

**ANUNCIOS DE UTILIDADES
TRIMESTRALES Y EFECTO EN RIQUEZA
EN CHILE**

AUTORES:
Jorge Niño-Daniel Soto
Universidad de Chile

ANUNCIOS DE UTILIDADES TRIMESTRALES Y EFECTO EN RIQUEZA EN CHILE

**UNIVERSIDAD DE CHILE
SANTIAGO**

**TEMA:
ANUNCIOS DE UTILIDADES TRIMESTRALES Y EFECTO
EN RIQUEZA EN CHILE**

**“El Comité Técnico ha distinguido este trabajo
como el mejor del Area de Investigación”**

AUTORES:
Jorge Niño-Daniel Soto
Universidad de Chile

**Trabajo de Investigación
Premiado Año 1997**

Resumen

En Estados Unidos existen numerosas investigaciones sobre la relación entre los resultados contables y el precio de las acciones. La mayor parte de ellas concluye que existe una relación significativa entre los resultados contables y el valor de las acciones en el mercado, es decir, la utilidad del ejercicio refleja la misma información incorporada por el mercado a los precios. Respecto a la compatibilidad de los hallazgos con la teoría de eficiencia de mercado, existe alguna controversia. Algunos autores sostienen que el mercado incorpora la información instantáneamente, mientras que otros sostienen que este ajuste es gradual, lo que permitiría obtener retornos anormales basándose en las cifras contables. En Chile, un estudio anterior de Correa y Niño, para los anuncios anuales de utilidades, concluye que el comportamiento del mercado de capitales en Chile es compatible con la hipótesis de eficiencia, ya que la información que contiene la utilidad anual se incorpora a los precios antes de la publicación.

El presente trabajo analiza la relación entre los anuncios trimestrales de utilidad contable y el precio de mercado de las acciones, concluyendo que existen rentabilidades anormales susceptibles de aprovecharse.

Muchos estudios internacionales sobre la relación entre la utilidad neta del Estado de Resultados, y el precio de las acciones, concluyen que dicha información se incorpora casi completamente al precio de las acciones antes del anuncio, lo que es compatible con la Teoría de Mercados

eficientes. Por otra parte, las empresas que tienen utilidades contables superiores a lo esperado, generan retornos anormales positivos, y éstos son estadísticamente significativos, lo que permite concluir que la utilidad contable, a pesar de depender de una serie de criterios para aplicar el

devengado, y estar basada en costos históricos, entrega información coincidente con lo observado en el mercado.

El objetivo de este trabajo es analizar la relación empírica que existe entre la utilidad informada en el Estado de Resultados trimestral, y la rentabilidad de las acciones para el caso chileno. Al igual que en el caso de las utilidades anuales (Correa y Niño, 1996), la hipótesis a probar es que las cifras de utilidad contable reflejan la información relevante de la empresa y, por tanto, su comportamiento debe ser similar al del precio de mercado de las acciones. Esto es, si hay hechos favorables para la empresa (que mejoren los flujos esperados) debería reflejarse por una parte en una utilidad superior a la esperada, y por otra, en un alza de precio tal que entregue una rentabilidad superior a lo normal.

También permitirá probar la hipótesis de eficiencia de mercado, al analizar la forma en que los precios de las acciones se ven afectados por la publicación de las cifras del Estado de Resultados.

La base de este estudio será el trabajo "The adjustment of stock prices to announcements of unanticipated changes in quarterly earnings" (Joy Litzenberger and McEnally, 1977). En la primera sección se realiza una breve síntesis de la hipótesis de mercados eficientes, y se mencionan algunos estudios empíricos sobre el tema. En la segunda, se describen los principales trabajos sobre el tema, y se analizan los resultados del estudio de Joy, Litzenberger and McEnally. Finalmente, en una tercera sección se exponen los resultados del estudio realizado para Chile, y se discuten las conclusiones más importantes.

1. Información Contable y el Mercado de Capitales

Teoría de Eficiencia del Mercado de Capitales

Esta teoría (fama, 1970), plantea que los cambios en el precio de una acción obedecen a la llegada de nueva información, la que se incorpora

rápidamente debido a la competencia que existe entre los participantes en el mercado. Como existe un gran número de agentes involucrados, aunque cada uno de ellos se equivoque en sus estimaciones, si estos errores son independientes, se logra un valor promedio que resume la información que maneja cada uno, y el resultado es la mejor estimación posible del precio. Así, los precios de las acciones reflejan el conjunto de información relevante, lo que formalmente se puede expresar como:

$$E(x_{j,t+1} / \theta_t) = 0$$

Esta ecuación indica que el valor esperado del error en la estimación del retorno de mercado del activo j para el período que termina en $t+1$ ($x_{j,t+1}$), dado el conjunto de información disponible al final del período anterior (θ_t), es igual a cero. En otras palabras, el precio se ajusta de tal manera que la rentabilidad esperada sea la apropiada para el nivel de riesgo de cada instrumento, lo que significa que la transacción de cualquier título al precio vigente en el mercado tiene un Valor Actual Neto esperado igual a cero (formalmente, $E(VAN) = 0$). Debido a esto ninguno de los participantes obtendrá retornos anormales en la compra o venta de acciones.

Se distinguen tres grados de eficiencia de mercado (Roberts, 1967), que dependen del conjunto de información utilizada (θ_t), para determinar el precio de un instrumento: Eficiencia Débil, en que la información considerada es la serie de precios pasados; Semi-Fuerte, en que la información considerada es aquella públicamente disponible; y Fuerte, que considera toda la información.

Evidencia Empírica

Existe abundante evidencia empírica internacional que respalda la hipótesis de mercados eficientes, un buen resumen de ésta se puede encontrar en "Efficient Capital Markets: Evidence" (Copeland and Weston, 1983).

En el caso chileno se puede mencionar: "Precios Accionarios e Información" (Gregoire, 1985), que al analizar estrategias de filtro aplicadas a una muestra de empresas chilenas, concluye que "todas las reglas de filtro generan ganancias en el período estudiado, pero en promedio la rentabilidad de la estrategia simple es mayor... aún antes de considerar comisiones y otros derechos de Bolsa", lo anterior es consistente con la eficiencia débil. También entrega respaldo a esta teoría el artículo "Desempeño Financiero de Fondos Mutuos Accionarios" (Rodríguez, Walker, 1993), en éste se analiza la rentabilidad de los Fondos Mutuos accionarios en relación a la exigida según CAPM, y plantea: "En resumen, si un participante potencial hubiera adoptado la estrategia de invertir pasivamente en un portafolio con una composición similar a la del índice GLOBAL¹; y hubiese combinado dicho portafolio con un activo seguro, habría obtenido resultados muy similares a los ofrecidos por los fondos mutuos accionarios". Estos resultados, que ilustran que es muy difícil ganarle al mercado, son coherentes con la eficiencia de mercado en su forma semi fuerte.

¹ El Índice GLOBAL es calculado por la Bolsa Electrónica de Chile

2. Trabajos sobre el tema

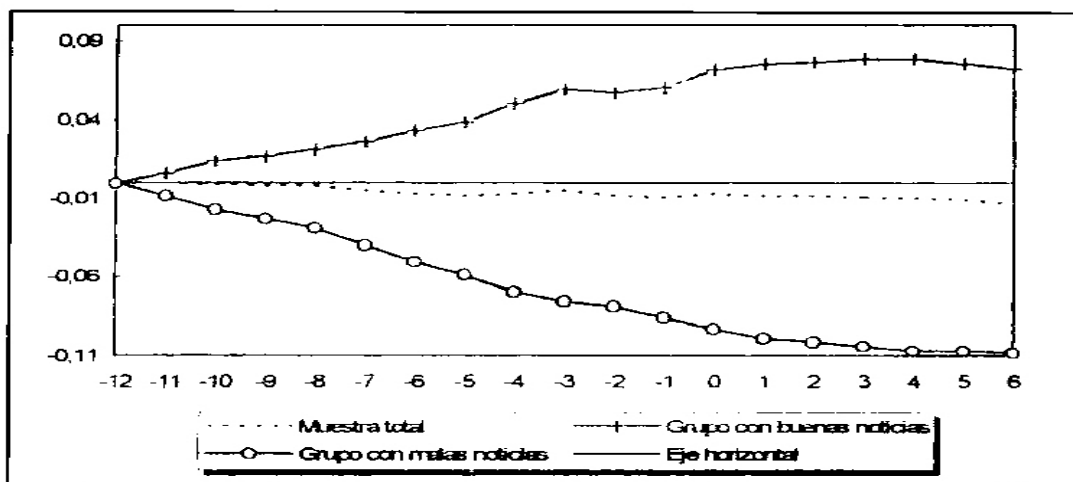
2.1 Estudio de Ball y Brown

En éste se intenta determinar si la información del Estado de Resultados es útil para definir los precios de las acciones. En particular, se plantea que si los precios se ajustan a la nueva información tan rápido como ella está disponible, un cambio de precios reflejará la llegada de nueva información. Por lo tanto, la variación del precio de una acción asociada a la publicación de la utilidad contable aportaría evidencia de que la información contenida en los Estados de Resultados es útil.

Para realizar el estudio se definen cambios esperados y no esperados en la utilidad contable, planteándose que estos últimos contienen nueva información, la que debería reflejarse en los precios de las acciones. Por otra parte, se determinan los retornos anormales como la diferencia entre el retorno observado y el estimado usando un modelo de mercado. De lo anterior se desprende que las empresas que tienen cambios no esperados positivos en la utilidad contable (buenas noticias), entregarían nueva información favorable, lo que se reflejaría en un retorno anormal positivo, por el contrario, para aquellas que muestren malas noticias (cambio no esperado negativo en el resultado contable), se esperaría un retorno anormal negativo.

Los principales resultados del estudio se muestran en la siguiente figura:

Índice de Retorno Anormal en función del tiempo relativo a publicación del Estado de Resultados



Como se aprecia, el retorno anormal acumulado para la muestra total es ligeramente inferior a cero. Al clasificar las empresas de acuerdo a los cambios no esperados en la utilidad contable, se encuentra que aquellas que entregan buenas noticias generan retornos anormales positivos desde 12 meses antes hasta un mes después de la publicación, mientras que aquellas que entregan malas noticias, generan retornos anormales negativos desde 12 meses antes hasta 6 meses después de la publicación. La mayor parte del contenido de información, es capturado por el mercado antes de la publicación del estado de resultados (entre -12 y 0, en el gráfico), de tal forma que en el mes de dicha publicación no existe un cambio significativo en el retorno anormal.

2.2 Estado de resultados y rentabilidad accionaria en Chile (Correa y Niño, 1996)

Descripción de los Datos

Se utilizó una muestra de 38 empresas que cotizaron todos los meses en la Bolsa de Comercio de Santiago, durante el período 1988 a 1995. ASÍ, se utilizaron 266 datos, que corresponden a estas 38 empresas durante 7 períodos.

El estudio consideró dos variables alternativas para clasificar si el Estado de Resultados incluía buenas noticias o malas noticias, éstas son:

- * utilidad (pérdida) del ejercicio
- * utilidad (pérdida) operacional

Se utilizó Marzo como la fecha en que la información del estado de resultados del año anterior se hace pública.

El portafolio de mercado utilizado fue el IPSA (Índice de Precios Selectivo de Acciones), y los retornos accionarios se obtuvieron en base a los precios de mercado ajustados por dividendos y otras variaciones de capital.

Al realizar las regresiones entre los retornos de cada acción y el retorno del IPSA, se encontró que los test t de student permiten rechazar la hipótesis de que no existe relación entre estas variables, excepto en 3 casos (un 8% de la muestra). El coeficiente de determinación promedio, por su parte, es de 0,22 similar a lo encontrado en estudios de modelos de mercado.

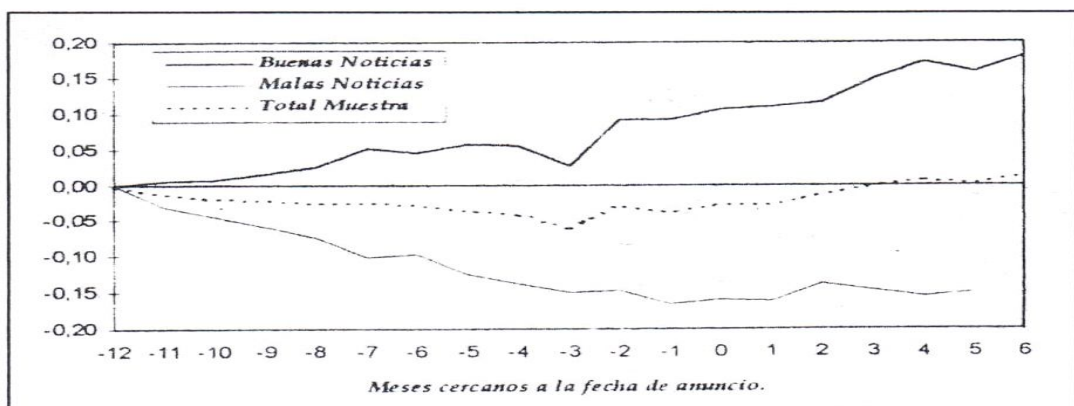
Al aplicar la misma prueba al modelo para predecir utilidades, se encontró que el coeficiente de determinación promedio es 0,54, es decir el modelo explica el 54% de la variación total. Por otra parte, los t de student son concluyentes en 25 de las 38 empresas analizadas

Resultados del Estudio al clasificar de acuerdo a utilidad del ejercicio

Al clasificar los datos de acuerdo a la utilidad del ejercicio, 132 clasificaron como "buenas noticias", y, por supuesto, los 134 restantes como "malas noticias".

Estos resultados se pueden representar gráficamente como sigue:

Índice de retorno anormal acumulado



En el mercado chileno se observa un comportamiento similar al obtenido por Ball y Brown. Esto es, al clasificar las empresas de acuerdo a los cambios no esperados en la utilidad contable, se encuentra que aquellas que entregan buenas noticias generan retornos anormales positivos desde 12 meses antes hasta seis meses después de la publicación, mientras que aquellas que entregan malas noticias, generan retornos anormales negativos desde 12 meses antes hasta el momento de la publicación. La mayor parte del contenido de información es capturado por el mercado antes de la publicación del estado de resultados (entre -12 y 0, en el gráfico), de tal forma que en el mes de dicha publicación no existe un cambio significativo en el retorno anormal.

Los resultados parecen ser consistentes con la hipótesis de eficiencia semi fuerte, dado que el retorno anormal marginal que se presenta posterior a $t=0$ no debería compensar los costos de:

* Hacer un estudio para determinar la cartera de empresas con buenas noticias y

* Transacción (comisiones) para adquirir tal cartera.

Uno de los resultados más importantes de este estudio es que la información contenida en los estados de resultados anuales, a pesar de basarse en supuestos y estimaciones, tiene un significado real, ya que frente a cambios no esperados en la utilidad, el mercado reacciona en la misma dirección.

En particular, a través del estudio realizado en Chile, se demuestra, por una parte, que existe una clara relación entre los resultados contables y los retornos accionarios, y por otra, que el comportamiento del mercado, al incorporar la mayor parte de la información antes de la publicación de los resultados anuales, es coherente con la Teoría de Eficiencia de Mercado en su forma semi fuerte.

2.3 "The adjustment of stock prices to announcements of unanticipated changes

in quarterly earnings" (Joy, Litzenberger and McEnally, 1977)

Este trabajo examina la relación existente entre los cambios no anticipados en utilidades trimestrales y el precio de las acciones. Para ello, usa una muestra de 96 acciones, desde 1963 a 1968.

Usa seis modelos diferentes para realizar la clasificación entre los cambios no anticipados positivos y los negativos. Estos seis modelos se basan en dos formas de predecir las utilidades esperadas, combinadas con tres maneras de definir cambios positivos, negativos y neutros.

Se analizan los retornos anormales acumulados para la muestra total, y para cada uno de los grupos desde 13 semanas antes hasta 26 semanas después del anuncio.

Se estimó el retorno normal en base a un modelo de mercado, con un ajuste Bayesiano. La proxy utilizada para el retorno del portafolio de mercado fue el promedio del retorno de las 96 acciones de la muestra.

Este estudio sugiere que los ajustes de precio a la nueva información contenida en estados de resultados trimestrales que contienen utilidades netas no esperadas altamente favorables, son graduales.

Ello implica que existen algunas oportunidades de obtener retornos anormales significativamente distintos de cero, usando la información de los Estados de Resultados trimestrales. Como ejemplo, en uno de los modelos se encuentra un retorno promedio acumulado anormal de 5% para la semana 26 después del anuncio.

2.4 Otros trabajos

Aparte del estudio ya mencionado, existe abundante literatura sobre el tema, de ella, es posible mencionar: "Systematic Abnormal Returns after Quarterly Earnings Announcements" (Watts, 1978), "Earnings changes, Stock Prices, and market efficiency" (Brown, 1974), "The Informational Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further evidence"

(Brwn & Kennelly, 1972), "Quarterly Earnings reports and intermediate stock price trends" (Jones & Litzenger, 1970).

La siguiente tabla Resume el número de empresas y el período cubierto por cada uno de estos estudios

Autor	N°de Empresas	Período
Watts	73	62-68
Brown-Kennelly	94	51-67
Jones-Litzenberg	510	62-65
Brown	618	64-67
	158	63-71

Los principales resultados de estos trabajos son:

- la información contenida en los Estados de Resultados puede ser usada para obtener retornos anormales
- las utilidades trimestrales tienen una mejor capacidad de predicción que las utilidades anuales
- Watts además plantea que los retornos anormales se deben a ineficiencia del mercado, aunque ésta no es importante.

3. Anuncios de utilidades trimestrales en Chile

La metodología aplicada, que se basa en el mencionado trabajo de Joy, Litzenger and McEnally, es la siguiente:

Retorno Anormal Acumulado (CAPI)

Se determinará el retorno anormal acumulado desde 13 semanas antes de la publicación de los estados de resultados, hasta 13 semanas después, para analizar el efecto del anuncio de los resultados sobre el precio de mercado. Para ello, se define el retorno normal de una acción, como aquel que se obtiene al aplicar el modelo de mercado. Este relaciona el retorno de una acción específica (R), con el retorno de un portafolio de mercado (R_m) a través del tiempo. Formalmente, se debe realizar la siguiente regresión:

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + v_{jt}$$

Al aplicar este modelo, se obtiene el estimador del retorno normal de la acción (R^E_{jt})

El retorno anormal es la diferencia entre el retorno observado, y este estimador, es decir, corresponde a:

$$v_{jt} = R_{jt} - R^E_{jt}$$

El retorno anormal acumulado para una muestra al período k es el promedio de la sumatoria de los retornos anormales mensuales desde 13 semanas antes de la publicación de los Estados de Resultados hasta el período k. Formalmente,

$$CAPI_k = 1 / N \sum_{j=1}^N \sum_{k=t-13}^{t+k} v_{jt}$$

Clasificación

El objetivo de esta parte es clasificar los resultados de cada empresa para cada trimestre en aquellas que entregan buenas noticias, y aquellas que entregan malas noticias en ese trimestre. Para ello, se determina la diferencia entre las utilidades reales del trimestre, y las que predice algún modelo.

En el estudio, se utilizaron dos modelos para la predicción de utilidades:

Modelo I

En este caso, el predictor de la utilidad de un trimestre cualquiera corresponde a la utilidad obtenida en el mismo trimestre del año pasado. Formalmente:

$$E(\text{utilidad}_t) = \text{utilidad}_{t-4}$$

Modelo II

En este caso, el predictor de la utilidad de un trimestre cualquiera corresponde a la utilidad obtenida en el mismo trimestre del año pasado, ajustada por las variaciones experimentadas en el último año. Formalmente:

$$E(\text{utilidad}_t) = \text{utilidad}_{t-4} + 1/3 (U_{t-1} - U_{t-5}) + (U_{t-2} - U_{t-6}) + (U_{t-3} - U_{t-7})$$

Estos modelos fueron combinados con tres clasificaciones distintas.

Estos modelos fueron combinados con tres clasificaciones distintas:

A.

Si $U_t > E(\text{utilidad}_t)$ se clasifica la empresa en ese período en el grupo de aquellas que entregan buenas noticias, en caso contrario se clasifica en el grupo de las que entregan malas noticias.

B

Buenas Noticias

$$U_t > 1,2E(\text{utilidad}_t)$$

Neutro

$$0,8E(U_t) < U_t < 1,2E(U_t)$$

Malas Noticias

$$U_t < 0,8E(\text{utilidad}_t)$$

C

Buenas Noticias

$$U_t > 1,4E(\text{utilidad}_t)$$

Neutro

$$0,6E(U_t) < U_t < 1,4E(U_t)$$

Malas Noticias

$$U_t < 0,6E(\text{utilidad}_t)$$

Se calcula el CAPIK para la muestra total, y para cada combinación entre el modelo de predecir utilidades y la forma de clasificar (existirán 6 Modelos: IA, IB, IC, IIA, IIB, IIC). Si los mercados son eficientes, se esperaría que aquellos estados de resultados trimestrales que entregan buenas noticias mostrarán rendimientos anormales positivos, aquellos que entregan malas noticias, rendimientos anormales negativos, y aquellos que se clasifican como neutros no deberían tener retornos anormales significativos.

Descripción de los Datos

Se utilizó una muestra de 37 empresas para el período Marzo 92 a Diciembre 96. Se llegó a este número después de exigir un 80% de presencia bursátil anual, y eliminar a todas aquellas que durante más de tres días seguidos no tenían transacciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. Así, existen 703 anuncios trimestrales, que corresponden a estas 37 empresas durante 19 períodos. (Los estados trimestrales de diciembre de 1996 no pudieron usarse, ya que no se contaba con información para las 13 semanas siguientes).

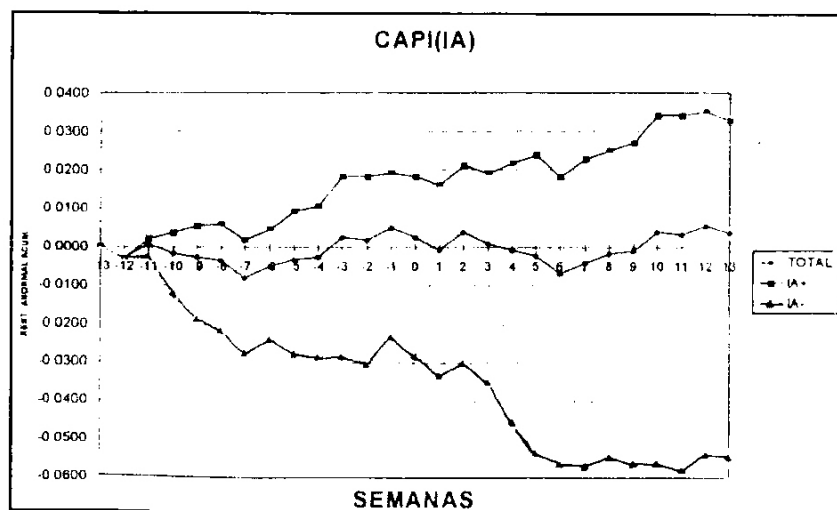
El portafolio de mercado utilizado fue el IPSA (Índice de Precios Selectivo de Acciones), y los retornos accionarios se obtuvieron en base a los precios de mercado ajustados por dividendos y otras variaciones de capital.

Resultados de los Estudios

A continuación se grafican los resultados obtenidos para cada uno de los modelos utilizados.

MODELO IA

Modelo IA

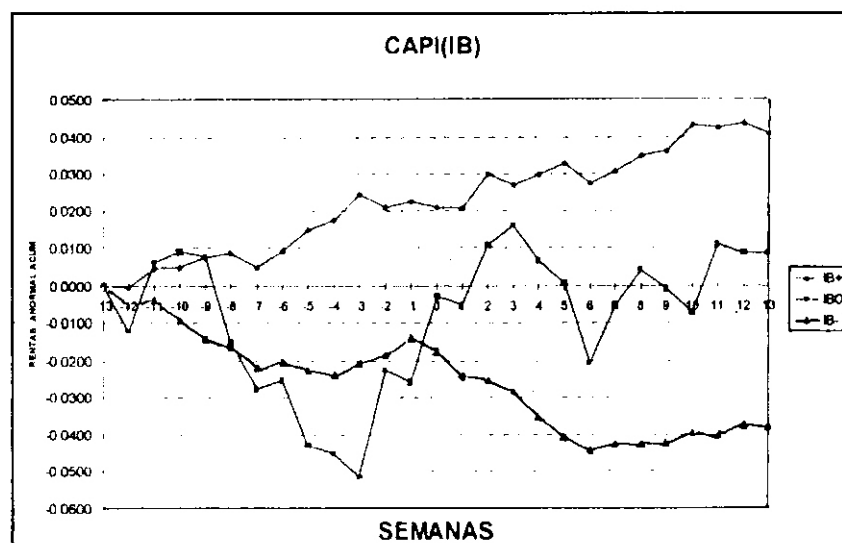


Se debe destacar que el promedio para la muestra total es muy cercano a cero, lo que es consistente con lo que se esperaría obtener al escoger una muestra en forma aleatoria.

Claramente, existe una correspondencia entre la clasificación contable para este modelo y el retorno anormal durante el período. Así, las empresas cuyas utilidades son mayores a lo esperado (IA+) generan, en promedio, una rentabilidad anormal positiva, mientras que aquellas con utilidades reales menores a lo esperado (IA-) generan rentabilidad anormal negativa.

Por otra parte, aunque antes del anuncio se produce una gran parte del retorno anormal, después de éste, y basándose en las utilidades contables (esto es, escogiendo las acciones cuyos resultados trimestrales son mayores a lo esperado), es posible obtener en promedio un retorno anormal acumulado de alrededor de 1,5% en 13 semanas (3,3% - 1,82%).

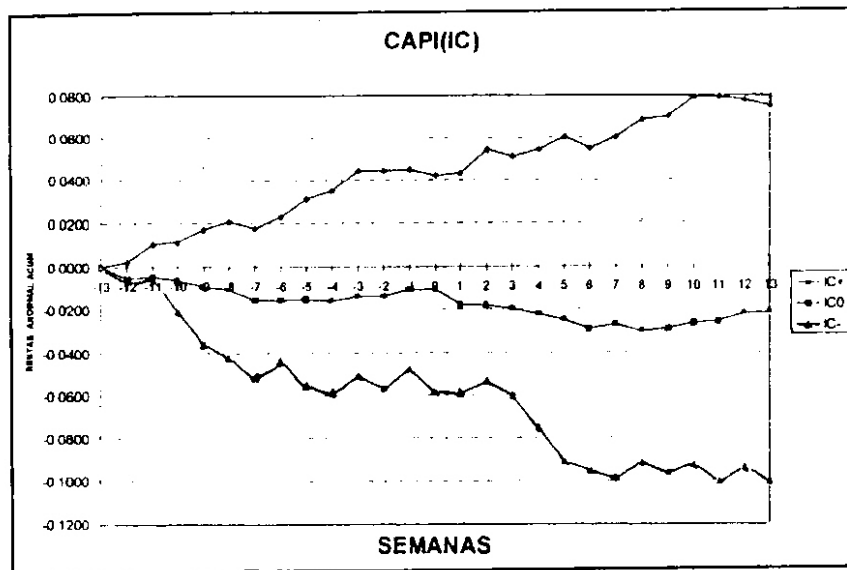
MODELO IB



Nótese que en este caso no se grafica el total de la muestra. Las curvas corresponden a las rentabilidades anormales acumuladas para el grupo que tiene buenas noticias (IB +), malas noticias (IB-), o cuya información es neutra (Ibo). Lamentablemente, el grupo de las acciones-fecha clasificadas en este último grupo, es muy pequeño (6), por lo que su comportamiento no representa adecuadamente un promedio.

Es posible observar que el comportamiento de este modelo (en que las acciones cuyas utilidades superan a 1,2 veces la esperada se clasifican como buenas noticias) es similar al anterior, esto es, existe correspondencia entre los resultados contables y la rentabilidad de las acciones. Por otra parte, también es posible obtener un retorno anormal de alrededor de 2%, durante las 13 semanas siguientes al anuncio.

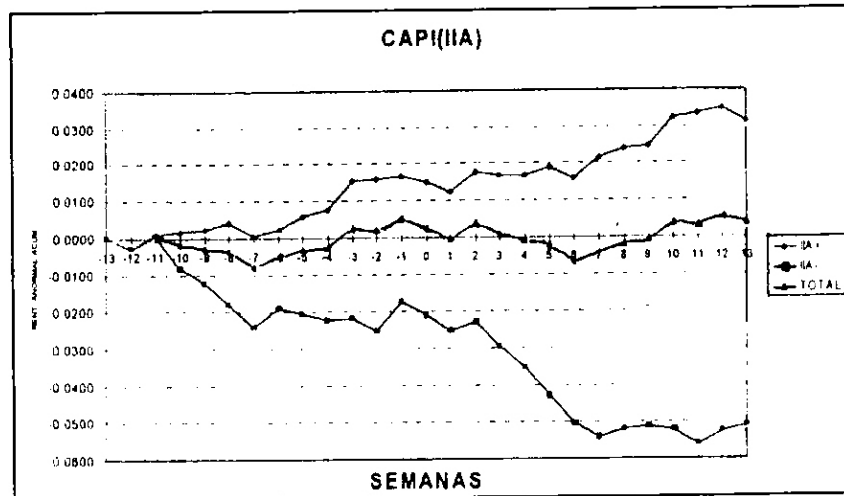
MODELO IC



Al igual que en el modelo anterior, no se grafica el total de la muestra. Las curvas corresponden a las rentabilidades anormales acumuladas para el grupo que tiene buenas noticias (IC +), malas noticias (IC), o cuya información es neutra (ICo). Como el rango en el cual la información se clasifica como nuestra es más amplio, el comportamiento de este último grupo es más coherente con lo esperado que en el caso anterior.

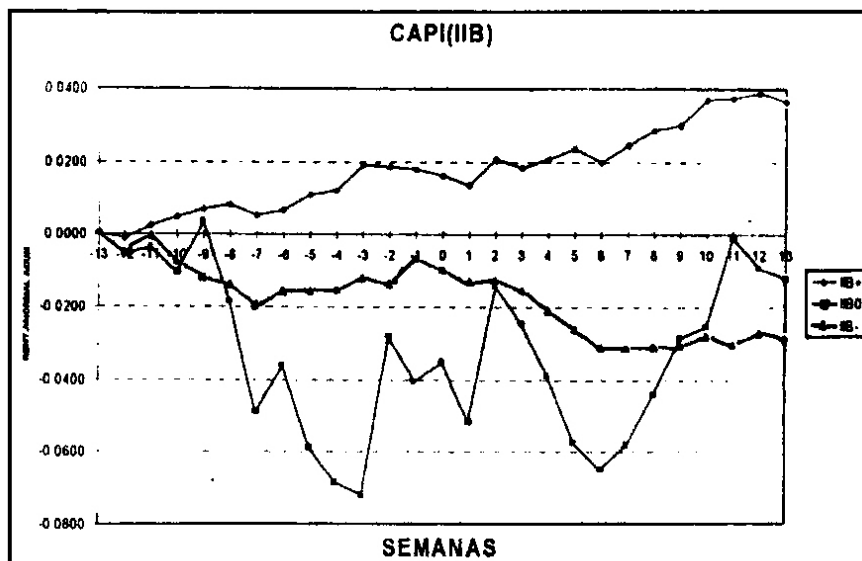
Es posible observar que el comportamiento de este modelo (en que las acciones cuyas utilidades superan a 1,4 veces la esperada se clasifican como buenas noticias) es similar al anterior, esto es, existe correspondencia entre los resultados contables y la rentabilidad de las acciones. Por otra parte, también es posible obtener un retorno anormal de alrededor de 3,3% durante las 13 semanas siguientes al anuncio.

MODELO IIA



Recuérdese que la única diferencia con el modelo IA consiste en la forma de calcular la utilidad esperada. Los resultados son similares, ya que existe la posibilidad de obtener un retorno anormal de alrededor de 1,7 % en las 13 semanas siguientes al anuncio, al invertir en un portafolio formado por las acciones cuya utilidad fue superior a la esperada (IIA +).

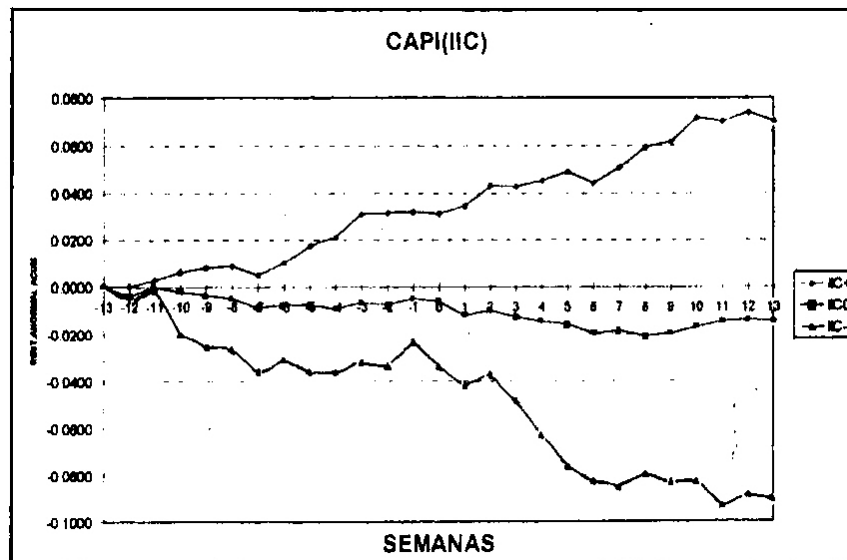
MODELO II B



Al igual que en el modelo IB, el comportamiento del grupo clasificado como neutro (IIBo) es muy errático, debido a que sólo hay 8 observaciones.

Nuevamente, es posible obtener un retorno anormal de alrededor de 2% en las 13 semanas siguientes al anuncio, invirtiendo en un portafolio formado por las acciones cuyos estados de resultados muestran utilidades superiores a la esperada (IIB +).

MODELO II C



Es posible observar que el comportamiento de este modelo (en que las acciones cuyas utilidades superan a 1,4 veces la esperada se clasifican como buenas noticias) es similar al anterior, estos es, existe correspondencia entre los resultados contables y la rentabilidad de las acciones. Por otra parte, también es posible obtener un retorno anormal de alrededor de 4% durante las 13 semanas siguientes al anuncio.

**Presencia bursátil de las acciones de la muestra
(DIAS DE TRANSACCION AL AÑO)**

ACCION	1992	1993	1994	1995	1996	TOTAL
BANMEDICA	239	244	244	233	232	1192
CALICHERA	225	252	246	248	250	1221
CAMPOS	244	240	251	247	250	1232
CAP	249	252	252	248	249	1250
CERVEZAS	226	229	251	248	234	1188
CGE	229	217	230	229	234	1139
CHILECTRA	248	251	252	251	250	1252
CHILGENER	249	252	252	248	250	1251
CMPC	246	252	252	248	250	1248
COLBUN	242	245	252	248	250	1237
CONCHATORA	207	243	233	236	230	1149
COPEC	249	252	252	248	250	1251
CREDITO	246	231	249	231	209	1166
CTC-A	249	252	250	248	250	1249
CTC-B	223	239	237	211	206	1116
CTI	242	237	252	237	217	1185
CUPRUM	228	232	247	233	248	1188
EDELNOR	215	237	245	246	243	1186
ENDESA	249	252	252	248	250	1251
ENERSIS	249	252	252	248	250	1251
ENTEL	249	252	252	248	248	1249
GAS STGO	232	240	241	232	233	1178
IANSA	249	252	252	248	250	1251
INFORSA	242	239	247	248	248	1224
LABCHILE	246	252	252	248	244	1242
LUZ-A	249	252	252	243	225	1221
MANTOS	249	249	242	233	234	1207
MASISA	218	244	237	238	244	1181
ORO BLANCO	246	247	250	243	250	1236
PROTECCION	220	212	225	218	215	1090
PROVIDA	249	249	249	241	226	1214
PUCOBRE-A	241	216	241	245	237	1180
SAN PEDRO	249	252	252	246	249	1248
SANTA MARIA	224	216	216	224	208	1088
STGO-B	249	245	252	246	250	1239
SM-CHILE-B	249	252	250	248	250	1249
ZOFRI	244	251	249	246	246	1236

Conclusiones

Los dos modelos usados para predecir la utilidad esperada arrojan resultados muy similares, por lo que su elección no parece ser determinante.

Por otra parte, al clasificar como buenas noticias sólo a aquellas utilidades trimestrales que superan en un 40% a la utilidad esperada, es posible obtener retornos anormales significativos (entre un 3% y un 4% en 3 meses).

Al igual que en los estudios internacionales, el contenido de información de las utilidades trimestrales es mayor que el que existe en los Estados de Resultados anuales.

Por otra parte la evidencia sugiere que el mercado se ajusta gradualmente a la nueva información, aunque la ineficiencia no es muy importante, ya que podría ser aprovechada sólo por corredores de bolsa u otros agentes cuyo costo de transacción sea bajo.

Bibliografía

- AHARONY J. y SWARY I. "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Análisis" *Journal of Finance*. March 1980.
- BALL y BARTOV. "How Naive Is The Stock Market's Use of Earnings Information" University of Rochester forthcoming 1996.
- BALL R. y BROWN P. "An empirical evaluation of Accounting Income Numbers" *Journal of Accounting Research*, vol. 6 1968.
- BANZ R. "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock" *Journal of Financial Economics* 1981.
- BELKAOUI A.R. *Accounting Theory* New York: Academic Press 1992.
- BROWN, STEWART "Earnings changes, Stock Prices, and market efficiency" *The Journal of Finance* 1974.
- BROWN & KENNELLY "The Informational Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further evidence" *The Journal of Business*, 1972.
- CAÑIBANO L. y ANGULO J.A. "Los Programas de Investigación en Contabilidad" *Contaduría Universidad de Antioquia* Septiembre 1996.
- COPELAND T. y WESTON F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley Press. 1983.
- CORREA Y NIÑO "Estado de resultados y rentabilidad accionaría en Chile". *Estudios de Información y Control de Gestión*. U. de Chile, año 1996.
- EDWARDS E.O. y BELL P.W. *The Theory and Measurement of Business Income*. Berkeley. University of California Press 1969.
- FAMA E. "The Behavior of Stocks Market Prices" *Journal of Business*, January 1965.
- FAMA E. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" *Journal of Finance*, May 1970.
- FAMA E., FISHER L., JENSEN M. y ROLL R. "The Adjustment of Stock Prices to New Information" University of Chicago: Center for Mathematical Studies in Business and Economics 1967.
- FERNANDEZ PIRLAJ.M. "Teoría Económica de la Contabilidad" Madrid ICE. 1977.
- FRIEDMAN M. "The Methodology of Positive Econornics" Chicago: University of Chicago Press. 1933.
- CREGOIRE J. "Precios Accionarios e Información" *Estudios de Administración Universidad de Chile* 1985.
- GULTEKIN M. AND GULTEKIN N. "Stock Market Seasonality: International Evidence" *Journal of Financial Economics* December 1983.
- JONES & LITZENBERGER, "Quarterly Earnings reports and intermediate stock price trends" *Journal of Finance* 1970.
- JOY, LITZENBERGER AND MCENALLY: "The Adjustment of stock prices to announcements of unanticipated changes in quarterly earnings" *Journal of Accounting Research*, Autumn 1977.
- KAPLAN R. Y ROLL R. "Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence" *Journal of Business*, April 1972.
- KATO K. AND SCHALLHEIM J. "Seasonal and Size Anomalies in the Japanese Stock Market" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985.
- KEIM D. "Size-Related Anornalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence" *Journal of Financial Econornics*, June 1983.
- IBBOTSON R. "Price Performance of Common Stock New Issues" *Journal of Financial Economics*, September 1975.
- LAWSON G.H. "Cash Flow Accounting (I & II Accounting, 1971.
- PATTON W.W. *Accounting Theory*. New York: Roland Press. 1922.
- ROBERTS H. "Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market" University of Chicago, 1967.
- RODRÍGUEZ Y. y WALKER E. "Desempeño Financiero de Fondos Mutuos Accionarios" *Estudios de Administración y Economía*. Universidad Católica de Chile. 1993.
- STERLING R.R. *Theory of the Measurement of Enterprise Income*.

Lawrence Kansas. University of Kansas Press.

STOLL H.R. AND WHALEY R.E. "Transactions Costs and the Small Firm Effect" Journal of Financial Economics, June 1983.

WATTS R.L. "Systematic "Abnormal Returns after Quarterly Earnings Announcements" Journal of Financial

Economics, June/September 1978.

AND ZIMMERMAN
J.L. "Positive Accounting Theory. Englewood Cliffs, New Jersey Prentice Hall. 1986.

AND ZIMMERMAN
J.L. "Positive Accounting Theory": A Ten Years Perspective" The Accounting Review, January 1990.