resultados del efecto de ganar o cumplir pronósticos en empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Como aproximación de expectativas se pueden utilizar las expectativas generadas y publicadas por las mismas empresas teniendo en

cuenta un corte de tiempo determinado, debido a la actualización de expectativas por parte de las mismas.

REFERENCIAS

- Albert, R. L., & Henderson, G. V. (1995). Firm Size, Overreaction, and Return Reversals. *Quarterly Journal of Business and Economics* Vol 34, No 4, 60-80.
- Alonso, M. (2007). *El gobierno corporativo electrónico. Análisis desde el enfoque de confianza*. Madrid: Visión Libros.
- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33(2), 173-204.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, 67-92.
- Benninga, S. (2014). *Event Studies*. Cambridge: The MIT Press Cambridge.
- Bernard, V. L., & Stober, T. L. (1989). The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals. *The Accounting Review*, Vol. 64, No. 4, 624-652.
- Bowen, R. M., Burgstahler, D., & Daley, L. A. (1987). The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows. *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 4, 723-747.
- Brown, L. D. (1997). Analyst Forecasting Errors: Additional Evidence. *Financial Analysts Journal*, vol. 53, no. 6, 81-88.
- Chung, R., Ho, S., & Kim, J.-B. (2004). Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 13, 1-20.
- Copeland, T. E., & Weston, F. J. (1998). *The Role Of The Chief Financial Officer*. Los Angeles: Addison-Wesley Publishing Company.
- Copeland, T. E., Weston, F., & Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*. Harlow: Pearson .
- DeBondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the Market Overreact? *The Journal of Finance*, Vol 40 N3, 793-805.
- DeGeorge, F. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business* Vol 72, 1-33.
- Gallizo, J. L., Andrés, E., & Salvador, M. (2006). Relevancia de las magnitudes contables en la valoración de mercado de las acciones: un estudio empírico de las características de las empresas cotizadas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 35, No. 130, 583-596.
- Gitman, L. J. (1997). *Fundamentos de Inversión*. México: Oxford University Press.
- Harris, T. S., & Ohlson, J. A. (1987). Accounting Disclosures and the Market's Valuation of Oil and Gas Properties. *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 4, 651-670.
- Jara Bertin, M., & López Iturriaga, F. J. (2011). La calidad e importancia de las utilidades contables para las empresas cotizadas en los mercados de capitales chilenos. *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. LXXVIII (3), núm. 311, 643-674.

- Kirk, M. P., Reppenhagen, D. A., & Tucker, J. W. (2014). Meeting Individual Analyst Expectations. *The Accounting Review: November 2014, Vol. 89, No. 6*, 2203-2231.
- Las2orillas. (Julio de 2018). *www.Las2orillas.com*. Obtenido de <https://www.las2orillas.co/el-prestigioso-club-de-las-empresas-colombianas-en-wallstreet/>
- Matsumoto, D. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77(3), 483-514.
- Mora Enguidanos, A. (2008). *Diccionario de Contabilidad, Auditoria y Control de Gestion*. Madrid: Editorial la Economista.
- Rayburn, J. (1986). The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns. *Journal of Accounting Research, Vol. 24, Studies on Alternative Measures of Accounting Income*, 112-133.
- Ron, K., & McNichols, M. (2002). Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices. *Journal of Accounting Research, vol. 40, no. 3*, 727-759.
- Rosenkranz, J., & Pollach, I. (2016). The Framing and reframing of corporate financial results: How corporate earnings releases become news. *An International Journal*, 103-119.
- Rowntree, D. (1984). *Introducción a la estadística: un enfoque no matemático*. Bogotá: Norma.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review, Vol. 71, No. 3*, 289-315.