



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Serie Documentos de Trabajo

Superintendencia de Valores y Seguros
Santiago – Chile

Documento de Trabajo N° 4

Anticipación a e Impacto de Los Anuncios Corporativos en las Américas

Juan José Cruces

Julio 2009



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La Serie Documentos de Trabajo publicada por la Superintendencia de Valores y Seguros tiene como propósito difundir trabajos de investigación aplicada, desarrollados por profesionales de esta institución o delegados a investigadores externos, académicos y participantes del mercado. De esta manera, nos comprometemos a abrir un espacio para la discusión académica de temas relevantes para el desarrollo y perfeccionamiento de los mercados de Valores y Seguros.

Los trabajos presentados en esta serie corresponden a versiones en progreso, donde serán bienvenidos comentarios adicionales. Toda la información contenida en éstos, así como su análisis y conclusiones, es de exclusiva responsabilidad de su (s) autor (es) y no reflejan necesariamente la opinión de la Superintendencia de Valores y Seguros.

The main objective of the Working Paper Series published by the Superintendence of Securities and Insurance is to share applied research studies, conducted by our staff or entrusted to outside researchers, with scholars and market participants. Thus, we are committed to open a space for academic discussion on relevant topics for the development and improvement of the securities and insurance markets.

The papers included in these series are work in progress and further comments are mostly welcomed. All the information, as well as the analysis and conclusions of these papers, are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the opinion of the Superintendence of Securities and Insurance.

Documentos de Trabajo
Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago-Chile
Avda. Lib. Bernardo O'Higgins 1449
www.svs.cl

Anticipación a e Impacto de los Anuncios Corporativos en las Américas

Juan José Cruces*

ABSTRACT

Este trabajo analiza si los anuncios corporativos que hacen firmas de distintos países del continente revelan información que no ha sido ya descontada por el mercado. Para ello se utilizan tres técnicas: un estudio de rendimientos anormales, un estudio de volatilidad anormal y un estudio de rendimientos acumulados totales alrededor de los anuncios de las firmas. La muestra va desde enero de 2000 hasta agosto de 2007 y consta de 25 firmas chilenas y de 83 firmas de Argentina, Brasil, México y los Estados Unidos. Los distintos ejercicios muestran que en Chile hay importantes niveles de anticipación a los anuncios de utilidades trimestrales. Argentina y Brasil también muestran importantes niveles de anticipación a los anuncios de utilidades y dividendos, y junto con México se anticipan a los anuncios de adquisiciones y desinversiones, cosa que no sucede en Chile. En la segunda mitad de la muestra (2004 a 2007) se observa una menor anticipación y un mayor impacto de los anuncios corporativos en Chile.

* Escuela de Negocios, Universidad Torcuato Di Tella, Sáenz Valiente 1010, C1428BIJ - Buenos Aires, Argentina, Email: juan.cruces@utdt.edu, Tel : (+54-11) 5169-7301 / 7328 y Fax : (+54-11) 5169-7347. Agradezco los valiosos comentarios recibidos de Guillermo Larraín, Marco Morales, Francisco Silva y Guillermo Yáñez, de los participantes en la jornada de reflexión sobre Información Privilegiada en Chile organizada conjuntamente por SVS e ICARE en octubre de 2007 y en el seminario de Desarrollo Bursátil en Chile de junio de 2008. Las opiniones vertidas en este estudio reflejan únicamente la visión de su autor y en nada comprometen a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Agradezco la muy valiosa asistencia de investigación de Andrés P. Drenik y la colaboración de Hernán Finkelstein y de Juan J. Picón en la etapa inicial del trabajo.

1. Introducción

Este trabajo estudia el grado de anticipación y reacción del mercado bursátil a los anuncios públicos que hacen las firmas cotizantes. Si bien el foco está puesto en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile, el fenómeno es analizado en perspectiva internacional para ver cuán distinto es el comportamiento observado en Chile del prevaleciente en otros países. A tal fin se construye una muestra de comparación con acciones de Argentina, Brasil, México y los Estados Unidos de América. El diseño permite contrastar el comportamiento estudiado no sólo entre países sino también entre sectores industriales (al interior de un país y entre países). El estudio se concentra en los anuncios públicos más relevantes que hacen las firmas de manera recurrente: utilidades trimestrales, dividendos en efectivo, adquisiciones y desinversiones.¹ El objetivo es comparar el nivel de anticipación a, e impacto de, los anuncios corporativos que se observa en Chile con el prevaleciente en otros países de similar nivel de desarrollo y en los Estados Unidos.

El mercado bursátil puede anticiparse a los anuncios corporativos por motivos lícitos o ilícitos. El caso paradigmático de anticipaciones lícitas se da cuando hay analistas que estudian cuidadosamente la situación de la firma y su industria y logran pronosticar, al menos en parte, el contenido de los anuncios públicos que a la postre ella realiza. Otra posibilidad se da cuando noticias confidenciales de la firma se filtran a los medios de comunicación masiva.

Las anticipaciones ilícitas suceden cuando hay insider trading ilegal o no declarado. O sea cuando funcionarios de la firma que tienen acceso a información privilegiada violan su deber fiduciario hacia sus accionistas y negocian contra éstos usufructuando dicha información. Diversos autores han documentado que la presencia de información asimétrica o insider trading ilegal tiene el efecto de incrementar el costo de capital para las firmas (Bhattacharya and Daouk, 2002, Easley and O'Hara, 2004, Cruces and Kawamura, 2007).

No existe una manera única y siempre correcta de medir la anticipación a, y el impacto de, los anuncios corporativos. Para ello, en este trabajo se utilizan tres distintas metodologías: un estudio de rendimientos anormales, un estudio de volatilidad anormal y un estudio de rentabilidad total alrededor de los anuncios.

El análisis de rendimientos anormales es un estudio de eventos clásico como los descritos en Campbell et al. (1996, cap. 4) con algunas variantes. Típicamente, los estudios de eventos suponen que el mercado es informativamente eficiente en sentido semi-fuerte pero no en sentido fuerte.² Esto es, suponen que los precios de los activos reflejan rápidamente el impacto de la información pública acerca de la firma y su entorno económico, pero no reflejan la información que es confidencial de la firma. En este contexto, se estima el valor económico de determinado anuncio analizando el

¹ Desinversiones son ventas de unidades productivas de una firma.

² La taxonomía de eficiencia de mercado en fuerte, semi-fuerte y débil se debe a Roberts (1959) y Fama (1970).

rendimiento anormal total que sucede en el día del anuncio y durante uno o dos días posteriores. Por ejemplo, suponga que una firma paga regularmente dividendos, que el mercado estima imposible que se aumente el monto de dichos dividendos y que no hay insider trading. Suponga que en determinado momento la firma anuncia que incrementará en un 20% el monto de sus dividendos de manera permanente. En condiciones normales uno esperaría que el impacto de dicho anuncio sea una suba del precio de la acción del 20%. De modo que si uno estima el rendimiento extraordinario de la acción durante el día del anuncio y los dos posteriores, obtendría un número parecido al 20%. En este caso, el mercado es eficiente en sentido semi-fuerte pero no en sentido fuerte.

¿Qué sucede cuando hay anticipación parcial? Alternativamente, suponga que durante el mes anterior al anuncio de suba de los dividendos, el mercado revisó hacia arriba su expectativa sobre los mismos, subiéndola de 0% al inicio del mes hasta 10% de incremento al final del mismo. En ese caso, el 20% de suba total del precio de la acción se dará por mitades: una parte habrá sucedido durante el mes anterior al anuncio y la otra mitad sucederá en los días posteriores al anuncio. Cuando la anticipación es parcial, como en este caso, el mercado está a mitad de camino entre eficiencia en sentido fuerte y semi-fuerte.³ Finalmente, cuando la anticipación es total, o sea que no hay impacto del anuncio público, el mercado es eficiente en sentido fuerte.

La anticipación parcial pudo haberse debido a motivos lícitos o a motivos ilícitos. El objeto de este estudio es tener una estimación aproximada de la prevalencia de insider trading a partir de comparar el impacto de los anuncios públicos de las firmas con la anticipación a los mismos. Con dicho fin, le agregamos diversas variantes a un estudio de eventos clásico. Una de ellas es computar el rendimiento extraordinario acumulado durante los 30 días bursátiles anteriores al anuncio público. Otra es que utilizamos un modelo auxiliar para determinar sobre cuál subconjunto de anuncios uno podría esperar reacción bursátil bajo el supuesto de eficiencia en sentido semi-fuerte pero no fuerte. A continuación presentamos este tema.

Aplicar un modelo de rendimientos anormales a anuncios periódicos de la firma (i.e. utilidades trimestrales y dividendos) tiene una dificultad adicional: una parte del contenido de los anuncios es predecible a partir de la historia previa de tales anuncios. En consecuencia, a los fines de estimar la anticipación a, e impacto de, dichos anuncios, es necesario focalizarse sólo en aquellos anuncios que al menos desde el punto de vista de su propia historia, fueron sorprendivos para el mercado. Aquí introduciremos una diferencia entre sorpresa de jure y sorpresa de facto. Definimos una sorpresa de jure como un anuncio que es anormalmente bueno (o malo) dado el registro de los anuncios de su tipo que hizo la firma durante la muestra. Por ejemplo, si una firma viene pagando un dividendo estable en la misma fecha hace muchos años, el anuncio en la fecha esperada de que repetirá el pago una vez más no constituye una sorpresa de jure. Pero si la firma decide súbitamente incrementar ese pago en 20%, ese anuncio sí será una sorpresa de jure, que en este caso sería buena o sea que uno esperaría que suba el precio de la acción. El estudio de rendimientos anormales estimará la reacción del mercado ante

³ Un estudio seminal que también tiene en cuenta la anticipación parcial de los anuncios públicos es Malatesta and Thompson, 1985.

el anuncio público de esta decisión. Diremos que esta sorpresa de jure también fue una sorpresa de facto, en la medida que el mercado reaccione positivamente luego del anuncio. Si en realidad toda la suba del precio se dio en el período previo al anuncio público, diremos que si bien hubo una sorpresa de jure, la misma no fue una sorpresa de facto.

Pero este enfoque tiene una complejidad: Las expectativas del mercado acerca de los anuncios de la firma no son públicamente observables, de modo que hay que estimarlas. Ello requiere un algoritmo para determinar cuáles anuncios fueron realmente de jure sorprendivos, cuál subconjunto de ellos fue una buena sorpresa y cuál una mala. La sección 2.2 describe la metodología utilizada para computar las sorpresas de jure.⁴

Pero esta solución al problema de determinar cuáles anuncios fueron sorpresas de jure, cuáles buenas y cuáles malas, introduce a su vez el inconveniente de que los resultados dependerán del método utilizado para computar tales sorpresas. El modelo de rendimientos anormales está sujeto a esta crítica. Para salvar las conclusiones del estudio de esta crítica, utilizamos otras dos metodologías para inferir anticipación e impacto de los anuncios corporativos: un estudio de volatilidad anormal y un estudio de rendimientos totales acumulados alrededor de los anuncios. El de volatilidad sólo toma la existencia de sorpresas de jure pero no su signo y el de rendimientos totales no utiliza para nada el algoritmo de determinación de sorpresas de jure.

El modelo de volatilidad anormal entiende información como volatilidad. Parte de reconocer que los días en que llega información al mercado sobre un activo específico, son días en los cuales habrá una mayor diferencia entre el rendimiento de ese activo y el rendimiento del portafolio de mercado. En el contexto de un modelo de mercado, son días en que el componente idiosincrático del retorno total tendrá un mayor valor absoluto. Al trabajar con valor absoluto no toma en cuenta si la sorpresa de jure fue buena o mala, o sea dará resultados correctos aún si el método de determinación de sorpresas falló en determinar cuáles sorpresas de jure fueron buenas y cuáles fueron malas. Lo que este estudio se pregunta es si la volatilidad idiosincrática de un activo suele ser mayor luego del anuncio que de jure es sorprendivo o antes del mismo.

Por último, realizamos un estudio de rendimientos totales acumulados alrededor de los anuncios corporativos que trabaja directamente con las sorpresas de facto sin requerir declarar cuáles anuncios fueron de jure sorprendivos y cuáles no. Simplemente toma las fechas de anuncios y computa el rendimiento total entre 30 días antes y dos días después del anuncio. Luego se pregunta qué fracción del rendimiento total se dio en el período de anticipación y qué fracción se dio luego del anuncio. Se compara el grado de anticipación

⁴ Existen servicios que publican consensos de analistas del mercado respecto de anuncios periódicos de las firmas. El más antiguo es IBES (Institutional Brokers Estimate System), existen sitios web como finance.yahoo.com o www.earnings.com y finalmente Bloomberg ha incorporado recientemente servicios de este tipo (ver páginas BDVD para pronósticos de dividendos y EEB para utilidades). Lamentablemente, ninguno de estos servicios tiene una historia de pronósticos de firmas latinoamericanas desde el año 2000 suficientemente rica como para ser utilizada en este estudio. En consecuencia, debemos estimar económicamente lo que fueron las expectativas que el mercado fue teniendo acerca de los anuncios periódicos en cada momento del tiempo.

para los anuncios que a la postre fueron muy buenos, buenos y malos, entre países y sectores industriales.

El resto de este documento está organizado como sigue. La sección 2 describe la construcción de la muestra y los datos utilizados. La sección 3 presenta el detalle de los modelos a estimar y sus resultados. La sección 4 presenta las conclusiones.

2. Datos

2.1. Construcción y descripción de la muestra

Se buscó maximizar la calidad y consistencia de los datos entre países usando datos de dos fuentes primarias: Economática y Bloomberg. Para definir la muestra se tomaron todas las acciones y ADRs listados en Economática cuyas casas matrices están localizadas en los países de la muestra, que estaban activos al 9 de agosto de 2007, y que habían sido negociados por más de USD 10 millones entre el 1 de enero y el 31 de julio de 2007. Se listaron la cantidad de acciones chilenas por sector industrial (apertura a 20 sectores según Economática) y se tomaron todos los sectores que en el mercado chileno tienen tres o más acciones (o sea, sin contar los ADRs). Adicionalmente, se tomó el sector de Telecomunicaciones que, dada su liquidez y capitalización, fue aceptado a pesar de sólo estar representado por dos acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago que satisfacen los filtros antedichos. Ello arrojó ocho sectores representativos de la mayor parte del volumen negociado en el mercado chileno: Alimentos y Bebidas (3 empresas), Comercio (4), Energía Eléctrica (4), Finanzas y Seguros (4), Minería (2)⁵, Siderurgia y Metalurgia (3), Telecomunicación (2) y Servicios de Transporte (3). En total, se incluyeron 25 firmas chilenas.⁶ En la dimensión temporal, la muestra va desde el 1 de enero de 2000 hasta el 31 de agosto de 2007. Algunas firmas que eran líquidas al final de la muestra pero que no cotizaban en bolsa al inicio se incorporan a la misma a partir de la fecha de su oferta pública inicial.

Los modelos que se estiman en este estudio tienen sentido para acciones que cotizan prácticamente todos los días. Para cada uno de estos sectores, se trató de elegir tres acciones del mismo sector de Argentina, Brasil, México y los Estados Unidos de América. El criterio fue elegir aquellas acciones que mostraban mayor liquidez (volumen negociado y frecuencia de negociación) y cuyos sectores industriales fuesen lo más parecidos posible a los de las firmas chilenas. Para esto último se tomó en cuenta, no sólo la clasificación sectorial a 20 categorías efectuada por Economática, sino también la clasificación a 313 categorías según la North American Industrial Classification Standard

⁵ En minería sólo se tomaron dos firmas ya que dos de las tres acciones del sector corresponden a una misma firma (Sociedad Química y Minera de Chile S.A.). El propósito de este estudio es analizar conductas de las firmas, no de distintos tipos de acciones de una misma empresa.

⁶ El Apéndice contiene la lista de firmas individuales incluidas en la muestra, su fecha de ingreso a la misma, su sector industrial y país de origen, su código de bolsa o ticker, su presencia y volumen negociado.

que también figura en Economática. Asimismo, se privilegió utilizar firmas que estuviesen activas al 1 de enero de 2000, fecha de comienzo de la muestra para el estudio de eventos. En general se tomaron acciones que cotizan en sus mercados locales.⁷ En total, se tomaron 83 firmas de los otros países para utilizar como referencia. Sumadas a las firmas chilenas, esto da un total de 108 acciones a analizar en este estudio.

La Tabla 1 muestra la cantidad de firmas por país y sector, junto con los valores de presencia y volumen promedio. Presencia es la cantidad de días que la acción cotizó en determinado intervalo de tiempo dividido por el total de días en que operó el mercado nacional.⁸ Presencia y volumen son dos dimensiones de la liquidez de un activo. Idealmente una acción líquida es una en la cual hay un gran volumen de transacciones que están esparcidas en el tiempo de modo aproximadamente uniforme, de modo que cuando un inversor se presenta en el mercado a operar tiene un número razonable de contrapartes con las cuales hacer su transacción. La tabla muestra que la presencia promedio de las acciones de la muestra supera el 85%, mientras que el apéndice muestra que más de tres cuartos de las acciones utilizadas han tenido una presencia superior a 74% en Chile, 89% en Argentina, 96% en Brasil, 86% en México y 100% en USA. En definitiva, si bien la liquidez no es óptima para este tipo de estudio, es un valor suficientemente alto que no cuestiona la validez de los resultados hallados. En términos de distribución sectorial, hay entre 11 (minería) y 16 firmas (finanzas y seguros) por sector en la muestra.

Usar las acciones líderes de cada mercado nacional tiene la ventaja de estudiar las firmas que reciben mayor escrutinio público y atención de los analistas. Sin embargo, al ser las líderes de cada país, su volumen negociado dependerá del tamaño del mercado bursátil nacional, y dichos tamaños son muy distintos entre los países de la muestra. Por ejemplo, la Tabla 1 muestra que la firma chilena promedio negoció aproximadamente 34 millones de dólares por mes durante la muestra, mientras que las de otros países negociaron valores que van entre 83 millones (Argentina) y casi 3.500 millones de dólares (USA). Retomaremos este tema al interpretar la comparación internacional de anticipación e impacto de los anuncios.

2.2. Estimación de anuncios sorpresivos de jure

Los datos de anuncios de dividendos, adquisiciones y desinversiones provienen del Bloomberg corporate actions calendar. Las fechas de anuncios de utilidades trimestrales provienen de la variable ERN_ANN_DT_AND_PER mientras que el monto de utilidades anunciadas en cada caso proviene de la variable IS_EPS.⁹ Una ventaja importante de

⁷ La excepción fue el caso de Telefónica de Argentina, para la cual se tomó el ADR ya que es mucho más líquido que la acción que cotiza en Buenos Aires. Similarmente dado que Quilmes Industrial (cervecera) no cotiza en Buenos Aires, se tomó su ADR.

⁸ En algunos sectores-países, no fue posible hallar acciones líquidas de los mismos sectores que las chilenas (e.g. minería, comercio y transporte en Argentina, energía eléctrica en México).

⁹ Hubo varios casos en los cuales Bloomberg proveía el monto de utilidades por acción durante un trimestre pero no la fecha en que el anuncio había sido hecho al mercado. En 27 de estos casos, las fechas se

utilizar Bloomberg es que reporta de una manera consistente información para todas las firmas de la muestra y que la misma es mucho más abundante que la disponible en Economática. Si bien uno podría obtener datos de mayor calidad para Chile de la Superintendencia de Valores y Seguros, sería difícil obtener datos homogéneos e igualmente fidedignos para todas las firmas de la muestra por parte de todos los reguladores de los mercados de capitales de los distintos países de la muestra en un tiempo razonable. Por ello se optó por Bloomberg.¹⁰

A continuación se describe la metodología utilizada para declarar sorpresas a partir de los anuncios corporativos.

Utilidades Trimestrales

Para cada acción se estimó un proceso autoregresivo de sus utilidades trimestrales por acción (o earnings per share) durante toda la muestra,

$$EPS_t = \alpha_1 I_1(t) + \alpha_2 I_2(t) + \alpha_3 I_3(t) + \alpha_4 I_4(t) + \beta_1 EPS_{t-1} + \beta_4 EPS_{t-4} + v_t \quad (1)$$

donde EPS_t es la utilidad trimestral por acción durante el trimestre t , e $I_\tau(t)$ es una variable indicadora que vale 1 cuando el trimestre t es el número τ del año, con $\tau = (1, 2, 3, 4)$ y 0 de otro modo.¹¹ En este modelo, el anuncio del momento t que se espera con la información pública disponible hasta $t-1$, $E_{t-1}(EPS_t)$, es

$$E_{t-1}(EPS_t) = \hat{\alpha}_1 I_1(t) + \hat{\alpha}_2 I_2(t) + \hat{\alpha}_3 I_3(t) + \hat{\alpha}_4 I_4(t) + \hat{\beta}_1 EPS_{t-1} + \hat{\beta}_4 EPS_{t-4} \quad (2)$$

y el componente sorpresivo de dicho anuncio será una función monótonica de

encontraban en Economática mientras que el resto fue descartado. A su vez, al combinar información proveniente de las variables ERN_ANN_DT_AND_PER e IS_EPS de Bloomberg, surgían casos en los cuales el anuncio de utilidades hecho en cierta fecha correspondía a un ejercicio contable finalizado más de 12 meses antes de la fecha del anuncio. A su vez había casos en los cuales la fecha del anuncio era anterior a la finalización del ejercicio contable al cual se refería la información presuntamente anunciada. En ambos casos, los anuncios fueron descartados antes del cómputo de las sorpresas y, en consecuencia, no están reportadas en la Tabla 2.A.

¹⁰ Naturalmente que en el futuro se podrían hacer estudios complementarios utilizando fechas de anuncios provistas por los reguladores de cada mercado. Ello reduciría el posible error de medición que surge de usar fechas de Bloomberg.

¹¹ Para corroborar la sensibilidad de los resultados a la especificación del modelo de expectativas, se utilizó una variación de este modelo que excluye las variables binarias trimestrales. Los resultados fueron muy similares y se omiten por brevedad.

$$\hat{v}_t = EPS_t - E_{t-1}(EPS_t). \quad (3)$$

En el estudio de rendimientos anormales, utilizaremos la variable binaria o dummy D^{EPS} para indicar si el anuncio efectuado en la fecha t fue una sorpresa de jure buena ($D^{EPS}=1$), una sorpresa que de jure es mala ($D^{EPS}=-1$) o si el anuncio no fue sorpresivo de jure ($D^{EPS}=0$). La codificación de la sorpresa dependerá de la relación entre el componente inesperado del anuncio y el desvío standard de todos los componentes inesperados de los anuncios de utilidades de esa misma firma durante la muestra, $\sigma(\hat{v})$:¹²

$$D^{EPS}(t) = \begin{cases} 1 & \text{si } 0.8 \sigma(\hat{v}) < \hat{v}_t \\ 0 & \text{si } -0.8 \sigma(\hat{v}) \leq \hat{v}_t \leq 0.8 \sigma(\hat{v}) \\ -1 & \text{si } \hat{v}_t < -0.8 \sigma(\hat{v}) \end{cases} \quad (4)$$

En realidad, en la sección 3 se usa la notación $D^{EPS}(i,t)$ para denotar la variable indicadora que vale 1 cuando la firma i hace un anuncio sorpresivo de utilidades trimestrales en el día t . A su vez, en el modelo de volatilidad anormal, no utilizaremos el signo de la sorpresa y definiremos la sorpresa de jure como $|D^{EPS}(i,t)|$.

Al estimar los coeficientes de (1) con datos de toda la muestra, este modelo implícitamente supone que los inversores no cometen errores sistemáticos de predicción respecto del futuro, lo cual es standard en el contexto de modelos de expectativas racionales. O sea que al formular una predicción respecto del nivel de EPS a fines del año 2000, los inversores tenían una visión aproximadamente correcta respecto del valor que tendrán los EPS durante el resto de la muestra. Dicho de otro modo, este modelo tendrá \hat{v}_t inferiores en valor absoluto que los que hubiesen surgido si uno supusiese que los inversores en realidad contaban con menos información que la supuesta.¹³ Suponer que los inversores tienen tal nivel de visión correcta respecto del futuro tendrá el efecto de que algunos anuncios que en realidad fueron de jure sorpresas serán tomados como de jure no sorpresivos en el modelo. Al costo de tomar como de jure no sorpresivos algunos anuncios que pudieron haber sido sorpresivos (de jure y de hecho), este modelo tiene la ventaja de sólo declarar como sorpresivos de jure aquellos anuncios para los cuales realmente se espera que hayan sido sorpresivos de facto. En tales casos, cabe esperar que los mismos hayan tenido impacto en el mercado. Dicho sencillamente, nos estamos focalizando en aquellos anuncios que eran realmente impredecibles cuando fueron

¹² Al hacerse una regresión por acción, los desvíos standard son específicos a los anuncios de cada acción. Se eligió un nivel de corte de $0.8 \sigma(\hat{v})$ para generar una cantidad razonable de sorpresas.

¹³ Por ejemplo, uno podría suponer que los inversores sólo tenían conocimiento de los datos pasados de EPS al estimar los α y los β en (1).

anunciados. Esperaríamos que los anuncios que sí han sido declarados como sorpresas de jure tengan impacto bursátil.

La Tabla 2.A muestra que hubo un total de 2.110 anuncios de utilidades trimestrales en las firmas de la muestra y que 353 de ellos fueron codificados como sorpresas de jure buenas y 289 como sorpresas malas. O sea que el 70% de los anuncios de utilidades no contienen sorpresas de jure según esta codificación, mientras que el 17% de los anuncios contienen sorpresas buenas y el 14% sorpresas malas. Con excepción de Argentina, todos los países tuvieron más sorpresas buenas que malas, el cociente entre buenas y malas siendo mayor en Chile que en cualquier otro de los países de la muestra. Dentro de Chile, el sector con mayor ratio de sorpresas buenas a malas ha sido la industria siderúrgica y metalúrgica.

Es obvio de esta descripción que la codificación de sorpresas de jure podría ser distinta si uno utilizase otro modelo para computar las expectativas no observables de estos anuncios públicos.

Dividendos en Efectivo

A diferencia de los anuncios de utilidades que las firmas están obligadas a hacer trimestralmente al mercado, los dividendos no tienen necesariamente un patrón preestablecido ni regular de anuncios. Ello dificulta la determinación de cuáles anuncios fueron de jure sorpresivos, por lo cual se usó un criterio más flexible que clasificó las firmas en las siguientes clases:

Clase 1: Si los pagos fueron regulares durante la muestra y no hubo ningún dividendo impago se estima una ecuación similar a la de las utilidades trimestrales, usando toda la serie de dividendos regulares,

$$DIV_t = \alpha_1 I_1(t) + \alpha_2 I_2(t) + \alpha_3 I_3(t) + \alpha_4 I_4(t) + \beta_1 DIV_{t-1} + \beta_2 t + e_t \quad (5)$$

donde t refleja una tendencia temporal.¹⁴ Una vez obtenidos los residuos para cada firma, se computó su desvío estándar y se siguió el mismo análisis que en el caso de las utilidades. Usando D^{DIV} para denotar la variable dummy de sorpresas de jure correspondiente a anuncios de dividendos, tenemos

¹⁴ En el caso en el que la firma haya hecho algún pago que no sigue el patrón anterior o adicional a los regulares, el mismo es eliminado antes de estimar la ecuación (5). Adicionalmente, también se estimó una versión de este modelo con un algoritmo de selección secuencial de variables a incluir (stepwise variable selection). Como los resultados de clasificación de sorpresas entre estas dos variantes de la ecuación (5) coincidían en más del 95% de los casos y se optó por el modelo más sencillo reportado en el texto.

$$D^{DIV}(t) = \begin{cases} 1 & \text{si } \sigma(\hat{\epsilon}) < \hat{\epsilon}_t \\ 0 & \text{si } -\sigma(\hat{\epsilon}) \leq \hat{\epsilon}_t \leq \sigma(\hat{\epsilon}) \\ -1 & \text{si } \hat{\epsilon}_t < -\sigma(\hat{\epsilon}) \end{cases} \quad (6)$$

Clase 2: Si hubo un patrón relativamente regular en los pagos (coinciden los meses o cantidad de pagos por año) pero el mismo no se cumplió en todos los períodos de la muestra. En este caso se computó como sorpresa los valores que son distintos a su entorno local (definido este como los 2 o 3 pagos anteriores y los 2 o 3 pagos posteriores).

Clase 3: Si no se pudo inferir ningún patrón regular, se determinó que todos los anuncios de pago de dividendo han sido sorpresas positivas. Entre ellos, si una firma comenzó a pagar dividendos por primera vez dentro del período de análisis, el primer pago es interpretado como una sorpresa positiva.

Clase 4: Hubo un patrón en el cual los pagos fueron regulares y repetidos con respecto a sus montos y con pocas variaciones en los mismos (por ejemplo, firmas en Estados Unidos). En esta categoría también se incluyeron las firmas que cumplían los requisitos de la Clase 1 pero que tenían menos de 10 observaciones y en consecuencia era inapropiado estimar la ecuación (5). En estos casos, los cambios positivos en los montos de dividendos fueron tomados como buenas sorpresas mientras que los cambios negativos fueron tomados como malas sorpresas.¹⁵

En los casos de anuncios de dividendos que fueron clasificados por Bloomberg como *omitted* o *discontinued* los cuales fueron interpretados como malas sorpresas mientras que los clasificados por Bloomberg como *special cash* fueron interpretados como buenas sorpresas.

En realidad, en la sección 3 se usa la notación $D^{DIV}(i,t)$ para denotar la variable indicadora que vale 1 cuando la firma i hace un anuncio sorpresivo de dividendos en el día t . En todos los casos y análogamente al caso de utilidades trimestrales, las dummies de evento para el modelo de volatilidad anormal se codificaron como $|D^{DIV}(i,t)|$.

La Tabla 2.B reporta la cantidad de anuncios de dividendos en efectivo por cada país y sector. Hubo 1.983 anuncios de dividendos, 347 declarados como buenas sorpresas y 110 como malas sorpresas, ambas de jure. Casi dos tercios de los anuncios sucedieron en Brasil y en USA. Chile tiene 60 sorpresas positivas y 33 negativas entre un total de 368 anuncios.

En similitud con las sorpresas de jure para utilidades trimestrales, en este caso se descartaron más de tres cuartos de los anuncios de dividendos por predecibles. Uno

¹⁵ La lista de cuáles acciones fueron tipificadas en cada clase está disponible para el lector interesado.

esperaría que el subconjunto de anuncios sobreviviente sí esté asociado con la llegada de nueva información al mercado.

Adquisiciones y desinversiones

Este es el caso extremo de anuncios aperiódicos, ya que no hay ningún motivo por el cual el mercado deba esperar algún tipo de regularidad o continuidad en los mismos. Dadas estas circunstancias, supusimos que todos los anuncios eran sorprendivos de jure. Adicionalmente supusimos que los intereses de los accionistas y gerentes estaban alineados en cuanto a decisiones de adquisiciones y desinversiones. En dicho contexto, las firmas sólo emprenderían estos proyectos en la medida que los mismos incrementen el valor presente de la riqueza de los accionistas. En tales circunstancias, los anuncios serían buenas sorpresas de jure y así fueron codificados, tanto para el estudio de rendimientos anormales como para el estudio de volatilidad anormal.

La Tabla 2.C revela que hubo un total de 821 anuncios de adquisiciones y 468 de desinversiones en toda la muestra. El país más activo en estas actividades es Estados Unidos con 858 anuncios, seguido por Brasil con 210, México con 106, Chile con 70 y Argentina con 45. Más globalmente, como muestran las tablas 2.A-2.C hubo un total de 5.382 anuncios en la muestra de los cuales 2.388 fueron sorprendivos de jure.

2.3. Rendimientos

Los tres estudios (rendimientos anormales, volatilidad anormal y rendimientos acumulados totales) se basan en rendimientos logarítmicos sobre los precios entre dos sucesivos días de negociación, expresados en dólares estadounidenses y ajustados por dividendos (tanto en efectivo como en acciones). La ventaja de usar rendimientos logarítmicos es que sus promedios aritméticos reflejan la evolución del valor de la acción durante el intervalo de tiempo cuyo promedio se computa, mientras que los promedios aritméticos de rendimientos simples sobre estiman la verdadera evolución del valor.¹⁶

Contrastaciones en una sub-muestra de acciones reflejaron que los precios históricos ajustados por dividendos de Economática eran más confiables que los de Bloomberg. En consecuencia, todos los rendimientos se basan en precios ajustados por dividendos tomados de Economática.

¹⁶ En una estimación por mínimos cuadrados, el coeficiente sobre una dummy será el promedio aritmético de los rendimientos anormales durante los días en que dicha dummy fue igual a 1. Usando rendimientos logarítmicos podemos directamente multiplicar el coeficiente estimado por la cantidad de días en la ventana del evento para saber el rendimiento acumulado total durante dicho intervalo. Ello no sería correcto si los rendimientos fuesen simples en lugar de ser logarítmicos. Usar promedios logarítmicos nos permite graficar correctamente la evolución anormal del precio a partir de los coeficientes estimados en la regresión (8) como se hace en las figuras 1, 2 y 3.

Para garantizar que tiene sentido aplicar un estudio de eventos, además de criterios de máxima liquidez discutidos al comentar la Tabla 1, cualquier acción que tuvo un intervalo de cinco días bursátiles continuos sin negociación fue excluida de la muestra. Adicionalmente, se censuró la muestra de rendimientos accionarios para evitar la influencia de valores extremos en las regresiones por mínimos cuadrados. En particular, todos aquellos días-acciones en los cuales el rendimiento fue superior al 99% o inferior al 1% de los rendimientos de todos los días-acciones de la muestra, fueron censurados fijando el valor del rendimientos de tales días-acciones en dichos valores extremos. La base de datos utilizada para este estudio consta de más de 187.000 observaciones de acciones-días.

En las regresiones de rendimientos, se usó como proxy del portafolio de mercado de cada país el índice nacional respectivo computado por Morgan Stanley Capital International-Barra. MSCI-Barra utiliza la misma metodología para computar los índices de todos los países que analiza, apunta a captar el 85% de la capitalización ajustada por free float de cada sector industrial representado en el mercado bursátil nacional y reporta su valor en dólares al tipo de cambio libre de cada día. El principal motivo para usar estos índices en lugar de los índices locales más conocidos (IPSA en Chile, Merval en Argentina, Bovespa en Brasil, IPC en México y S&P500 en USA) es que la construcción de los primeros es homogénea entre países, cosa que no es cierta para los últimos. Por ejemplo, los índices latinoamericanos suelen estar ponderados por liquidez y sus canastas cambiar trimestralmente mientras que el S&P500 es ponderado por capitalización. Como proxy del portafolio de mercado mundial, se utilizó el MSCI Barra All Country World Index. Este es un índice también ponderado por capitalización de todos los índices nacionales computados por MSCI-Barra (más de 50 países).

3. Metodología y resultados

3.1. Modelo de rendimientos anormales

Los rendimientos anormales surgen de un estudio de eventos basado en un modelo de mercado (e.g. Campbell, Lo and Mac Kinlay, cap. 4), usando como variables explicativas el rendimiento del mercado local y mundial, efectos fijos por firmas y variables binarias. Pero este estudio introduce una variante en los modelos de eventos clásicos en tanto trata de computar no sólo el impacto de los anuncios sino también el grado de anticipación a los mismos. En particular, para cada dummy de sorpresa de jure, se crean cuatro variables dummies que procuran medir la reacción bursátil y la anticipación durante distintos intervalos antes del anuncio. Denominando T al día del anuncio de una sorpresa de jure por parte de la firma i , para cada tipo j de anuncio (j = utilidades trimestrales, dividendos y adquisiciones/desinversiones), definimos las siguientes dummies de anticipación e impacto:¹⁷

¹⁷ Hubo casos en los cuales una firma hizo dos anuncios del mismo tipo (e.g. adquisiciones y desinversiones) a menos de 33 días de distancia el uno del otro. Consecuentemente, debía crearse una

$$D_{T-30,T-16}^j(i,t) = \begin{cases} 1 & \text{si } T-30 \leq t \leq T-16 \text{ y } D^j(i,T)=1 \\ 0 & \text{de otro modo} \end{cases} \quad (7.a)$$

$$D_{T-15,T-6}^j(i,t) = \begin{cases} 1 & \text{si } T-15 \leq t \leq T-6 \text{ y } D^j(i,T)=1 \\ 0 & \text{de otro modo} \end{cases} \quad (7.b)$$

$$D_{T-5,T-2}^j(i,t) = \begin{cases} 1 & \text{si } T-5 \leq t \leq T-2 \text{ y } D^j(i,T)=1 \\ 0 & \text{de otro modo} \end{cases} \quad (7.c)$$

$$D_{T-1,T+2}^j(i,t) = \begin{cases} 1 & \text{si } T-1 \leq t \leq T+2 \text{ y } D^j(i,T)=1 \\ 0 & \text{de otro modo} \end{cases} \quad (7.d)$$

Suponiendo que, para cada tipo de anuncio, el valor económico promedio de las sorpresas buenas y malas es similar, el mismo es estimado por los coeficientes sobre estas variables binarias. Estos coeficientes medirán los efectos de facto, o sea los cambios en los precios sucedidos en el entorno del anuncio de sorpresas de jure. En particular, la ecuación base a estimar es

$$r_i(t) = \alpha_i + \beta_i^L r_m^L(t) + \beta_i^W r_m^W(t) + \sum_j \left(\gamma_{T-30,T-16}^j D_{T-30,T-16}^j(i,t) + \gamma_{T-15,T-6}^j D_{T-15,T-6}^j(i,t) + \gamma_{T-5,T-2}^j D_{T-5,T-2}^j(i,t) + \gamma_{T-1,T+2}^j D_{T-1,T+2}^j(i,t) \right) + e_i(t)$$

$$i = 1, \dots, 108$$

$$t = 1 - \text{Ene} - 2000, \dots, 31 - \text{Ago} - 2007 \quad (8)$$

$$j = \text{Utilidades, Dividendos, Adquisiciones/Desinversiones}$$

donde $r_i(t)$ es el rendimiento de la acción i durante el día t y $r_m(t)$ es rendimiento del índice de mercado utilizado como control, donde L alude al índice local y W al índice mundial. La idea es que el rendimiento esperado o normal del activo i sería $\alpha_i + \beta_i^L E(r_m^L(t)) + \beta_i^W E(r_m^W(t))$ y los coeficientes sobre las variables binarias indicarían

dummy para cada uno de dichos anuncios, pero como los anuncios eran del mismo tipo se presenta la disyuntiva de si sumar las dummies de ambos eventos o no, cuando las mismas se superpusiesen. En todos estos casos, se censuraron los valores de las dummies para que valiesen 1 y -1 como valores extremos. (Los casos de -1 se dieron para dos sucesivos malos anuncios de dividendos hechos en fechas cercanas.)

los rendimientos anormales en el entorno de los anuncios corporativos que son sorpresas de jure.

Se utilizan distintas especificaciones del portafolio de mercado: A. ningún control (en cuyo caso α_i es el rendimiento medio de la acción i durante la muestra), B. controlando por el índice nacional, C. controlando por el índice nacional y el índice del mercado mundial y D. controlando sólo por el índice del mercado mundial. Es de notar que en una economía financieramente integrada al mundo, el portafolio de mercado debiera ser precisamente un portafolio global y no uno local. A su vez, la especificación C. corresponde a una economía parcialmente integrada al mundo en la cual son compensadas con rendimientos incrementales tanto la covarianza con el portafolio de mercado local como la covarianza con el mercado global (ver Bekaert and Harvey, 1995, para una especificación similar).

Es importante notar que la especificación que sólo utiliza el rendimiento del mercado local tenderá a subestimar los coeficientes γ en los países de América Latina, o a creer que son más parecidos a cero que lo que en verdad son. Esto se debe a que las firmas utilizadas son firmas localmente grandes, y en estos países unas pocas firmas suelen explicar una parte importante del comportamiento del índice nacional. En consecuencia, si sube una acción, también subirá el índice nacional, y parecerá que el coeficiente γ es menor de lo que en verdad es.¹⁸ En la especificación D. nos cubrimos de este sesgo al utilizar directamente el índice mundial.

La estimación se hace por mínimos cuadrados ordinarios y los desvíos standard estimados son consistentes frente a la presencia de heterocedasticidad en el sentido de White (1980). Las tablas 3 a 7 presentan los resultados de distintas especificaciones de este modelo.

La especificación de las tablas 3.A-3.D y 4.A-4.B estima para cada intervalo y tipo de anuncio una dummy por país. Ello permite comparar el grado de anticipación e impacto en distintos países. A su vez, las figuras 1, 2 y 3 ilustran la evolución durante la ventana del evento del rendimiento anormal acumulado total partiendo de un precio hipotético de 100 en $T-31$ para los tres tipos de anuncios respectivamente.

Dado que los resultados de las tablas 3.A-3.D guardan similitud entre sí, nos focalizaremos en 3.D que parece el modelo mejor especificado en tanto contempla una economía financieramente integrada al mundo. Allí se ve que las utilidades trimestrales son sujeto de importante anticipación en Chile para cualquier intervalo de anticipación. A pesar de ello, el anuncio de utilidades trimestrales tiene impacto en el mercado lo que indica que es informativo y que la anticipación de las sorpresas de jure no fue total, o sea que hay cierto nivel de sorpresa de facto. En América Latina, el tiempo promedio de

¹⁸ Esta conjetura se verifica en la gran mayoría de los tipos de anuncio-país presentados en las Tablas 3.B y 3.D. Ello surge de sumar todos los coeficientes de anticipación e impacto de determinado tipo de anuncio-país, ponderando cada coeficiente por la cantidad de días del intervalo durante el cual la dummy correspondiente estuvo encendida.

demora entre el cierre del ejercicio contable trimestral y el anuncio de los resultados al mercado es del orden de seis semanas (Cruces and Kawamura, 2007), o 30 días bursátiles. De modo que el intervalo más distante de anticipación (entre $T-30$ y $T-16$) es aproximadamente las primeras dos semanas luego del cierre del trimestre fiscal. Como comparación, también hay impacto en los otros países de América Latina y hay anticipación distante tanto en Argentina como en USA. Si bien la anticipación es menos sistemática a través de los distintos intervalos de pre-anuncio en Argentina que en Chile, la Figura 1 muestra que, en términos económicos, la anticipación temprana es mucho más importante en Argentina.

Uno podría conjeturar que anticipaciones más distantes al momento del anuncio público probablemente sean realizadas por insiders o directivos de la firma ya que ellos tienen acceso temprano a tal información. En esta línea, suena razonable conjeturar que anticipaciones más cercanas al momento del anuncio público se deben a filtraciones a la prensa, actividad de analistas o a funcionarios de bajo rango de las firmas que acceden a la información cuando esta está en el proceso de darse a publicidad. De ser este último el caso, tales filtraciones pueden reducirse con sólo tener una política más cautelosa de tratamiento de la información confidencial.

Para el caso de los dividendos, el mercado chileno experimenta anticipación en tres de las cuatro especificaciones pero sólo en el intervalo de cinco a dos días antes del anuncio público. A su vez, en general los anuncios de dividendos en efectivo que son sorpresivos de jure, no lo son de facto excepto en Brasil, ya que el coeficiente del post-anuncio no es significativo estadísticamente. El patrón de comportamiento en Chile respecto de anuncios de dividendos es similar al de los Estados Unidos, y toda la suba se da en la anticipación cercana. La Fig. 2 permite una interesante comparación entre Brasil y Argentina, dos países que muestran anticipación distante (entre $T-30$ y $T-16$). El retorno acumulado durante toda la ventana del evento de dividendos sorpresivos de jure es similar en los dos países; pero mientras en Argentina todo el aumento de precio se da en la anticipación distante, en Brasil la suba se da por mitades entre la anticipación distante y el post anuncio.

En cuanto a los anuncios de adquisiciones y desinversiones, Chile y Argentina son los únicos países en los que no toda la información ha sido incorporada a los precios al momento del anuncio público según el modelo 3.D. A su vez, en Argentina, México, y Brasil hay distintos grados de anticipación, según el modelo de que se trate. La Fig. 3 muestra que las situaciones de Argentina y Brasil respecto de anticipación total y parcial comentados en el párrafo precedente están invertidas en este caso.

Párrafo aparte merece el hecho de que, en los modelos de las tablas 3.A a 3.D las sorpresas de jure consideradas suelen ser sorpresas de facto en los Estados Unidos, o sea los coeficientes sobre las dummies entre $T-1$ y $T+2$ no suelen ser significativos. Ello discrepa con los hallazgos previos de la literatura que suelen encontrar que el mercado estadounidense está a mitad de camino entre eficiencia fuerte y semi-fuerte, o sea que si bien hay anticipación, también hay cierto nivel de impacto post-anuncio (Foster, Olsen

and Shevlin, 1984, Meulbroek, 1992, John and Lang, 1991, Keown and Pinkerton, 1981, Pound and Zeckhauser, 1990, Jarrell and Poulsen, 1989, Best, 1994).

Existe la posibilidad de que el mercado estadounidense se haya hecho más eficiente desde que estos estudios fueron publicados hasta la actualidad, dada la proliferación y difusión masiva de fuentes de información y análisis financiero.¹⁹ Más allá de esta conjetura, no tenemos una buena explicación de este hallazgo a esta altura aunque vale notar que el estudio de volatilidad anormal reportado en la sección 3.2 sí encuentra impacto de los anuncios corporativos en USA.

Un hecho que surge claramente de los tests que reportaremos más adelante es que el grado de anticipación a los anuncios corporativos de las firmas grandes del mercado estadounidense es similar al prevaleciente entre las firmas grandes de América Latina. O sea que ambos mercados tendrían niveles similares de eficiencia informativa. Si efectivamente fuese cierta la premisa que en Estados Unidos hay menos insider trading que en América Latina, entonces debe ser el caso que el trabajo de incorporación de información a los precios que hacen los analistas en Estados Unidos, lo hacen una menor cantidad de analistas ayudados por los insiders en América Latina. Naturalmente, esta hipótesis es meramente conjetural y no hay evidencia científica de que tal sea el caso. Lo que sí muestra el presente estudio (especialmente el estudio de rendimientos totales acumulados reportado en la sección 3.3) es que el grado de anticipación a los anuncios corporativos es similar en América Latina que en Estados Unidos.

Es natural preguntarse si la anticipación a los anuncios corporativos observada en los distintos países ha cambiado o ha sido constante a lo largo del tiempo. Las tablas 4.A y 4.B muestra los resultados de replicar el análisis de la Tabla 3.D pero descomponiendo la muestra en dos sub-períodos: 2000-2003 y 2004-2007. Como cada una de las sub-muestras utilizadas en este caso tienen la mitad de observaciones que la muestra madre, uno esperaría (*caeteris paribus*) menor cantidad de coeficientes significativos en tanto los desvíos standard estimados serán más grandes y los t-estadísticos menores. Los resultados indican que en Chile la magnitud de la anticipación en utilidades trimestrales y dividendos fue mayor durante la primera que durante la segunda mitad de la muestra. En la segunda mitad de la muestra hay una mejora importante del grado de impacto de los anuncios de utilidades, pero también aparecen filtraciones justo antes de que las mismas se hagan públicas. Para adquisiciones y desinversiones, también se redujo el grado de anticipación y el impacto se hizo significativo en la segunda mitad de la muestra.

El próximo ejercicio (Tabla 5) trabaja solo con acciones chilenas y se focaliza en analizar si la anticipación e impacto son diferentes entre sectores industriales al interior del país; o sea se crea una dummy por sector industrial para cada dummy de la ecuación (8). El

¹⁹ Vale notar que en USA hay cierto grado de anticipación a utilidades trimestrales y dividendos pero no para adquisiciones y desinversiones (Tabla 3.D). Bajo la hipótesis de que el mercado de estas firmas estadounidenses muy grandes y de importante visibilidad es eficiente en sentido fuerte, es posible que el intervalo de 30 días bursátiles sea muy corto para detectar la anticipación a anuncios de adquisiciones y desinversiones. Estos proyectos corporativos típicamente llevan varios meses de negociación y es posible que la información correspondiente a ellos sea incorporada al mercado antes de los 30 días que tomamos aquí como ventana del evento.

ejercicio muestra que la anticipación en utilidades trimestrales ha sido prevalente en Energía eléctrica y en Alimentos y bebidas, aunque en este último sector las sorpresas de jure también lo fueron de facto. Para el caso de dividendos, ha habido anticipación en Siderurgia, Finanzas y seguros y Transporte. Para adquisiciones y desinversiones ha habido anticipación en Alimentos y bebidas y en Transporte.²⁰

En un test complementario cuyo resultado no reportamos se estudió si los patrones de anticipación e impacto que se detectan en ciertos sectores chilenos pueden deberse a características de tales sectores industriales. En tal caso, dichos patrones deberían replicarse en los otros países de la muestra. La evidencia indica que los patrones hallados en Chile no se repiten en los otros países, de modo que no hay evidencia que sustente la premisa de que la anticipación en ciertos sectores chilenos se deba a una peculiaridad de tales sectores.²¹

Para concluir el estudio de rendimientos anormales, se analiza si el grado de anticipación o impacto es mayor o menor cuando las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) son inversores relevantes en las firmas que hacen los anuncios. Para ello se obtuvo de la Superintendencia de Valores y Seguros la fracción de las acciones de cada firma chilena que durante cada trimestre estuvieron en manos de AFPs, entre el 31 de marzo de 2001 y el final de la muestra. La sub-muestra incluye a todas las firmas chilenas de la muestra madre con excepción los bancos. Para medir el efecto de la tenencia de AFPs, se modificó la ecuación (8) para que los coeficientes de anticipación e impacto fuesen una función lineal de tal tenencia,

$$\begin{aligned}
 r_i(t) = & \alpha_i + \beta_i^L r_m^L(t) + \beta_i^W r_m^W(t) + \sum_j \left((\gamma_{T-30,T-16}^{j0} + \gamma_{T-30,T-16}^{j1} AFP(i,t)) D_{T-30,T-16}^j(i,t) + \right. \\
 & + (\gamma_{T-15,T-6}^{j0} + \gamma_{T-15,T-6}^{j1} AFP(i,t)) D_{T-15,T-6}^j(i,t) + \\
 & + (\gamma_{T-6,T-2}^{j0} + \gamma_{T-6,T-2}^{j1} AFP(i,t)) D_{T-6,T-2}^j(i,t) \\
 & \left. + (\gamma_{T-1,T+2}^{j0} + \gamma_{T-1,T+2}^{j1} AFP(i,t)) D_{T-1,T+2}^j(i,t) \right) + e_i(t)
 \end{aligned}
 \tag{9}$$

en donde $AFP(i,t)$ indica el porcentaje del total de acciones de la firma i que el día t estaban en poder de las AFPs. La Tabla 6 reporta los resultados; nos focalizaremos en aquellos casos en que γ^1 es estadísticamente significativo. Es notable que en todos estos

²⁰ También en Minería (y en Alimentos y bebidas entre $T-15$ y $T-6$) hay anticipaciones distantes para este tipo de anuncios, pero las mismas aparecen con el signo opuesto al que habría si los gerentes toman decisiones de inversión/desinversión con el ánimo de maximizar la riqueza de los accionistas.

²¹ Los resultados están disponibles a pedido del lector interesado.

casos, γ^1 tiene el signo inverso a γ^0 , o sea que a mayor tenencia de AFPs, más parecido a cero es el efecto combinado $\gamma^0 + \gamma^1 AFP$. Por ejemplo, la anticipación distante en utilidades trimestrales tiene un intercepto de 0.25 (modelo con índice mundial solamente), o sea que si $AFP=0$, dichas acciones suben a razón de 0.25 puntos porcentuales diarios entre $T-30$ y $T-16$. Pero como la tenencia promedio de AFPs es 11 puntos porcentuales, y $\gamma^1 = -0.012$ para la acción promedio, tal anticipación distante se reduce a 0.11 puntos porcentuales diarios, o sea que se anticipan menos que las acciones que no tienen a las AFPs entre sus accionistas. Un efecto similar se ve con el impacto de anuncios de adquisiciones y fusiones: las acciones con tenencia de AFPs tienen menos anticipación y también menos impacto. Las acciones sin tenencia por parte de AFPs experimentan una suba de 0.48 puntos porcentuales diarios durante los cuatro días anteriores a los anuncios de adquisiciones y fusiones, para un 2% acumulado total. Pero en una acción que tiene la incidencia promedio de inversores institucionales, esa anticipación se reduce a $0.48 - 0.03 \times 11 = 0.17$ puntos porcentuales diarios. En este caso, la tenencia de AFPs también está asociada a un menor nivel de impacto de los anuncios, los que pasan de 0.86 puntos porcentuales diarios a 0.39, menos de la mitad.

Hay al menos dos hipótesis que son consistentes con estos hallazgos. Una es que las AFPs invierten en firmas más estables en las cuales los anuncios corporativos tienen menor valor económico, entonces tanto la anticipación como el impacto son más cercanos a cero cuanto mayor es la incidencia de AFPs entre sus accionistas. Otra hipótesis es que las AFPs invierten en acciones que tienen un mucho mayor nivel de escrutinio público permanente, de modo que los anuncios corporativos son menos novedosos en tanto hay un pool relevante de analistas que trató de anticiparlos.

A su vez hay una hipótesis que estos resultados permiten descartar: si las AFPs, en tanto inversores con potencial acceso a información privilegiada, usufructuasen esta información uno vería que la presencia de AFPs incrementa el grado de anticipación y reduce el grado de impacto post anuncio. Si bien se observa lo primero, no se observa lo segundo, de modo que la hipótesis no se sostiene: en síntesis, estos hallazgos refutan la hipótesis de que las AFPs podrían estar negociando con información privilegiada.

A continuación se presenta un estudio complementario que descansa menos que el de rendimientos anormales en la habilidad del econométrico de identificar correctamente las sorpresas de jure.

3.2. Modelo de volatilidad anormal

Los días en que llega información que actualiza materialmente las expectativas del mercado sobre un activo individual, son días en los cuales los rendimientos idiosincráticos son o muy buenos o muy malos. En ambos casos, tendrán un mayor valor absoluto que en los días en los cuáles no se actualizan las expectativas de los agentes. Este modelo analiza si una medida de la volatilidad idiosincrática de un activo suele ser tener un pico luego de los anuncios corporativos o antes de los mismos. Este modelo no

toma en cuenta el signo de la sorpresa de jure, o sea dará resultados correctos aún si el método de determinación de sorpresas presentado en la sección 2.2. falló en determinar cuáles sorpresas de jure fueron buenas y cuáles fueron malas.

La estimación se hace en dos etapas. En la primer etapa se estima un modelo de mercado sin dummies de eventos,

$$r_i(t) = \alpha_i + \beta_i^L r_m^L(t) + \beta_i^W r_m^W(t) + u_i(t) \quad (10)$$

$$t = 1 - \text{Ene} - 2000, \dots, 31 - \text{Ago} - 2007$$

El residuo de esta regresión reflejará aquella parte de los rendimientos de la acción i que no están justificados por los movimientos de los controles, que en este caso serían los índices del mercado local y/o del mercado global. En la segunda etapa se propone un modelo de forma reducida que explique el módulo del residuo de esta ecuación, una medida de la volatilidad idiosincrática del rendimiento del activo i ,

$$|u_i(t)| = \eta_i + \varphi \text{Mediana}\{|u_i(t-31)|, |u_i(t-32)|, \dots, |u_i(t-120)|\} +$$

$$+ \sum_j \left\{ \gamma_{T-30, T-16}^j |D_{T-30, T-16}^j(i, t)| + \gamma_{T-15, T-6}^j |D_{T-15, T-6}^j(i, t)| + \right. \quad (11)$$

$$\left. + \gamma_{T-6, T-2}^j |D_{T-6, T-2}^j(i, t)| + \gamma_{T-1, T+2}^j |D_{T-1, T+2}^j(i, t)| \right\} + v_i(t)$$

$$i = 1, \dots, 108$$

$$t = 30 - \text{Jun} - 2000, \dots, 31 - \text{Ago} - 2007$$

$$j = \text{Utilidades, Dividendos, Adquisiciones/Desinversiones}$$

Llamamos a este modelo de volatilidad anormal porque trata de explicar el tamaño del componente idiosincrático del rendimiento de la ecuación (10), una medida de su volatilidad específica.²² Esencialmente el modelo dice que el componente de la

²² Cabe recordar que $|u_i(t)| = \sqrt{u_i(t)^2}$. Como $E(u_i(t)) = 0$, entonces $E(u_i(t)^2) = \text{Var}(u_i(t))$. En sentido estricto la ecuación (11) es un modelo que trata de explicar $E\left(\sqrt{u_i(t)^2}\right)$, una medida de la volatilidad de $u_i(t)$, que no es específicamente $\text{Var}(u_i(t))$. El motivo de usar esta especificación es que

volatilidad de un activo financiero que no depende del rendimiento de mercado, tiene un valor muestral promedio, un componente que depende de los valores pasados de dicha volatilidad y un componente que depende de los anuncios corporativos.²³ Con las variables binarias tratamos de captar si la volatilidad, o sea el momento de llegada de información al mercado, es mayor que su valor normal en el período de anticipación y/o en el de impacto. Las tablas 7 a 10 presentan los resultados.

Las tablas 7.A a 7.D presentan resultados paralelos a los de las tablas 3.A a 3.D. La diferencia entre estas tablas es el modelo utilizado en la primera etapa para generar los residuos $u_i(t)$. En 7.A los residuos provienen de una regresión que incluye efectos fijos por firma solamente, en 7.B se agrega el índice nacional, en 7.C se adiciona a el índice global y 7.D sólo incluye un intercepto y el índice global. Las figuras 4, 5 y 6 muestran la evolución de la volatilidad anormal en el entorno de los anuncios para utilidades, dividendos y adquisiciones y desinversiones respectivamente. Una novedad del modelo de volatilidad anormal es que casi todos los anuncios sorprendivos de jure en Estados Unidos pasan a tener impacto en los distintos modelos 7.A-7.D, o sea que están asociados con incrementos de la volatilidad idiosincrática, algo que no se veía en los modelos de rendimiento anormal.

La Tabla 7.D muestra que los anuncios de utilidades que son sorprendivos de jure incrementan la volatilidad idiosincrática en todos los países excepto en Brasil. A su vez, la Fig. 4 ilustra bien la suba volatilidad que se da en Argentina y Brasil entre T-16 y T-5. La anticipación temprana de utilidades en Chile que se veía en el estudio de rendimientos anormales, no está presente en este caso.²⁴

En cuanto a dividendos, no se ven signos ni de filtraciones ni de impacto en Chile, aunque la Figura 5 muestra anticipación completa en Argentina, de forma concordante con la Figura 2. De hecho, ningún país de América Latina muestra impacto de dichos anuncios en la volatilidad idiosincrática, a diferencia de lo que se da en USA donde sí tienen impacto.

En cuanto a adquisiciones y desinversiones, Chile es el único país en donde los anuncios tienen impacto. En este sentido, la Fig. 6 muestra el mismo resultado para Chile que la Fig. 3. Es de notar que las otras especificaciones (Tablas 7.B y 7.C) también muestran impacto de estos anuncios en Brasil y en Estados Unidos.

las unidades en que estarán expresados los coeficientes sobre las dummies serán las mismas que los rendimientos y ello facilita su interpretación.

²³ Las variables dependientes cuya mediana se utiliza en (11) están rezagadas 30 días respecto de $|u_i(t)|$

precisamente para tomar su módulo típico en un período reciente que no se superpone con los intervalos de anticipación tomados en las variables binarias (el más distante del evento comienza en T-30). Se toma la mediana y no el promedio de estos valores rezagados para evitar la incidencia que tendrían los valores extremos si usásemos el promedio como medida de tendencia central.

²⁴ Más bien aquí la volatilidad temprana (e.g. entre T-30 y T-6) parecer ser inferior a la normal en Chile. La discusión omite los casos de volatilidad anormal negativa (o sea volatilidad total inferior a la habitual) ya que lo que nos interesa es comprender los picos de volatilidad idiosincrática, no sus valles.

Las tablas 8.A y 8.B indagan si la anticipación y/o impacto han variado a lo largo de la muestra. En línea con lo encontrado en el estudio de rendimientos anormales, se encuentra impacto de utilidades y adquisiciones-desinversiones en la segunda mitad de la muestra, pero no en la primera. Brasil también muestra signos de mejora en la segunda mitad de la muestra.

El estudio de volatilidad anormal por sectores industriales al interior de Chile muestra pocos sectores cuyos anuncios de jure sorprendivos también lo son de facto: Comercio y Energía eléctrica para utilidades, y Comercio y Transporte para adquisiciones y desinversiones. Al interpretar la significatividad de estos coeficientes, es importante tener presente que la cantidad de observaciones de sorpresas cae dramáticamente cuando el análisis a nivel de país se abre por sector industrial (ver Tabla 2 para la cantidad de sorpresas por sector), lo cual dificulta caeteris paribus encontrar coeficientes estadísticamente significativos.²⁵

Finalmente, la Tabla 10 reporta los resultados de una regresión sólo con firmas chilenas en la cual cada coeficiente de anticipación e impacto pasa a depender del porcentaje de las acciones de la firma anunciante que están en poder de AFPs al momento del anuncio, $AFP(i,t)$ en la notación de aquí abajo.²⁶ A tal fin, se amplió la ecuación (11) para que los coeficientes de anticipación e impacto fuesen una función lineal de $AFP(i,t)$,

$$\begin{aligned}
|u_i(t)| = & \eta_i + \varphi \text{Mediana} \{ |u_i(t-31)|, \dots, |u_i(t-120)| \} + \\
& + \sum_j \left((\gamma_{T-30,T-16}^{j0} + \gamma_{T-30,T-16}^{j1} AFP(i,t)) |D_{T-30,T-16}^j(i,t)| + \right. \\
& + (\gamma_{T-15,T-6}^{j0} + \gamma_{T-15,T-6}^{j1} AFP(i,t)) |D_{T-15,T-6}^j(i,t)| + \quad (12) \\
& + (\gamma_{T-6,T-2}^{j0} + \gamma_{T-6,T-2}^{j1} AFP(i,t)) |D_{T-6,T-2}^j(i,t)| + \\
& \left. + (\gamma_{T-1,T+2}^{j0} + \gamma_{T-1,T+2}^{j1} AFP(i,t)) |D_{T-1,T+2}^j(i,t)| \right) + v_i(t)
\end{aligned}$$

En todos los modelos los anuncios de utilidades y de adquisiciones/desinversiones generan volatilidad anormal (γ^0 positivo y significativo). Lo mismo es cierto en tres de

²⁵ Al igual que en el caso de rendimientos anormales, se hizo un test complementario comparando el patrón de anticipaciones e impactos para un mismo sector industrial a través de los distintos países. Los patrones hallados en Chile no se repitieron en los otros países, de modo que no hay evidencia que sustente la premisa de que la anticipación en ciertos sectores chilenos se deba a una peculiaridad de tales sectores. Tales resultados están disponibles a pedido del lector interesado.

²⁶ Al igual que en el caso de rendimientos anormales, la muestra excluye a los bancos ya que no se dispone de la tenencia de acciones de los mismos por partes de las AFPs.

los cuatro modelos de dividendos. En todos los casos, la tenencia de AFPs atenúa esta volatilidad ya que el estimador puntual de γ^1 es negativo. O sea, cuando las AFPs están presentes entre los inversores en cierta acción, se da que la suba de volatilidad tras el anuncio de una sorpresa de jure es menor que cuando las AFPs están ausentes. Esta reducción es además estadísticamente significativa para los anuncios de dividendos y adquisiciones/desinversiones en gran parte de las especificaciones.

Por ejemplo, en la especificación que sólo controla por el índice mundial, el valor absoluto del residuo sube en 0.71 puntos tras el anuncio de una adquisición/desinversión. Pero si la firma que hace el anuncio tiene 11% de sus acciones en manos de las AFPs, esta suba es solo de 0.42 puntos.²⁷

Un patrón similar ocurre con los coeficientes de anticipación de utilidades y dividendos: aquí γ^0 es negativo, pero γ^1 es positivo, o sea que la presencia de AFPs hace que la volatilidad sea más estable durante el período de anticipación a tales anuncios. Por ejemplo, entre T-15 y T-6, la volatilidad se reduce en 0.25 para una firma sin AFPs entre sus accionistas. Pero si una firma tiene 11% de sus acciones colocadas entre AFPs, esa reducción es de solo 0.14 puntos.

Esta evidencia sugiere que acciones con más clientela de inversores institucionales tienen volatilidades más estables alrededor de sus anuncios. Esta evidencia es concordante con lo reportado en el estudio de rendimientos anormales (Tabla 6) y significa que las AFPs invierten en aquellas acciones que reciben un escrutinio y análisis público permanente de modo que es difícil que un anuncio específico afecte su precio de manera abrupta. Vale enfatizar que aquí solo se documenta correlación entre tenencia de AFPs y anticipación e impacto, pero no se hace ninguna aseveración respecto de la dirección de causalidad.

3.3. Estudio de rendimientos acumulados totales

Para resguardar a este estudio de la potencial crítica que puede hacerse a los modelos de generación de sorpresas de jure, a continuación se realiza un análisis que prescinde completamente de las mismas. Por el contrario, este estudio usa los rendimientos acumulados totales alrededor de cada anuncio para, a partir de tales retornos, inferir cuáles fueron buenas y cuáles malas noticias. El estudio luego indaga qué fracción del rendimiento total acumulado se dio antes y qué fracción se dio luego del anuncio.

En primer lugar se tomaron todos los anuncios de utilidades trimestrales, dividendos, adquisiciones y desinversiones de cada firma que no fueron sucedidos ni precedidos por

²⁷ La fracción de las acciones de la firmas de la muestra en manos del sistema consolidado de AFPs tiene un valor medio de 11%, un mínimo de 0% y un máximo de 26%. Vale notar que el valor medio del módulo del residuo en esta especificación es 1.2, de modo que una suba de 0.71 (o 0.42 puntos) es económicamente relevante.

otros anuncios de la misma firma durante una ventana de 33 días de negociación bursátil (47 días calendario).²⁸ A este subconjunto de anuncios los llamaremos eventos limpios.

Para cada uno de estos eventos, se computó el rendimiento acumulado total desde 30 días bursátiles anteriores al anuncio hasta dos días bursátiles posteriores (ventana del evento). Se descartaron aquellos anuncios cuyo rendimiento acumulado total durante dicho intervalo fue inferior al percentil 1 o superior al percentil 99 de la distribución de rendimientos acumulados totales. Ello dio los límites de 42% como rendimiento total máximo y -42% como rendimiento total mínimo durante los 33 días.²⁹ Sólo se conservaron aquellos eventos en los cuales el impacto durante los últimos cuatro días de la ventana (período de post-anuncio) fue del mismo signo que el rendimiento total acumulado durante toda la ventana del evento. Éstos últimos son aquellos potencialmente plausibles de haber sido anticipados con el uso de información privilegiada. O sea, si hubo overshooting durante el período previo al anuncio, no se considera verosímil que tal sobre-anticipación se haya debido a insider trading.

A raíz de la imposición de estas restricciones, sobrevivieron 100 de las 108 firmas de la muestra descrita en la Tabla 1 y sólo 752 de los 5.382 anuncios descritos en la Tabla 2. La Tabla 11 describe la nueva muestra y la cantidad de firmas y eventos por cada sector y país.³⁰

Luego se categorizan los anuncios en aquellos que resultaron ex post muy buenos (cuyo rendimiento acumulado total estuvo entre 10% y 42%), ex post buenos (cuyo rendimiento total estuvo entre 0% y 10%), y ex post malos (cuyo rendimiento total estuvo entre 0% y -42%). Luego, el rendimiento total es descompuesto en aquel que sucede entre 30 y 16 días antes del anuncio (anticipación lejana), aquel que sucede entre 15 y 2 días antes del anuncio (anticipación cercana) y aquel que sucede entre el día anterior al anuncio y los dos días posteriores (post anuncio). Luego para cada categoría de anuncios (muy buenos, buenos y malos), se toman los promedios de los rendimientos acaecidos durante la anticipación lejana, la anticipación cercana y el post anuncio. Este rendimiento promedio durante cada ventana respecto del evento es la unidad de análisis de este método.

La Tabla 12.A analiza los rendimientos en cada ventana para los anuncios muy buenos, buenos y malos, de cada país. Por ejemplo, hubo en Chile 45 anuncios muy buenos, 63 buenos y 68 malos. El promedio del rendimiento acumulado total para los anuncios chilenos muy buenos fue 16,6%, para los rendimientos buenos fue 4,6% y para los malos fue -7,8%. Es natural preguntarse qué proporción de estos rendimientos sucedió en la anticipación lejana, en la anticipación cercana y en el post anuncio. La tabla revela que

²⁸ Este análisis tiene la desventaja de no permitir controlar por información contemporánea de otro tipo que la firma pudo haber dado a publicidad en el entorno de cada anuncio [dicho control sí es posible en las regresiones múltiples (8) y (11)]. Por ello nos focalizamos en los eventos limpios.

²⁹ La simetría no está impuesta por el ejercicio.

³⁰ Algunas firmas fueron descartadas ya que, por tener una gran cantidad de anuncios durante la muestra hechos a muy pocos días los unos de los otros, no tenían dos anuncios consecutivos que hayan sido hechos a menos de 33 días bursátiles de distancia entre sí. Esto vale especialmente para firmas muy líquidas de Estados Unidos que hacen anuncios con mucha frecuencia (particularmente en los sectores Finanzas y seguros, Energía eléctrica y Telecomunicaciones).

para los anuncios que a la postre resultaron muy buenos 5.5 puntos porcentuales de los 16.6 sucedieron entre $T-30$ y $T-16$, 6.7 puntos porcentuales sucedieron entre $T-15$ y $T-2$, y 4.4 puntos porcentuales sucedieron entre $T-1$ y $T+2$.

Una aproximación al grado de sorpresa que causó en el mercado cierto anuncio es analizar qué fracción del rendimiento acumulado total durante su ventana de evento sucedió luego de que el mismo se hizo público. En este caso, dicho número sería $4.4/16.6=0.27$ para los anuncios muy buenos, $2.8/4.6=0.61$ para los anuncios buenos y $-2.7/-7.8=0.35$ para los anuncios que a la postre fueron malos. Definimos el factor de impacto de un país como el promedio de estos cocientes ponderado por la cantidad de anuncios de su tipo sobre el total de anuncios. En este caso, tenemos que para el anuncio chileno promedio, un 42% del rendimiento acumulado total durante la ventana del evento se dio durante el post anuncio. Ello quiere decir que, en promedio para los distintos anuncios, un 58% del rendimiento acumulado total se dio en el período de pre anuncio, o sea que hubo un importante nivel de anticipación a los anuncios por parte del mercado.

La Tabla 12.A muestra que en Chile hay un poco más de anticipación que en el resto de los países. El resto de los países de la región tienen un factor de impacto promedio de 46% casi idéntico al de los Estados Unidos. La Figura 7 ilustra los factores de impacto, junto con la proporción del rendimiento total de la ventana sucedida durante la anticipación lejana y la anticipación cercana. Si bien el factor de impacto es un poco más pequeño en Chile que en el resto de los países, la diferencia no es cuantitativamente muy importante. Asimismo, es notable que los factores de impacto en América Latina no son muy distintos del de Estados Unidos, una pieza de información que es concordante con lo hallado en las tablas 3.A-3.D y 7.A-7.D.

La Figura 8 presenta las fracciones de anticipación y factores de impacto según la bondad del anuncio de que se trate. Uno pensaría que alguien con acceso a información privilegiada tiene más retorno y menor riesgo negociando anticipadamente con información que indubitablemente tendrá un impacto muy bueno (entre 10 y 42%) o malo (entre 0 y -42%) cuando se haga pública, que con información de efecto bueno (entre 0 y 10%). En concordancia con esta intuición, los paneles superior e inferior de la Figura 8 muestran que el grado de anticipación es mayor (y el factor de impacto consecuentemente menor) para los anuncios muy buenos y malos que para los anuncios buenos.

Análogamente a lo realizado con los otros métodos, la Tabla 12.B analiza si los factores de impacto han variado a lo largo de la muestra. Para Chile, hubo una muy pequeña reducción en los factores de impacto de 43% en 2000-2003 a 41% en 2004-2007. Esta reducción es parcialmente contradictoria con las Tablas 4 y 8 que mostraban que en Chile había bajado el grado de anticipación a los anuncios corporativos y subido su impacto.³¹ Si bien no hemos diseñado una forma de medir la significatividad estadística de los factores de impacto, es posible que la reducción del 43 al 41% no sea relevante desde el

³¹ Evidentemente, estamos estudiando un fenómeno complejo y ningún método garantiza resultados siempre ciertos sino que son todas aproximaciones imperfectas al mismo. En todo caso, el contraste de los distintos enfoques permite enriquecer la perspectiva del decisor de la política hacia el mercado de capitales.

punto de vista estadístico. Entre los otros países ha habido mejoras importantes en Argentina y empeoramientos también importantes en Brasil y Estados Unidos.

La Tabla 13.A hace un análisis sectorial al interior de Chile, con la salvedad de que el número de anuncios por sector es bajo de modo que los resultados pueden no ser robustos. Es destacable el muy alto factor de impacto del sector Telecomunicaciones. Alimentos y bebidas, Siderurgia y metalurgia, Minería y Transporte son los sectores con factores de impacto más bajos. Si nos focalizamos sólo en los factores de impacto de los anuncios muy buenos, tres de estos sectores tienen factores de impacto inferiores al 20%.

La Tabla 13.B replica el análisis sectorial a través de los distintos países de la muestra y revela que los sectores chilenos en los cuáles los anuncios causan menos impacto son sectores que en el resto de los países tienen un factor de impacto promedio. Esto quiere decir que los bajos factores de impacto que tuvieron esos sectores chilenos durante esta muestra difícilmente se deban a características intrínsecas a los sectores industriales en que operan. La única excepción a esta observación es el sector Minería de Estados Unidos que tiene un factor de impacto comparable al de Chile –pero menor al del mismo sector en México, Brasil y Argentina.

Finalmente, uno podría conjeturar que el grado de impacto es inferior en aquellas firmas de mucha visibilidad que reciben continuamente un gran escrutinio por parte de analistas, de operadores de mercado y de la prensa. En dicha línea, la Tabla 14 indaga si, al interior de Chile, los factores de impacto son distintos según el volumen de negociación promedio que ha tenido cada acción. La tabla divide a la muestra de firmas chilenas en tercios (o tritiles), según su volumen de negociación bursátil mensual promedio durante la muestra: firmas que negociaron menos de 10 millones de dólares por mes, firmas que negociaron entre 10 y 30 millones por mes, y firmas que negociaron entre 30 y 95 millones por mes. La tabla muestra que si bien el factor de impacto es sutilmente superior en las firmas de baja negociación (44%), la diferencia no es económicamente relevante cuando se las compara con firmas de más alto nivel de negociación (42%). O sea que, lamentablemente, el volumen de negociación no ayuda a explicar el bajo factor de impacto de ciertos anuncios que hacen las firmas.

4. Conclusiones

El propósito de este estudio es indagar en qué medida los anuncios corporativos que hacen las firmas en América Latina contienen información que no haya sido ya descontada por el mercado. Si la información ya fue descontada por el mercado, ello puede deberse a la presencia de analistas que han logrado anticiparse a los anuncios o a insiders que han usufructuado información privilegiada en provecho propio. Ninguna técnica econométrica descubierta en la literatura hasta la fecha permite discriminar entre la fuente legal y la fuente ilegal de incorporación de información privada en los precios.

Este trabajo utiliza tres técnicas para estimar el grado de anticipación e impacto de los anuncios corporativos: un estudio de rendimientos anormales, un estudio de volatilidad anormal y un estudio de rendimientos acumulados totales alrededor de los anuncios de las firmas. La muestra consta de 25 firmas chilenas de ocho sectores industriales y 83 firmas de esos mismos sectores que operan en Argentina, Brasil, México y los Estados Unidos. Se toman los rendimientos diarios de cada acción y todos los anuncios de utilidades, dividendos, adquisiciones y desinversiones que hicieron las firmas entre enero de 2000 y agosto de 2007. Hasta donde llega nuestro conocimiento, este es el primer estudio en su tipo, especialmente dada la variedad de anuncios considerados y su amplitud de cobertura internacional.

Los distintos ejercicios muestran que en Chile hay importantes niveles de anticipación a determinados anuncios, sobre todo a los de utilidades trimestrales que regularmente hacen las firmas. El tratamiento de la información confidencial de las firmas chilenas parece haber sido menos prolijo entre 2000 y 2003, en tanto se observa más anticipación a los anuncios y menos impacto durante dicho período. Sin embargo, entre 2004 y 2007 las firmas chilenas muestran un menor grado de anticipación y un mayor impacto de sus anuncios corporativos, lo cual es consistente con un manejo más correcto de la información confidencial que las mismas eventualmente anuncian públicamente al mercado. La presencia de Administradoras de Fondos de Pensión entre los inversores de las firmas es mayor en aquellas acciones cuyos precios son menos sensibles a los anuncios sorpresivos de las firmas, un hallazgo que es consistente con la anticipación legítima del mercado a los anuncios corporativos mencionada al inicio de esta conclusión.

Referencias bibliográficas

- Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey, 1995, Time-varying world market integration, *Journal of Finance* 40, pp. 403-444.
- Best, Ronald W., 1994, Relative Information Asymmetry as a Determinant of the Market Reaction to Corporate Financing Announcements, *Journal of Economics and Finance* 18, pp. 231-40.
- Bhattacharya, Utpal, Hazem Daouk, Brian Jorgenson and Carl-Heinrich Kehr, 2000, When an Event Is Not an Event: The Curious Case of an Emerging Market, *Journal of Financial Economics* 55, 69-101.
- Bhattacharya, Utpal, and Hazem Daouk, 2002, The World Price of Insider Trading, *Journal of Finance* 57, 75-108.
- Campbell, John, Andrew Lo, and Craig MacKinlay, 1996, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Cruces, Juan José, and Enrique Kawamura, 2006, Is lunch free for Gordon Gekko? Analyzing insider trading and corporate governance in Latin America, documento de trabajo, Univ. de San Andrés, Buenos Aires, Argentina.
- Cruces, Juan José, and Enrique Kawamura, 2007, Insider Trading and Corporate Governance in Latin America”, en *Investor Protection and Corporate Governance: Firm-level Evidence across Latin America*, Florencio López de Silanes y Alberto Chong, eds., Stanford University Press.
- Easley, David, and Maureen O'Hara, 2004, Information and the Cost of Capital, *Journal of Finance* 59, 1553-83.
- Fama, Eugene F., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25, pp. 383-417.
- Foster, George, Chris Olsen, and Terry Shevlin, 1984, Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns, *Accounting Review* 59, 574-603.
- Jarrell, Gregg A., and Annette B. Poulsen, 1989, Stock Trading before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation, *Journal of Law, Economics, and Organization* 5, pp. 225-48
- John, K., and L. Lang. 1991. “Insider Trading Around Dividend Announcements: Theory and Evidence.” *Journal of Finance* 46: 1361-1390.

- Keown, A. and Pinkerton, J. 1981. "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation." *Journal of Finance* 36: 855-869.
- Malatesta, Paul, and Rex Thompson, 1985, "Partially Anticipated Events: A Model of Stock Price Reactions with Applications to Corporate Acquisitions," *Journal of Financial Economics* 14, pp. 237-250.
- Meulbroeck, L. 1992. "An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading." *Journal of Finance* 47: 1661-1699.
- Pound, John, and Richard J. Zeckhauser, 1990, Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices; *Journal of Business* 63, pp. 291-308.
- Roberts, Harry V., 1959, Stock Market 'Patterns' and Financial Analysis: Methodological Suggestions, *Journal of Finance* 14, pp. 1-10.
- White, Halbert, 1980, A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica* 48, 817-38.

Tabla 1: Descripción de la muestra

Presencia es la fracción de días hábiles durante los cuales cada acción se negoció promediada entre las acciones del sector. Volumen es el promedio de negociación mensual (en millones de dólares de cada acción durante la muestra, promediado luego entre las acciones de cada sector. El período muestral para el cómputo de presencia y volumen comienza el 1-Ene-2000 (o cuando la acción comenzó a cotizar si lo hizo luego de esa fecha) y concluye el 31-Ago-2007. * En la última línea se reporta el promedio de los valores de cada columna ponderados por la cantidad de firmas, excepto en la columna de Firmas en donde se reporta la suma. Fuente: Economática.

Sector	País															Total de Firmas
	Chile			Argentina			Brasil			México			USA			
	Firmas	Pre-sencia	Volumen mensual promedio	Firmas	Pre-sencia	Volumen mensual promedio	Firmas	Pre-sencia	Volumen mensual promedio	Firmas	Pre-sencia	Volumen mensual promedio	Firmas	Pre-sencia	Volumen mensual promedio	
Alimentos y bebidas	3	93	\$18	2	99	\$11	3	88	\$76	2	60	\$48	3	100	\$2,557	13
Comercio	4	74	\$63	--	--	--	4	84	\$25	3	100	\$147	4	89	\$3,800	15
Energía eléctrica	4	98	\$49	3	89	\$2	3	100	\$141	--	--	--	3	100	\$2,277	13
Finanzas y seguros	4	88	\$22	4	90	\$21	3	100	\$285	2	100	\$79	3	100	\$9,731	16
Minería	2	79	\$23	--	--	--	2	100	\$414	3	80	\$69	4	100	\$2,045	11
Siderúrgica y metalúrgica	3	83	\$15	2	75	\$445	4	98	\$193	3	85	\$45	3	100	\$1,606	15
Telecomunicaciones	2	100	\$48	2	99	\$39	3	100	\$296	3	95	\$440	3	100	\$5,640	13
Transporte	3	78	\$24	--	--	--	3	66	\$55	2	74	\$34	4	100	\$1,180	12
Promedio ponderado*	25	86	\$34	13	90	\$83	25	92	\$170	18	86	\$135	27	98	\$3,464	108

Tabla 2.A: UTILIDADES TRIMESTRALES - Cantidad de anuncios y signo de aquellos que fueron sorprendidos de jure

Esta tabla muestra la cantidad total de anuncios de utilidades trimestrales que han hecho las firmas de cada país y sector incluidas en la muestra. A su vez, a los fines de su utilización en el estudio de rendimientos anormales, también se muestran la cantidad de anuncios que fueron de jure sorprendidos, tanto buenos como malos. Ello requiere especificar previamente cuál era el anuncio esperado por el mercado. Para cuantificar esta expectativa se usa un modelo autoregresivo en el cual las utilidades esperadas dependen de un factor de estacionalidad y de utilidades anunciadas en trimestres anteriores (ver texto para más detalles). Se ve que aproximadamente el 30% de los anuncios fueron de una magnitud que de jure fue inesperada según el algoritmo utilizado. La carencia de datos para el sector Comercio en Estados Unidos se debe a que si bien Macy's y Sears hicieron anuncios que nuestro algoritmo codificó como sorprendidos, Bloomberg carece de información acerca de su fecha de anuncio (aunque sí contiene información acerca del contenido anunciado). Para la tercer firma de ese sector-país, Costco, Bloomberg carece de información tanto acerca de la fecha de anuncios como acerca de su contenido. Hubo 22 casos de anuncios para los cuales Bloomberg poseía información acerca del contenido del anuncio pero no de su fecha de realización que fueron completados con fechas de anuncio p

Sector	País															Total		
	Chile			Argentina			Brasil			México			USA					
	Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa	
		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala
Alimentos y bebidas	65	19	10	36	4	1	34	7	6	50	8	6	85	10	10	270	48	33
Comercio	58	9	9	--	--	--	99	13	11	83	12	10	--	--	--	240	34	30
Energía eléctrica	86	17	8	69	7	9	74	14	11	--	--	--	87	13	11	316	51	39
Finanzas y seguros	33	7	5	104	9	14	81	14	9	29	5	4	58	10	6	305	45	38
Minería	28	7	5	--	--	--	24	3	3	58	7	7	115	18	12	225	35	27
Siderúrgica y metalúrgica	48	14	4	19	4	3	68	11	13	74	12	11	58	16	12	267	57	43
Telecomunicaciones	45	6	5	23	4	5	57	9	7	80	15	17	81	12	14	286	46	48
Transporte	46	11	6	--	--	--	21	6	3	48	4	3	86	16	19	201	37	31
Total	409	90	52	251	28	32	458	77	63	422	63	58	570	95	84	2110	353	289

Tabla 2.B: DIVIDENDOS EN EFECTIVO - Cantidad de anuncios y signo de aquellos que fueron sorprendivos de jure

Esta tabla muestra la cantidad total de anuncios de dividendos en efectivo que han hecho las firmas de cada país y sector incluidas en la muestra. A su vez, a los fines de su utilización en el estudio de rendimientos anormales, también se muestran la cantidad de anuncios que fueron de jure sorprendivos, tanto buenos como malos. Ello requiere especificar previamente cuál era el anuncio esperado por el mercado. Para cuantificar esta expectativa se usa o bien un modelo autoregresivo en el cual los dividendos esperados dependen de los dividendos pasados; o bien una codificación discrecional para cuando una firma tiene un patrón irregular de dividendos y/o insuficiente cantidad de anuncios como para computar un modelo autoregresivo (ver texto para más detalles). Se ve que aproximadamente el 23% de los anuncios fueron de una magnitud que de jure fue inesperada dado el registro de anuncios previos de dividendos de la firma. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

Sector	País															Total		
	Chile			Argentina			Brasil			México			USA					
	Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa		Total	Signo de sorpresa	
		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala		Buena	Mala
Alimentos y bebidas	85	5	1	9	3	3	51	9	3	19	5	1	93	13	1	257	35	9
Comercio	43	12	3	--	--	--	111	17	0	22	9	6	63	11	2	239	49	11
Energía eléctrica	36	12	5	13	0	8	50	8	4	--	--	--	93	6	4	192	26	21
Finanzas y seguros	30	4	5	12	7	4	255	15	2	12	6	4	93	18	3	402	50	18
Minería	19	5	3	--	--	--	27	16	0	31	6	5	118	17	2	195	44	10
Siderúrgica y metalúrgica	50	5	5	20	7	0	76	38	4	18	6	3	102	8	4	266	64	16
Telecomunicaciones	30	6	2	10	2	4	49	39	0	57	10	3	95	2	2	241	59	11
Transporte	75	11	9	--	--	--	14	5	2	10	4	2	92	0	1	191	20	14
Total	368	60	33	64	19	19	633	147	15	169	46	24	749	75	19	1983	347	110

Tabla 2.C: ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES - Cantidad de anuncios

Esta tabla muestra la cantidad total de anuncios de adquisiciones de otras firmas y de desinversiones o desprendimientos de unidades propias que han hecho las firmas de cada país y sector incluidas en la muestra. En el estudio de rendimientos anormales se consideró que todos estos anuncios fueron buenas sorpresas para las firmas que los hicieron. Para ello se supuso que las firmas sólo emprenden proyectos de inversión o desinversión cuando los mismos tienen valor actual neto positivo. Este implica suponer que los intereses de los grupos controlantes están alineados con los intereses de los tenedores de las acciones de dichas firmas que cotizan en los respectivos mercados de valores. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

Sector	País															Total		
	Chile			Argentina			Brasil			México			USA					
	Total	Adquisiciones	Desinvers.	Total	Adquisiciones	Desinvers.	Total	Adquisiciones	Desinvers.	Total	Adquisiciones	Desinvers.	Total	Adquisiciones	Desinvers.	Total	Adquisiciones	Desinvers.
Alimentos y bebidas	3	2	1	13	11	2	18	15	3	3	3	0	34	27	7	71	58	13
Comercio	19	15	4	0	0	0	19	14	5	3	3	0	39	11	28	80	43	37
Energía eléctrica	19	12	7	2	2	0	9	5	4	0	0	0	151	55	96	181	74	107
Finanzas y seguros	7	5	2	12	11	1	62	47	15	5	5	0	372	252	120	458	320	138
Minería	7	6	1	0	0	0	41	22	19	15	6	9	62	28	34	125	62	63
Siderúrgica y metalúrgica	2	1	1	15	13	2	30	25	5	32	25	7	43	34	9	122	98	24
Telecomunicaciones	8	3	5	3	1	2	22	20	2	45	41	4	148	86	62	226	151	75
Transporte	5	3	2	0	0	0	9	7	2	3	1	2	9	4	5	26	15	11
Total	70	47	23	45	38	7	210	155	55	106	84	22	858	497	361	1289	821	468

**Tabla 3.A: Estudio de rendimientos anormales
SIN CONTROLES (sólo efectos fijos por firma)**

Especificación

Variable dependiente:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
Controles:	Sólo efectos fijos por firma
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países
Fuente de datos de rendimientos de firmas:	Económica

Este modelo mide si las sorpresas de jure fueron sorpresas de facto para el mercado. Todas las variables de anticipación e impacto de los anuncios corporativos son binarias y valen 1 durante el intervalo de tiempo indicado en cada fila. Dichos intervalos expresan días respecto de la fecha del anuncio corporativo de que se trate, donde este último está indicado con una T. Estas variables están multiplicadas por un 1 cuando el anuncio es una sorpresa buena de jure, por un 0 cuando no hay sorpresa de jure y por un -1 cuando la sorpresa de jure es mala. Los distintos bloques de la tabla corresponden a variables binarias para los anuncios de utilidades trimestrales, dividendos y adquisiciones y desinversiones. Las distintas columnas indican los valores de los coeficientes estimados para firmas de cada país: por ejemplo, según esta especificación, las firmas chilenas tienen un rendimiento de 0.11 puntos porcentuales diarios mayor (menor) que el habitual entre los 30 y los 6 días anteriores a los anuncios de utilidades que son de jure sorpresivamente buenos (malos). Entre los 5 y los 2 días anteriores a los anuncios, el rendimiento anormal es 0.21 diario para los buenos anuncios (y -0.21 para los malos). El impacto tras el anuncio es de 0.18 puntos porcentuales diarios. Los estadísticos t [provenientes de desvíos standard que son consistentes frente a la presencia de heterocedasticidad en el sentido de White (1980)] se reportan entre paréntesis debajo de cada coeficiente. * indica significatividad estadística al 10%, ** al 5% y *** al 2%.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	0.11 *** (3.08)	0.29 *** (2.75)	0.05 (0.78)	0.11 ** (2.09)	0.08 ** (1.96)
[T-15, T-6]	0.11 ** (2.31)	-0.01 (-0.1)	0.07 (0.88)	0.00 (0.01)	0.01 (0.25)
[T-5, T-2]	0.21 *** (2.78)	0.38 * (1.76)	0.06 (0.49)	0.13 (1.23)	-0.12 (-1.37)
[T-1, T+2]	0.18 ** (1.99)	0.40 * (1.65)	0.20 (1.51)	0.34 *** (2.96)	0.08 (0.74)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	0.08 * (1.7)	0.23 * (1.85)	0.17 *** (2.8)	0.01 (0.12)	0.05 (0.95)
[T-15, T-6]	0.06 (0.9)	0.049 (0.31)	0.01 (0.12)	0.12 (1.4)	0.05 (0.81)
[T-5, T-2]	0.13 (1.45)	-0.29 (-1.14)	0.12 (1.1)	-0.12 (-0.91)	0.19 * (1.81)
[T-1, T+2]	0.03 (0.33)	0.26 (0.97)	0.47 *** (4.26)	0.24 * (1.68)	0.16 (1.4)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.06 (-1.04)	-0.16 (-1.57)	0.06 (1.12)	0.17 *** (2.9)	0.02 (0.88)
[T-15, T-6]	0.02 (0.26)	0.21 * (1.74)	0.06 (0.94)	0.02 (0.21)	-0.02 (-0.61)
[T-5, T-2]	0.11 (1.02)	-0.25 (-1.3)	0.22 ** (2.31)	-0.10 (-0.91)	0.04 (1.07)
[T-1, T+2]	0.20 (1.5)	0.39 * (1.84)	-0.01 (-0.09)	0.17 (1.45)	0.04 (1.06)
Estadístico R2	0.002				

**Tabla 3.B: Estudio de rendimientos anormales
CONTROLANDO POR ÍNDICE NACIONAL**

Especificación

Variable dependiente:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
Controles:	Efectos fijos por firma e índice nacional
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Este modelo difiere del de la Tabla 3.A en que se controla por el rendimiento diario del índice nacional y es apropiado para una economía financieramente segmentada del mundo. Según esta especificación, las firmas chilenas tienen un rendimiento 0.12 puntos porcentuales diarios mayor (menor) que el habitual entre los 5 y los 2 días anteriores a los anuncios de utilidades que son de jure positivos (negativos), mientras que el impacto del anuncio es 0.26 diario para los buenos (y -0.26 para los malos). También se ven filtraciones informativas en la semana anterior a los anuncios de dividendos y de adquisiciones y desinversiones en Chile. Si bien hay también anticipaciones en los otros países, las mismas son menos regulares que en Chile. Para más detalles ver epígrafe de la Tabla 3.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	0.05 *	0.20 **	-0.02	0.06	0.07 *
	(1.66)	(2.11)	(-0.45)	(1.37)	(1.89)
[T-15, T-6]	0.05	-0.07	0.05	-0.02	0.00
	(1.42)	(-0.57)	(0.83)	(-0.38)	(0.03)
[T-5, T-2]	0.12 *	0.27	0.09	0.03	-0.07
	(1.94)	(1.44)	(1.02)	(0.28)	(-0.92)
[T-1, T+2]	0.26 ***	0.43 **	0.24 ***	0.24 ***	0.03
	(3.41)	(2.14)	(2.39)	(2.34)	(0.31)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	0.01	0.11	0.08 *	-0.02	0.03
	(0.13)	(1.08)	(1.81)	(-0.36)	(0.69)
[T-15, T-6]	0.01	-0.057	0.02	0.12 *	0.01
	(0.24)	(-0.49)	(0.33)	(1.64)	(0.21)
[T-5, T-2]	0.14 *	0.00	0.08	-0.04	0.20 **
	(1.77)	(-0.01)	(1)	(-0.38)	(2.16)
[T-1, T+2]	-0.08	0.33 *	0.27 ***	0.10	0.18 *
	(-0.91)	(1.64)	(3.31)	(0.88)	(1.65)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.03	-0.08	0.04	0.15 ***	0.01
	(-0.62)	(-1.01)	(1.02)	(3.07)	(0.55)
[T-15, T-6]	0.00	0.14	0.05	0.00	-0.02
	(0.05)	(1.58)	(0.97)	(-0.06)	(-0.84)
[T-5, T-2]	0.25 ***	-0.03	0.09	-0.01	0.03
	(2.93)	(-0.17)	(1.25)	(-0.13)	(0.78)
[T-1, T+2]	0.26 **	0.33 **	0.03	0.10	0.02
	(2.26)	(1.99)	(0.31)	(1.07)	(0.58)
Estadístico R2	0.287				

**Tabla 3.C: Estudio de rendimientos anormales
CONTROLANDO POR ÍNDICE NACIONAL E ÍNDICE MUNDIAL**

Especificación

Variable dependiente:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
Controles:	Efectos fijos por firma, índice nacional e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Este modelo controla por el rendimiento diario del índice nacional y del índice mundial, y es apropiado para una economía parcialmente integrada al mundo. Los anuncios de utilidades que son sorpresivos de jure también lo son de facto en todos los países de América Latina, pero no en USA. Hay filtraciones informativas en la semana anterior a todos los anuncios en Chile. En algunos casos, también hay filtraciones en los otros países, aunque en general las mismas suceden en períodos más distantes del propio anuncio. Para más detalles sobre esta tabla ver epígrafe de la Tabla 3.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	0.05 (1.63)	0.19 ** (2.09)	-0.02 (-0.46)	0.06 (1.26)	0.07 * (1.82)
[T-15, T-6]	0.05 (1.4)	-0.06 (-0.53)	0.05 (0.78)	-0.02 (-0.42)	0.00 (0.04)
[T-5, T-2]	0.12 * (1.95)	0.27 (1.46)	0.09 (0.98)	0.01 (0.16)	-0.07 (-0.93)
[T-1, T+2]	0.26 *** (3.47)	0.43 ** (2.17)	0.23 *** (2.34)	0.24 ** (2.32)	0.03 (0.25)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	0.00 (0.08)	0.11 (1.1)	0.08 * (1.77)	-0.02 (-0.38)	0.02 (0.48)
[T-15, T-6]	0.01 (0.26)	-0.061 (-0.53)	0.02 (0.32)	0.12 (1.61)	0.01 (0.12)
[T-5, T-2]	0.14 * (1.84)	0.03 (0.18)	0.08 (0.94)	-0.04 (-0.34)	0.19 ** (2.02)
[T-1, T+2]	-0.09 (-0.94)	0.29 (1.47)	0.27 *** (3.29)	0.10 (0.87)	0.16 (1.47)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.02 (-0.52)	-0.06 (-0.8)	0.04 (1.06)	0.16 *** (3.17)	0.01 (0.5)
[T-15, T-6]	0.00 (0.04)	0.16 * (1.8)	0.05 (0.97)	-0.01 (-0.13)	-0.02 (-0.98)
[T-5, T-2]	0.24 *** (2.86)	-0.02 (-0.12)	0.09 (1.27)	-0.02 (-0.17)	0.02 (0.73)
[T-1, T+2]	0.26 ** (2.27)	0.33 ** (2.01)	0.03 (0.33)	0.10 (1.02)	0.02 (0.62)
Estadístico R2	0.291				

**Tabla 3.D: Estudio de rendimientos anormales
CONTROLANDO POR ÍNDICE MUNDIAL**

Especificación

Variable dependiente:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
Controles:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Este modelo controla sólo por el rendimiento diario del índice mundial y es apropiado para una economía financieramente integrada al mundo. Los anuncios de utilidades que son sorpresivos de jure también lo son de facto en todos los países de América Latina, pero no en USA. Hay filtraciones generalizadas para anuncios de utilidades en Chile (como en 3.A), y sólo hay filtraciones de último momento ante anuncios de dividendos, pero no para adquisiciones y desinversiones. También aparecen importantes filtraciones en Argentina, en Brasil y México, y en menor medida en USA. Para más detalles sobre esta tabla ver epígrafe de la Tabla 3.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	0.08 ** (2.26)	0.24 *** (2.35)	0.03 (0.56)	0.07 (1.39)	0.06 * (1.69)
[T-15, T-6]	0.08 ** (1.99)	0.01 (0.09)	0.07 (0.93)	-0.04 (-0.6)	0.00 (-0.05)
[T-5, T-2]	0.19 *** (2.73)	0.36 (1.61)	0.05 (0.4)	0.03 (0.35)	-0.06 (-0.79)
[T-1, T+2]	0.22 *** (2.61)	0.40 * (1.72)	0.22 * (1.85)	0.28 *** (2.49)	0.03 (0.27)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	0.03 (0.69)	0.23 * (1.92)	0.12 ** (2.22)	0.00 (-0.05)	0.02 (0.41)
[T-15, T-6]	0.05 (0.89)	0.031 (0.2)	0.03 (0.43)	0.10 (1.27)	0.01 (0.13)
[T-5, T-2]	0.15 * (1.8)	-0.14 (-0.59)	0.05 (0.5)	-0.06 (-0.51)	0.18 * (1.84)
[T-1, T+2]	-0.01 (-0.12)	0.18 (0.7)	0.42 *** (4.11)	0.16 (1.24)	0.12 (1.13)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.02 (-0.39)	-0.10 (-1.08)	0.09 * (1.66)	0.17 *** (3.04)	0.01 (0.25)
[T-15, T-6]	0.00 (0.05)	0.27 ** (2.3)	0.04 (0.72)	-0.01 (-0.19)	-0.02 (-0.98)
[T-5, T-2]	0.12 (1.29)	-0.14 (-0.79)	0.19 ** (2.19)	-0.08 (-0.82)	0.03 (0.79)
[T-1, T+2]	0.23 * (1.78)	0.36 * (1.78)	-0.04 (-0.39)	0.13 (1.18)	0.02 (0.61)
Estadístico R2	0.123				

Tabla 4.A: Estudio de rendimientos anormales - Años 2000 a 2003
CONTROLANDO POR ÍNDICE MUNDIAL

Especificación

Variable dependiente:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
Controles:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Dic-2003
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Entre 2000 y 2003 las firmas chilenas muestran anticipación distante de entre 0.17 y 0.22 puntos porcentuales diarios entre T-15 y T-6 a los anuncios de utilidades y dividendos que fueron sorpresas de jure. También hubo anticipación a adquisiciones y desinversiones. También hay anticipación en Argentina y, en menor medida, en Brasil y México. En Chile, no se observa impacto de los anuncios durante este período, un fenómeno que también se da en los otros países. Para más detalles, ver el epígrafe de la Tabla 3.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	0.11 (1.24)	0.41 *** (2.61)	-0.01 (-0.09)	0.01 (0.07)	0.05 (0.83)
[T-15, T-6]	0.21 ** (2.26)	0.04 (0.17)	0.06 (0.43)	-0.10 (-0.84)	-0.04 (-0.45)
[T-5, T-2]	0.25 (1.38)	0.37 (1.12)	0.17 (0.78)	0.21 (1.27)	-0.07 (-0.57)
[T-1, T+2]	0.17 (0.93)	0.81 *** (2.38)	0.16 (0.75)	0.22 (1.1)	-0.04 (-0.22)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	0.09 (1.13)	0.44 *** (2.55)	0.11 (1.34)	-0.05 (-0.41)	0.04 (0.51)
[T-15, T-6]	0.17 * (1.84)	-0.125 (-0.57)	0.03 (0.26)	-0.02 (-0.17)	-0.03 (-0.22)
[T-5, T-2]	0.21 (1.44)	-0.40 (-1.05)	-0.04 (-0.26)	-0.18 (-0.91)	0.29 (1.51)
[T-1, T+2]	-0.29 (-1.51)	0.39 (0.93)	0.80 *** (4.73)	0.02 (0.07)	0.33 (1.54)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.07 (-0.88)	-0.09 (-0.64)	0.13 * (1.7)	0.30 *** (2.97)	0.02 (0.61)
[T-15, T-6]	-0.04 (-0.42)	0.38 ** (2.24)	0.06 (0.66)	-0.15 (-1.12)	0.00 (-0.04)
[T-5, T-2]	0.31 ** (2.07)	-0.40 (-1.56)	0.24 * (1.93)	-0.09 (-0.47)	0.06 (0.93)
[T-1, T+2]	0.15 (0.94)	0.13 (0.52)	-0.04 (-0.31)	0.09 (0.43)	0.01 (0.14)
Estadístico R2	0.109				

Tabla 4.B: Estudio de rendimientos anormales - Años 2004 a 2007
CONTROLANDO POR ÍNDICE MUDIAL

Especificación

Variable dependiente:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
Controles:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2004 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

En la última parte de la muestra, desaparece la anticipación de dividendos en Chile y tanto las sorpresas de jure de utilidades como los anuncios de adquisiciones y desinversiones impactan al mercado tras su anuncio público. Para más detalles, ver el epígrafe de la Tabla 3.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	0.06 * (1.65)	0.00 (0.03)	0.08 (1.08)	0.12 ** (2.26)	0.07 (1.62)
[T-15, T-6]	0.04 (0.86)	-0.06 (-0.37)	0.07 (0.84)	-0.01 (-0.22)	0.04 (0.79)
[T-5, T-2]	0.16 ** (2.32)	0.23 (0.88)	-0.06 (-0.47)	-0.06 (-0.57)	-0.05 (-0.48)
[T-1, T+2]	0.25 *** (2.65)	-0.07 (-0.25)	0.28 ** (2.06)	0.30 *** (2.39)	0.10 (0.88)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	0.00 (-0.04)	-0.09 (-0.62)	0.13 * (1.9)	0.02 (0.24)	0.01 (0.23)
[T-15, T-6]	-0.01 (-0.16)	0.166 (0.95)	0.05 (0.65)	0.17 * (1.75)	0.04 (0.69)
[T-5, T-2]	0.12 (1.14)	0.19 (0.82)	0.12 (0.97)	0.04 (0.26)	0.08 (0.76)
[T-1, T+2]	0.12 (1.17)	-0.01 (-0.03)	0.06 (0.5)	0.23 (1.5)	-0.02 (-0.2)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	0.03 (0.41)	-0.11 (-0.9)	0.00 (0.04)	0.04 (0.7)	0.01 (0.26)
[T-15, T-6]	0.06 (0.78)	0.13 (0.97)	-0.03 (-0.39)	0.07 (0.89)	-0.03 (-1.29)
[T-5, T-2]	0.00 (0)	0.21 (0.86)	0.12 (1.02)	-0.05 (-0.42)	0.01 (0.31)
[T-1, T+2]	0.34 * (1.68)	0.64 * (1.88)	-0.05 (-0.36)	0.13 (1.16)	0.05 (1.54)
Estadístico R2	0.181				

Tabla 5: Estudio de rendimientos anormales. ANÁLISIS SECTORIAL AL INTERIOR DE CHILE

Especificación

Variable dependiente:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
Controles:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	25 firmas chilenas de ocho sectores industriales

Al abrir la muestra por sectores industriales al interior de Chile, se reduce de modo importante la cantidad de observaciones, lo cual dificulta encontrar coeficientes estadísticamente significativos. A pesar de esto, se encuentra anticipación distante de anuncios de utilidades en Alimentos y bebidas (en donde hay 29 anuncios sorpresivos de jure) y en Energía eléctrica (25 anuncios). Para dividendos se observan distintos grados de anticipación en Finanzas y seguros (9 anuncios sorpresivos de jure), Siderurgia (10 anuncios) y Transporte (20 anuncios). La anticipación a adquisiciones y desinversiones no es relevante para Alimentos y bebidas ya que hay solo tres anuncios ni en Transporte que tiene cinco anuncios en la muestra. En Minería la anticipación distante tiene el signo inverso al que surge de la hipótesis de que las decisiones de adquisiciones y desinversiones agregan valor a las firmas.

Días respecto de anuncio	Alim. y beb.	Comercio	Energ. eléct.	Finzas y seg.	Minería	Siderurgia	Telecom.	Transporte
UTILIDADES TRIMESTRALES								
[T-30, T-16]	0.12 *	0.10	0.21 **	-0.10	-0.07	-0.03	-0.05	0.15
	(1.7)	(1.13)	(2.14)	(-1.35)	(-0.57)	(-0.21)	(-0.43)	(1.63)
[T-15, T-6]	0.10	0.06	0.07	0.05	0.09	0.11	0.07	0.06
	(1.17)	(0.44)	(0.62)	(0.39)	(0.47)	(0.78)	(0.44)	(0.54)
[T-5, T-2]	0.09	0.10	0.67 ***	0.13	-0.06	0.09	-0.01	0.15
	(0.69)	(0.39)	(3.85)	(0.75)	(-0.29)	(0.39)	(-0.03)	(1.02)
[T-1, T+2]	0.33 ***	0.12	0.05	0.06	0.11	0.65 **	-0.03	0.32
	(2.53)	(0.48)	(0.19)	(0.41)	(0.39)	(2.01)	(-0.12)	(1.24)
DIVIDENDOS								
[T-30, T-16]	-0.03	-0.03	0.09	-0.12	-0.02	0.06	-0.07	0.23
	(-0.19)	(-0.36)	(0.67)	(-0.88)	(-0.1)	(0.28)	(-0.5)	(2.08)
[T-15, T-6]	-0.19	-0.03	0.14	0.02	0.04	0.50 **	0.21	-0.15
	(-1.14)	(-0.25)	(0.82)	(0.13)	(0.17)	(2.05)	(1.32)	(-1.06)
[T-5, T-2]	0.38	-0.03	0.17	0.38 **	0.20	0.44	0.01	0.07 **
	(1.58)	(-0.19)	(0.75)	(2.1)	(0.78)	(1.34)	(0.03)	(0.35)
[T-1, T+2]	-0.30	-0.22	-0.38	-0.02	0.59 *	0.24	0.06	0.35
	(-1.11)	(-1.13)	(-1.47)	(-0.08)	(1.95)	(0.6)	(0.2)	(1.67)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES								
[T-30, T-16]	0.21	0.11	-0.12	0.07	-0.31 *	-0.40	-0.06	0.17
	(1.39)	(0.98)	(-1.06)	(0.55)	(-1.72)	(-1.37)	(-0.42)	(1.25)
[T-15, T-6]	-0.42 ***	0.18	0.13	-0.32	0.03	-0.39	0.12	-0.19
	(-2.36)	(1.35)	(1.07)	(-1.29)	(0.13)	(-0.97)	(0.53)	(-0.65)
[T-5, T-2]	0.60 ***	-0.09	0.13	0.01	0.00	0.22	-0.16	1.22 ***
	(2.54)	(-0.57)	(0.82)	(0.02)	(0)	(0.38)	(-0.53)	(2.85)
[T-1, T+2]	0.28	0.68 *	0.13	-0.16	0.51	-0.05	-0.35	0.47
	(0.62)	(1.88)	(0.69)	(-0.41)	(1.38)	(-0.15)	(-1.04)	(1.15)
Estadístico R2	0.099							

Tabla 6: Estudio de rendimientos anormales. INCIDENCIA DE TENENCIA DE AFPS EN LA ANTICIPACIÓN E IMPACTO

Especificación

Variable dependiente: Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos y expresado en puntos porcentuales
 Controles: Especificado al tope de cada par de columnas con resultados
 Período muestral: 1-Abril-2001 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
 Firmas en la muestra: 21 firmas chilenas de siete sectores industriales (Finanzas y seguros está excluido)
 Coeficientes de anticipación e impacto: $\gamma = \gamma^0 + \gamma^1 \times AFP$

En la función γ aquí arriba, AFP es la fracción (en puntos porcentuales) del total de acciones de la firma anunciante que está en poder de AFPs al momento del anuncio. Nos focalizaremos en los casos ¹de significativos. Para utilidades hay anticipación entre T-30 y T-16, pero cuando las AFPs están presentes dicha anticipación se reduce. Como el promedio de tenencia de AFPs es de 11 puntos porcentuales, su presencia reduce el nivel de anticipación de 0.25 de retorno anormal diario incremental a aproximadamente 0.11 (modelo con índice mundial). O sea que la presencia de AFPs está asociada con un menor nivel de anticipación lejana a las sorpresas de jure en utilidades. El mismo patrón se repite para dividendos entre T-15 y T-6 y para adquisiciones y desinversiones entre T-5 y T-2. Sólo los anuncios de adquisiciones y desinversiones tienen impacto en el post-anuncio en esta especificación. En esos casos, la presencia de AFPs morigera aunque no elimina el efecto del anuncio, que pasa de 0.86 a 0.39 de retorno anormal diario promedio. Esta evidencia es consistente con que las AFPs invierten las acciones más eficientes informativamente de la muestra, en parte por estar sujetas a un permanente escrutinio público.

Controles Días respecto de anuncio	Solo ef. fijos por firma		Índice nacional		Índice nacional y mundial		Índice mundial		
	γ^0	γ^1	γ^0	γ^1	γ^0	γ^1	γ^0	γ^1	
UTILIDADES TRIMESTRALES									
[T-30, T-16]	0.27 *** (3.25)	-0.011 ** (-1.99)	0.16 ** (2.06)	-0.01 (-1.53)	0.16 ** (2.1)	-0.01 (-1.59)	0.25 *** (3.06)	-0.012 ** (-2.2)	
[T-15, T-6]	0.07 (0.73)	0.00 (0.24)	-0.01 (-0.09)	0.00 (0.58)	-0.01 (-0.09)	0.00 (0.56)	0.04 (0.42)	0.00 (0.32)	
[T-5, T-2]	0.31 * (1.9)	-0.01 (-1.04)	0.23 (1.61)	-0.01 (-1.27)	0.23 (1.61)	-0.01 (-1.26)	0.30 * (1.92)	-0.01 (-1.03)	
[T-1, T+2]	0.18 (0.81)	0.01 (0.43)	0.27 (1.35)	0.01 (0.48)	0.27 (1.37)	0.01 (0.48)	0.20 (0.93)	0.01 (0.56)	
DIVIDENDOS									
[T-30, T-16]	0.16 * (1.65)	0.00 (-0.64)	0.03 (0.29)	0.00 (0.01)	0.03 (0.35)	0.00 (-0.11)	0.15 (1.52)	-0.01 (-1.05)	
[T-15, T-6]	-0.12 (-0.85)	0.019 ** (2.02)	-0.08 (-0.6)	0.010 (1.19)	-0.08 (-0.65)	0.010 (1.26)	-0.11 (-0.84)	0.017 * (1.88)	
[T-5, T-2]	-0.19 (-1.17)	0.03 ** (2.12)	-0.05 (-0.35)	0.02 (1.52)	-0.04 (-0.29)	0.01 (1.5)	-0.07 (-0.48)	0.02 (1.57)	
[T-1, T+2]	-0.08 (-0.38)	0.02 (1.3)	-0.08 (-0.4)	0.00 (0.26)	-0.09 (-0.48)	0.00 (0.34)	-0.15 (-0.76)	0.02 (1.34)	
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES									
[T-30, T-16]	0.05 (0.36)	-0.01 (-0.96)	0.00 (-0.03)	0.00 (-0.5)	0.00 (-0.05)	0.00 (-0.47)	0.04 (0.33)	-0.01 (-0.79)	
[T-15, T-6]	0.00 (0.02)	0.00 (0.04)	-0.09 (-0.63)	0.01 (0.61)	-0.09 (-0.62)	0.01 (0.61)	-0.03 (-0.17)	0.00 (0.16)	
[T-5, T-2]	0.49 * (1.8)	-0.03 * (-1.88)	0.58 *** (2.36)	-0.02 (-1.66)	0.56 ** (2.29)	-0.02 (-1.56)	0.48 * (1.9)	-0.03 * (-1.73)	
[T-1, T+2]	0.86 *** (2.5)	-0.04 ** (-2.09)	0.89 *** (3.08)	-0.04 (-2.52)	0.90 *** (3.14)	-0.04 *** (-2.59)	0.86 *** (2.58)	-0.04 ** (-2.17)	
Estadístico R2	0.004		0.284		0.286		0.099		

**Tabla 7.A: Estudio de volatilidad anormal
SIN CONTROLES EN 1er. ETAPA (sólo efectos fijos por firma)**

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, y ef. fijos for firma
Período muestral segunda etapa:	30-Junio-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajust. por dividendos
Control(es) en primera etapa:	Sólo efectos fijos por firma
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Este modelo intenta capturar cuándo llega la información al mercado alrededor de los anuncios corporativos. La llegada de información al mercado específicamente relacionada con un activo debería reflejarse en una suba de la volatilidad anormal de su rendimiento. Sólo se utilizan los anuncios de jure sorpresivos (ver sección 2.2). Todas las variables de anticipación e impacto de los anuncios corporativos son binarias y valen 1 durante el intervalo de tiempo indicado en cada fila y 0 en los otros días. Dichos números expresan días respecto de la fecha del anuncio corporativo de que se trate, donde este último está indicado con una T. Los distintos bloques de la tabla corresponden a variables binarias para los anuncios de utilidades trimestrales, dividendos y adquisiciones y desinversiones. Las distintas columnas indican los valores de los coeficientes estimados para firmas de cada país: por ejemplo, según esta especificación, las firmas chilenas suelen

tener una volatilidad 0.2 y 0.27 puntos más alta que la habitual luego de los anuncios de utilidades y de adquisiciones y desinversiones. En esta especificación, la volatilidad promedio de las firmas chilenas es 1.26. Según este modelo, no hay anticipación en Chile, pero sí la hay en Argentina y USA para ciertos anuncios. En la gran mayoría de los coeficientes significativos, la magnitud de los positivos es muy superior a la de los negativos. Los estadísticos t [provenientes de desvíos standard que son consistentes frente a la presencia de heterocedasticidad en el sentido de White (1980)] se reportan entre paréntesis debajo de cada coeficiente. * indica significatividad estadística al 10%, ** al 5% y *** al 2%.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	-0.14 *** (-5.3)	-0.07 (-1.01)	-0.02 (-0.37)	-0.04 (-0.97)	-0.02 (-0.73)
[T-15, T-6]	-0.07 ** (-2.25)	0.28 *** (3.15)	0.06 (1.04)	0.03 (0.56)	0.08 ** (2.11)
[T-5, T-2]	-0.05 (-0.89)	0.18 (1.29)	0.06 (0.77)	0.01 (0.13)	0.15 *** (2.66)
[T-1, T+2]	0.20 *** (3.11)	0.53 *** (3.71)	0.06 (0.69)	0.22 *** (2.96)	0.50 *** (7.48)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	-0.07 ** (-2.1)	0.25 *** (3.01)	-0.06 (-1.51)	-0.10 ** (-2.04)	-0.08 *** (-2.5)
[T-15, T-6]	-0.06 (-1.31)	0.245 *** (2.33)	-0.09 ** (-1.98)	-0.07 (-1.16)	-0.03 (-0.59)
[T-5, T-2]	-0.15 *** (-2.34)	0.24 (1.44)	-0.15 ** (-2.18)	-0.02 (-0.27)	0.04 (0.51)
[T-1, T+2]	0.01 (0.07)	0.26 (1.4)	-0.09 (-1.32)	-0.02 (-0.19)	0.11 (1.38)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.06 (-1.4)	-0.13 (-1.63)	-0.03 (-0.86)	-0.11 *** (-2.71)	-0.09 *** (-5.6)
[T-15, T-6]	0.00 (0.08)	-0.20 ** (-2.31)	0.00 (0.1)	-0.06 (-1.09)	-0.09 *** (-5)
[T-5, T-2]	0.00 (0.01)	0.05 (0.4)	-0.05 (-0.78)	-0.08 (-1.09)	-0.03 (-1.18)
[T-1, T+2]	0.27 *** (2.71)	0.10 (0.64)	0.09 (1.35)	0.03 (0.33)	0.01 (0.28)
Mediana de residuos absolutos rezagados			0.47 *** (46.1)		
Estadístico R2	0.1200				

**Tabla 7.B: Estudio de volatilidad anormal
CONTROLANDO POR ÍNDICE NACIONAL EN 1er. ETAPA**

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, y ef. fijos por firma
Período muestral segunda etapa:	30-Junio-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos
Control(es) en primera etapa:	Efectos fijos por firma e índice nacional
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Según esta especificación, las firmas chilenas suelen tener una volatilidad 0.16 y 0.29 puntos más alta que la habitual luego de los anuncios de utilidades y de adquisiciones y desinversiones. Según este modelo, no hay anticipación en Chile, pero sí la hay en Argentina, Brasil y USA para ciertos anuncios. En la gran mayoría de los coeficientes significativos, la magnitud de los positivos es muy superior a la de los negativos. El módulo de los residuos de la primera etapa utilizado aquí como variable dependiente tiene un promedio de 1.06. Para más detalles, ver epígrafe a la Tabla 7.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	-0.10 *** (-4.37)	0.06 (1.05)	0.02 (0.66)	-0.02 (-0.74)	-0.05 * (-1.79)
[T-15, T-6]	-0.10 *** (-3.63)	0.20 *** (2.65)	0.04 (1.11)	0.00 (0.12)	0.05 * (1.7)
[T-5, T-2]	-0.06 (-1.51)	0.20 * (1.67)	0.00 (0.01)	-0.03 (-0.45)	0.13 *** (2.5)
[T-1, T+2]	0.16 *** (3.02)	0.42 *** (3.45)	0.11 (1.63)	0.26 *** (3.89)	0.53 *** (8.53)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	-0.03 (-1.01)	0.18 *** (2.57)	-0.03 (-0.99)	-0.06 (-1.54)	-0.04 (-1.52)
[T-15, T-6]	-0.02 (-0.56)	-0.004 (-0.05)	-0.02 (-0.6)	0.00 (-0.1)	0.02 (0.53)
[T-5, T-2]	-0.03 (-0.61)	-0.07 (-0.57)	-0.08 (-1.5)	0.00 (0.05)	0.06 (0.84)
[T-1, T+2]	0.07 (1.06)	0.08 (0.56)	0.01 (0.1)	-0.06 (-0.71)	0.18 ** (2.28)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.01 (-0.49)	-0.17 *** (-2.93)	-0.01 (-0.31)	-0.10 *** (-2.92)	-0.07 *** (-5.09)
[T-15, T-6]	0.00 (-0.07)	-0.27 *** (-4.31)	0.08 *** (2.61)	-0.02 (-0.55)	-0.07 *** (-4.16)
[T-5, T-2]	-0.03 (-0.45)	0.05 (0.46)	0.03 (0.64)	-0.01 (-0.1)	0.02 (0.76)
[T-1, T+2]	0.29 *** (3.3)	0.01 (0.1)	0.23 *** (4.14)	0.07 (1.04)	0.05 ** (2.04)
Mediana de residuos absolutos rezagados			0.54 *** (45.24)		
Estadístico R2	0.133				

Tabla 7.C: Estudio de volatilidad anormal
CONTROLANDO POR ÍNDICE NACIONAL E ÍNDICE MUNDIAL EN 1er. ETAPA

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, y ef. fijos for firma
Período muestral segunda etapa:	30-Junio-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos
Control(es) en primera etapa:	Efectos fijos por firma, índice nacional e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Según esta especificación, las firmas chilenas suelen tener una volatilidad 0.17 y 0.3 puntos más alta que la habitual luego de los anuncios de utilidades y de adquisiciones y desinversiones. Según este modelo, no hay anticipación en Chile, pero sí las hay en Argentina, Brasil y USA para ciertos anuncios. En la gran mayoría de los coeficientes significativos, la magnitud de los positivos es muy superior a la de los negativos. El módulo de los residuos de la primera etapa utilizado aquí como variable dependiente tiene un promedio de 1.05. Para más detalles, ver epígrafe a la Tabla 7.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	-0.09 *** (-4.24)	0.03 (0.57)	0.02 (0.69)	-0.02 (-0.71)	-0.05 ** (-2.05)
[T-15, T-6]	-0.10 *** (-3.67)	0.19 *** (2.43)	0.04 (1.1)	0.01 (0.2)	0.04 (1.28)
[T-5, T-2]	-0.06 (-1.54)	0.17 (1.4)	0.00 (0.04)	-0.03 (-0.51)	0.12 *** (2.46)
[T-1, T+2]	0.17 *** (3.1)	0.40 *** (3.29)	0.11 * (1.7)	0.27 *** (3.99)	0.53 *** (8.58)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	-0.04 (-1.13)	0.19 *** (2.81)	-0.03 (-1.04)	-0.06 (-1.52)	-0.05 * (-1.69)
[T-15, T-6]	-0.02 (-0.53)	0.014 (0.17)	-0.02 (-0.65)	-0.01 (-0.17)	0.02 (0.56)
[T-5, T-2]	-0.04 (-0.8)	-0.05 (-0.4)	-0.07 (-1.44)	0.00 (-0.03)	0.07 (1.09)
[T-1, T+2]	0.06 (0.99)	0.08 (0.55)	0.01 (0.22)	-0.03 (-0.44)	0.18 *** (2.4)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.01 (-0.48)	-0.15 *** (-2.58)	-0.01 (-0.31)	-0.10 *** (-2.94)	-0.07 *** (-5.14)
[T-15, T-6]	-0.01 (-0.24)	-0.27 *** (-4.31)	0.08 *** (2.68)	-0.02 (-0.38)	-0.07 *** (-4.16)
[T-5, T-2]	-0.04 (-0.56)	0.03 (0.32)	0.03 (0.7)	-0.01 (-0.1)	0.02 (0.72)
[T-1, T+2]	0.30 *** (3.33)	-0.01 (-0.05)	0.22 *** (4.09)	0.08 (1.17)	0.05 ** (2.11)
Mediana de residuos absolutos rezagados			0.55 *** (46.8)		
Estadístico R2	0.134				

**Tabla 7.D: Estudio de volatilidad anormal
CONTROLANDO POR ÍNDICE MUNDIAL EN 1er. ETAPA**

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, y ef. fijos por firma
Período muestral segunda etapa:	30-Junio-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos
Control(es) en primera etapa:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Según esta especificación, las firmas chilenas suelen tener una volatilidad 0.2 y 0.29 puntos más alta que la habitual luego de los anuncios de utilidades y de adquisiciones y desinversiones. En esta especificación, la volatilidad promedio de las firmas chilenas es 1.2. Según este modelo, no hay anticipación en Chile, pero sí la hay en Argentina, Brasil y USA para ciertos anuncios. En la gran mayoría de los coeficientes significativos, la magnitud de los positivos es muy superior a la de los negativos. El módulo de los residuos de la primera etapa utilizado aquí como variable dependiente tiene un promedio de 1.2. Para más detalles, ver epígrafe a la Tabla 7.A.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	-0.11 *** (-4.55)	-0.15 ** (-2.25)	0.01 (0.22)	-0.04 (-1.03)	-0.05 * (-1.85)
[T-15, T-6]	-0.10 *** (-3.4)	0.19 ** (2.17)	0.10 ** (2.03)	0.03 (0.68)	0.02 (0.65)
[T-5, T-2]	-0.05 (-1.09)	0.23 (1.58)	0.06 (0.82)	-0.03 (-0.44)	0.13 *** (2.61)
[T-1, T+2]	0.20 *** (3.25)	0.46 *** (3.35)	0.11 (1.44)	0.28 *** (3.85)	0.52 *** (8.34)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	-0.06 * (-1.84)	0.22 *** (2.8)	-0.04 (-1.01)	-0.08 * (-1.85)	-0.05 * (-1.8)
[T-15, T-6]	-0.03 (-0.73)	0.196 ** (1.97)	-0.08 * (-1.8)	-0.07 (-1.38)	0.01 (0.13)
[T-5, T-2]	-0.16 *** (-2.72)	0.20 (1.22)	-0.11 * (-1.76)	0.03 (0.31)	0.07 (1)
[T-1, T+2]	0.00 (0.01)	0.20 (1.17)	-0.05 (-0.74)	-0.03 (-0.39)	0.18 *** (2.37)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.06 (-1.59)	-0.08 (-1.07)	-0.02 (-0.52)	-0.09 *** (-2.56)	-0.08 *** (-5.16)
[T-15, T-6]	0.02 (0.45)	-0.14 * (-1.74)	0.02 (0.47)	-0.03 (-0.58)	-0.06 *** (-3.8)
[T-5, T-2]	-0.04 (-0.61)	0.03 (0.23)	-0.10 (-1.65)	-0.04 (-0.57)	0.02 (0.85)
[T-1, T+2]	0.29 *** (2.98)	0.06 (0.35)	0.08 (1.26)	0.03 (0.42)	0.04 (1.55)
Mediana de residuos absolutos rezagados			0.55 *** (51.74)		
Estadístico R2	0.130				

**Tabla 8.A: Estudio de volatilidad anormal. Años 2000 a 2003
CONTROLANDO POR ÍNDICE MUNDIAL EN 1er. ETAPA**

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, y ef. fijos por firma
Período muestral segunda etapa:	30-Junio-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos
Control(es) en primera etapa:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Entre 2000 y 2003, los anuncios corporativos chilenos que fueron sorpresivos de jure no fueron sorpresivos de facto, ya que las firmas no experimentaron volatilidad anormalmente alta luego de sus anuncios, o sea que tales anuncios parecen no haber comunicado novedades al mercado. Los anuncios (sorpresivos de jure) de utilidades en el resto de los países, sí comunicaron novedades, aunque hubo filtraciones tanto en Brasil como en USA. En USA hubo filtraciones para los tres tipos de anuncios. Para más detalles sobre esta tabla ver notas a la Tabla 7.D.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	-0.07 (-1.08)	-0.20 * (-1.96)	0.05 (0.69)	0.08 (1.14)	-0.04 (-0.96)
[T-15, T-6]	-0.26 *** (-3.9)	0.04 (0.29)	0.32 *** (3.43)	0.11 (1.34)	0.13 *** (2.35)
[T-5, T-2]	0.03 (0.27)	0.13 (0.6)	0.35 *** (2.42)	-0.07 (-0.55)	0.11 (1.31)
[T-1, T+2]	0.19 (1.43)	0.37 * (1.85)	0.22 * (1.68)	0.32 *** (2.47)	0.65 *** (6.14)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	-0.20 *** (-3.4)	-0.09 (-0.74)	-0.09 * (-1.72)	-0.13 * (-1.67)	-0.03 (-0.58)
[T-15, T-6]	-0.13 * (-1.75)	0.098 (0.65)	-0.15 ** (-2.12)	-0.23 *** (-2.81)	0.18 ** (2.23)
[T-5, T-2]	-0.24 ** (-2.21)	0.42 * (1.65)	-0.16 (-1.61)	-0.10 (-0.74)	0.14 (1.01)
[T-1, T+2]	0.09 (0.66)	0.52 * (1.79)	0.10 (0.93)	-0.23 (-1.43)	0.33 ** (2.04)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.06 (-0.98)	-0.15 (-1.29)	-0.04 (-0.83)	-0.03 (-0.5)	-0.07 *** (-2.62)
[T-15, T-6]	0.02 (0.28)	-0.03 (-0.21)	0.08 (1.32)	0.15 (1.45)	-0.04 (-1.3)
[T-5, T-2]	-0.03 (-0.3)	0.00 (-0.03)	-0.13 (-1.56)	0.02 (0.18)	0.08 * (1.79)
[T-1, T+2]	0.05 (0.4)	-0.39 ** (-1.98)	-0.14 * (-1.76)	0.26 * (1.71)	0.10 *** (2.35)
Mediana de residuos absolutos rezagados			0.42 *** (26.35)		
Estadístico R2	0.124				

**Tabla 8.B: Estudio de volatilidad anormal. Años 2004 a 2007
CONTROLANDO POR ÍNDICE MUNDIAL EN 1er. ETAPA**

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, y ef. fijos por firma
Período muestral segunda etapa:	30-Junio-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos
Control(es) en primera etapa:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Entre 2004 y 2007, los anuncios de utilidades de firmas chilenas que fueron sorpresivos de jure también lo fueron de facto, al igual que lo fueron los anuncios de adquisiciones y desinversiones. Esto contrasta con el período 2000-2003 en el cual las sorpresas de jure de firmas chilenas no parecen haber sido sorpresas de facto. Para más detalles sobre esta tabla, ver notas a la Tabla 7.D.

Días respecto de anuncio	Chile	Argentina	Brasil	México	USA
UTILIDADES TRIMESTRALES					
[T-30, T-16]	-0.09 *** (-3.73)	-0.15 ** (-2.05)	0.02 (0.52)	-0.10 *** (-2.58)	-0.06 * (-1.88)
[T-15, T-6]	-0.03 (-0.86)	0.22 ** (2.06)	0.00 (-0.01)	-0.03 (-0.68)	-0.06 (-1.56)
[T-5, T-2]	-0.04 (-0.89)	0.19 (1.13)	-0.08 (-1.03)	-0.02 (-0.28)	0.16 *** (2.52)
[T-1, T+2]	0.23 *** (3.36)	0.43 ** (2.31)	0.09 (1.07)	0.24 *** (2.9)	0.42 *** (5.71)
DIVIDENDOS					
[T-30, T-16]	0.01 (0.17)	0.37 *** (3.78)	0.02 (0.36)	-0.01 (-0.16)	-0.03 (-0.85)
[T-15, T-6]	0.02 (0.32)	0.117 (0.96)	0.00 (0.07)	0.07 (1.07)	-0.06 (-1.38)
[T-5, T-2]	-0.11 (-1.65)	-0.20 (-1.24)	-0.06 (-0.69)	0.14 (1.25)	0.05 (0.73)
[T-1, T+2]	-0.03 (-0.49)	-0.25 * (-1.79)	-0.17 *** (-2.37)	0.10 (0.92)	0.15 * (1.84)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES					
[T-30, T-16]	-0.07 (-1.62)	-0.20 *** (-2.41)	0.01 (0.11)	-0.06 (-1.56)	-0.03 * (-1.94)
[T-15, T-6]	-0.01 (-0.1)	-0.37 *** (-4.04)	-0.04 (-0.91)	-0.06 (-1.29)	-0.03 * (-1.75)
[T-5, T-2]	-0.09 (-1.11)	-0.11 (-0.74)	-0.06 (-0.76)	-0.02 (-0.21)	0.02 (0.84)
[T-1, T+2]	0.48 *** (3.11)	0.39 * (1.65)	0.31 *** (3.34)	-0.03 (-0.43)	0.03 (1.26)
Mediana de residuos absolutos rezagados			0.22 *** (11.07)		
Estadístico R2	0.127				

**Tabla 9: Estudio de volatilidad anormal. ANÁLISIS SECTORIAL AL INTERIOR DE CHILE
CONTROLANDO POR ÍNDICE MUNDIAL EN 1er. ETAPA**

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, y ef. fijos por firma
Período muestral segunda etapa:	30-Junio-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos
Control(es) en primera etapa:	Efectos fijos por firma e índice mundial
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	108 firmas de ocho sectores industriales de los cinco países

Este modelo estima coeficientes de anticipación e impacto para distintos sectores industriales al interior de Chile. Es importante notar que dado que hay una mucho menor cantidad de observaciones para cada sector (que las que hay para el país en su conjunto), es más difícil obtener significatividad estadística. A pesar de ello, se encuentra que los anuncios de utilidades que fueron sorpresas de jure también fueron sorpresas de facto en Comercio y Energía Eléctrica. Los anuncios de adquisiciones y desinversiones también generaron volatilidad anormal tras su anuncio en Comercio y Transporte. Este estudio, solo muestra presencia de filtraciones en el caso de anuncios de utilidades en el sector Comercio. El resto de los coeficientes significativos, en realidad son negativos, indicando en todo caso que la volatilidad fue inferior a la normal alrededor de ciertos anuncios. Ello es consistente con el hecho de que tales anuncios no hayan sido novedosos para el mercado. Por brevedad se omite reportar el coeficiente sobre la mediana de los residuos absolutos rezagados.

Días respecto de anuncio	Alim. y beb.	Comercio	Energ. eléct.	Fin. y seg.	Minería	Siderurgia	Telecom.	Transporte
UTILIDADES TRIMESTRALES								
[-30,-16]	-0.09 *	-0.05	-0.05	-0.18 ***	-0.04	-0.33 ***	0.06	-0.22 ***
	(-1.71)	(-0.75)	(-0.71)	(-3.57)	(-0.4)	(-3.8)	(0.7)	(-3.43)
[-15,-6]	-0.22 ***	0.19 *	-0.13 *	-0.01	0.13	-0.37 ***	0.13	-0.26 ***
	(-4.24)	(1.85)	(-1.69)	(-0.07)	(1.08)	(-3.46)	(1.19)	(-3.71)
[-5,-2]	-0.07	0.44 ***	-0.01	0.02	-0.21 *	-0.30 *	-0.10	-0.29 ***
	(-0.81)	(2.57)	(-0.11)	(0.2)	(-1.73)	(-1.78)	(-0.71)	(-3.05)
[-1,+2]	-0.01	0.43 ***	0.41 ***	-0.18 **	0.14	0.27	0.09	0.24
	(-0.06)	(2.49)	(2.46)	(-2.32)	(0.72)	(1.13)	(0.57)	(1.27)
DIVIDENDOS								
[-30,-16]	-0.01	-0.22 ***	0.01	-0.20 ***	-0.02	-0.04	-0.20	-0.02 ***
	(-0.14)	(-3.54)	(0.11)	(-2.76)	(-0.17)	(-0.27)	(-1.87)	(-0.25)
[-15,-6]	-0.01	-0.17 **	0.06	-0.02	0.07	0.05	-0.30 *	-0.08 *
	(-0.05)	(-2.04)	(0.48)	(-0.26)	(0.47)	(0.34)	(-2.78)	(-0.79)
[-5,-2]	-0.13	-0.38 ***	-0.05	-0.06	-0.08	-0.30	-0.06	-0.20
	(-0.68)	(-3.32)	(-0.31)	(-0.43)	(-0.6)	(-1.32)	(-0.3)	(-1.5)
[-1,+2]	0.02	-0.07	0.10	0.16	0.03	-0.05	-0.19 ***	-0.03
	(0.12)	(-0.54)	(0.59)	(0.52)	(0.14)	(-0.22)	(-0.98)	(-0.24)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES								
[-30,-16]	-0.33 ***	0.05	0.03	-0.08	0.08	-0.38 **	0.06	-0.41 ***
	(-3.3)	(0.61)	(0.33)	(-1)	(0.67)	(-2)	(0.57)	(-5.68)
[-15,-6]	-0.16	0.13	-0.15 *	0.26	-0.05	-0.16	0.32 *	0.03
	(-1.65)	(1.49)	(-1.96)	(1.3)	(-0.42)	(-0.66)	(1.94)	(0.13)
[-5,-2]	-0.30	-0.18	-0.25 **	0.25	0.29	-0.28	0.23	0.22
	(-1.3)	(-1.5)	(-2.05)	(1.24)	(1.19)	(-0.75)	(1.14)	(0.56)
[-1,+2]	-0.13	0.86 ***	0.04	0.51	0.23	-0.76 ***	0.21	0.33 *
	(-0.35)	(3.01)	(0.28)	(1.63)	(0.84)	(-3.13)	(0.83)	(1.84)
Estadístico R2	0.054							

Tabla 10: Estudio de volatilidad anormal. INCIDENCIA DE TENENCIA DE AFPS EN LA ANTICIPACIÓN E IMPACTO

Especificación

Variable dependiente segunda etapa:	Valor absoluto del residuo de una regresión de primera etapa
Controles en segunda etapa:	Mediana de 90 días de la variable dependiente, rezagada, ef. fijos por firma, y tenencia de AFPs de cada especie
Período muestral segunda etapa:	1-Abril-2001 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Variable dependiente en primera etapa:	Rendimiento logarítmico diario en USD de cada acción ajustado por dividendos
Controles en regresión de primer etapa:	Especificado al tope de cada par de columnas con resultados
Período muestral primera etapa:	1-Enero-2000 (o primer dato disponible para la firma) al 31-Ago-2007
Firmas en la muestra:	21 firmas chilenas de siete sectores industriales (Finanzas y seguros está excluido)
Coefficientes de anticipación e impacto:	$\gamma = \gamma^0 + \gamma^1 \times AFP$

En la función γ aquí arriba, AFP indica la fracción (en puntos porcentuales) del total de acciones de la firma anunciante que están en poder de AFPs al momento de cada anuncio. Nos focalizaremos en los casos de γ^1 significativos. Para los dividendos, hay varios casos que tienen $\gamma^1 < 0$ junto con $\gamma^0 > 0$, tanto en el período de anticipación como de impacto. Esto quiere decir que la tenencia de AFPs es mayor en aquellas firmas en las cuales hay menor volatilidad alrededor de los anuncios corporativos (e.g. cuanto mayor es AFP, menor es). Algo similar sucede para adquisiciones y desinversiones. En el caso de utilidades trimestrales, se dan $\gamma^1 > 0$ junto con $\gamma^0 < 0$ durante el período de anticipación. Esto quiere decir que las firmas en las cuales las AFP tienen mayor presencia, hay una volatilidad más estable antes y después de los anuncios corporativos. La tenencia de AFPs en la muestra tiene un promedio de 11 y un máximo de 26 puntos porcentuales.

Controles: Días respecto de anuncio	Solo ef. fijos por firma		Índice nacional		Índice nacional y mundial		Índice mundial	
	γ^0	γ^1	γ^0	γ^1	γ^0	γ^1	γ^0	γ^1
UTILIDADES TRIMESTRALES								
[T-30, T-16]	-0.10 *	0.00	-0.03	-0.01	-0.03	-0.01	-0.08	0.00
	(-1.67)	(-0.42)	(-0.51)	(-1.59)	(-0.59)	(-1.44)	(-1.43)	(-0.45)
[T-15, T-6]	-0.18 ***	0.01	-0.26 ***	0.01 ***	-0.27 ***	0.01 ***	-0.24 ***	0.01 **
	(-2.79)	(1.45)	(-4.58)	(2.86)	(-4.74)	(2.95)	(-3.78)	(2.03)
[T-5, T-2]	0.02	-0.01	-0.05	0.00	-0.06	0.00	0.00	-0.01
	(0.2)	(-1)	(-0.5)	(-0.29)	(-0.55)	(-0.27)	(0.03)	(-0.83)
[T-1, T+2]	0.41 ***	-0.01	0.37 ***	-0.01	0.38 ***	-0.01	0.41 ***	-0.01
	(2.64)	(-1.43)	(2.84)	(-1.59)	(2.88)	(-1.61)	(2.78)	(-1.46)
DIVIDENDOS								
[T-30, T-16]	0.01	-0.01	0.06	-0.01	0.07	-0.01 *	0.02	-0.01 *
	(0.09)	(-1.56)	(0.85)	(-1.52)	(1.02)	(-1.85)	(0.23)	(-1.65)
[T-15, T-6]	0.09	-0.015 **	0.15	-0.016 ***	0.14	-0.016 ***	0.09	-0.013 **
	(0.84)	(-2.27)	(1.56)	(-2.88)	(1.49)	(-2.8)	(0.86)	(-2.16)
[T-5, T-2]	-0.21 *	0.00	-0.02	0.00	-0.03	0.00	-0.21 **	0.00
	(-1.81)	(0.48)	(-0.25)	(0.01)	(-0.28)	(-0.12)	(-2.03)	(0.43)
[T-1, T+2]	0.18	-0.02 *	0.31 ***	-0.02 ***	0.30 ***	-0.02 ***	0.16	-0.02 *
	(1.29)	(-1.87)	(2.34)	(-2.41)	(2.32)	(-2.43)	(1.19)	(-1.78)
ADQUISICIONES Y DESINVERSIONES								
[T-30, T-16]	-0.06	0.00	-0.04	0.00	-0.03	0.00	-0.05	0.00
	(-0.58)	(0.26)	(-0.51)	(0.08)	(-0.37)	(-0.02)	(-0.54)	(0.08)
[T-15, T-6]	0.00	0.00	-0.02	0.00	-0.02	0.00	0.10	-0.01
	(0)	(-0.12)	(-0.22)	(-0.01)	(-0.19)	(-0.1)	(0.83)	(-0.87)
[T-5, T-2]	-0.03	0.00	-0.01	0.00	-0.03	0.00	-0.15	0.01
	(-0.18)	(0.11)	(-0.05)	(0.03)	(-0.15)	(0.13)	(-0.78)	(0.51)
[T-1, T+2]	0.59 ***	-0.02	0.57 ***	-0.01	0.59 ***	-0.02	0.71 ***	-0.03 *
	(2.47)	(-1.17)	(2.82)	(-1.28)	(2.93)	(-1.4)	(3.1)	(-1.93)
Estadístico R2	0.040		0.071		0.072		0.050	

Tabla 11: Descripción de la sub-muestra utilizada en el análisis de rendimientos totales

Esta tabla se basa en los anuncios de utilidades trimestrales, dividendos, adquisiciones y desinversiones de cada firma que no fueron sucedidos ni precedidos por otros anuncios de la misma firma durante una ventana de 33 días de negociación bursátil (47 días calendario). Se computó el rendimiento acumulado total, medido en dólares estadounidenses, desde 30 días bursátiles anteriores al anuncio hasta dos días bursátiles posteriores (ventana del evento). Se descartaron aquellos anuncios cuyo rendimiento acumulado total durante dicho intervalo fue inferior al percentil 1 o superior al percentil 99 de la distribución de rendimientos acumulados totales. Ello dio los límites de 42% como rendimiento máximo y -42% como rendimiento mínimo. Sólo se conservaron aquellos eventos en los cuales el impacto durante los últimos cuatro días de la ventana (Post anuncio) fue del mismo signo que el rendimiento total acumulado durante toda la ventana del evento. Éstos últimos son aquellos potencialmente plausibles de haber sido anticipados con el uso de información privilegiada.

A raíz de la imposición de estas restricciones, sobrevivieron 100 de las 108 firmas de la muestra descrita en la Tabla 1 y 752 de los 5.382 anuncios descriptos en la Tabla 2. Algunas firmas fueron descartadas ya que, por tener una gran densidad de anuncios durante la muestra, no había dos anuncios consecutivos que hayan sido hechos a menos de 47 días calendario de distancia entre sí. Esto vale especialmente para firmas de Finanzas y Seguros, Energía Eléctrica y Telecomunicaciones de Estados Unidos. La muestra va del 1-Ene-2000 al 31-Ago-2007.

Sector	País										Total	
	Chile		Argentina		Brasil		México		USA			
	Firmas	Eventos	Firmas	Eventos	Firmas	Eventos	Firmas	Eventos	Firmas	Eventos	Firmas	Eventos
Alimentos y bebidas	3	22	2	21	3	14	2	18	2	12	12	87
Comercio	4	15	--	--	4	33	3	36	4	40	15	124
Energía eléctrica	4	39	3	31	3	29	--	--	2	2	12	101
Finanzas y seguros	4	26	4	41	2	8	2	16	--	--	12	91
Minería	2	15	--	--	2	9	3	26	4	14	11	64
Siderúrgica y metalúrgica	3	19	2	7	4	30	3	23	3	20	15	99
Telecomunicaciones	2	13	2	12	3	32	3	26	1	4	11	87
Transporte	3	27	--	--	3	20	2	16	4	36	12	99
Total	25	176	13	112	24	175	18	161	20	128	100	752

**Tabla 12.A: Rendimiento alrededor de anuncios corporativos
y factor de impacto de los anuncios
ANÁLISIS INTERNACIONAL**

Un anuncio es categorizado como muy bueno si durante su ventana de evento el rendimiento acumulado total estuvo entre 10% y 42%, es categorizado como bueno si su rendimiento total estuvo entre 0% y 10%, y es categorizado como malo si su rendimiento total estuvo entre 0% y -42%. El rendimiento total durante la ventana es descompuesto en aquel que sucede entre 30 y 16 días antes del anuncio (Anticipación lejana), aquel que sucede entre 15 y 2 días antes del anuncio (Anticipación cercana) y aquel que sucede entre el día anterior al anuncio y los dos días posteriores (Post anuncio). Sólo se conservaron aquellos eventos en los cuales el impacto durante el Post anuncio fue del mismo signo que el rendimiento total acumulado durante las tres sub-ventanas. El Factor de impacto de los anuncios es el promedio de aquella fracción del rendimiento total durante la ventana del evento que sucede durante el período de Post anuncio, ponderado por la cantidad de anuncios de cada categoría. Los factores de impacto van desde 42% hasta 47% en los países de la muestra.

País	Categoría	Cantidad de anuncios	Rendimiento total (T-30,T+2)	Anticipación lejana (T-30,T-16)	Anticipación cercana (T-15,T-2)	Post anuncio (T-1,T+2)	Cantidad total de anuncios del país	Factor de impacto de los anuncios
Chile	Muy Bueno	45	16.6	5.5	6.7	4.4	176	42%
	Bueno	63	4.6	1.6	0.2	2.8		
	Malo	68	-7.8	-2.4	-2.6	-2.7		
Argentina	Muy Bueno	29	18.8	5.0	8.3	5.4	112	46%
	Bueno	27	4.6	1.9	-0.6	3.3		
	Malo	56	-11.0	-2.4	-4.0	-4.6		
Brasil	Muy Bueno	77	20.1	7.4	6.8	5.9	175	47%
	Bueno	41	4.2	-0.1	0.1	4.2		
	Malo	57	-16.2	-5.9	-5.1	-5.2		
México	Muy Bueno	50	19.0	8.5	6.2	4.4	161	46%
	Bueno	48	5.3	0.4	1.4	3.5		
	Malo	63	-10.1	-3.3	-1.7	-5.1		
USA	Muy Bueno	38	17.1	6.0	5.1	6.0	128	46%
	Bueno	40	4.5	1.1	0.7	2.7		
	Malo	50	-11.2	-4.5	-1.8	-4.8		

**Tabla 12.B: Rendimiento alrededor de anuncios corporativos
y factor de impacto de los anuncios
ANÁLISIS INTERNACIONAL A TRAVÉS DEL TIEMPO**

Esta tabla muestra que el factor de impacto ha sido relativamente estable en Chile y México, se ha reducido de manera importante en Brasil y USA, y se ha incrementado en Argentina. Para más detalles sobre el ejercicio ver epígrafe de la Tabla 12.A.

Período	2000 a 2003		2004 a 2007	
País	Cantidad total de anuncios del país	Factor de impacto de los anuncios	Cantidad total de anuncios del país	Factor de impacto de los anuncios
Chile	83	43%	93	41%
Argentina	37	40%	75	50%
Brasil	90	53%	85	44%
México	68	47%	93	48%
USA	56	50%	72	41%

**Tabla 13.A: Rendimiento alrededor de anuncios corporativos y factor de impacto de los anuncios
ANÁLISIS SECTORIAL AL INTERIOR DE CHILE**

Los factores de impacto oscilan entre 27% y 82% al interior de Chile de modo que hay diferencias sustantivas entre sectores. La muestra usada en este cuadro se basa en 25 firmas chilenas y consta de 176 anuncios. Más detalles sobre la construcción de la muestra en la Tabla 11. Para más detalles sobre el ejercicio ver epígrafe de la Tabla 12.A.

Sector	Categoría	Cantidad de anuncios	Rendimiento total (T-30,T+2)	Anticipación lejana (T-30,T-16)	Anticipación cercana (T-15,T-2)	Post anuncio (T-1,T+2)	Cantidad total de anuncios del sector	Factor de impacto de los anuncios
Alimentos y Bebidas	Muy Bueno	5	13.5	7.4	4.3	1.8	22	27%
	Bueno	5	5.0	6.2	-2.8	1.6		
	Malo	12	-6.4	-1.2	-3.2	-2.0		
Comercio	Muy Bueno	4	15.6	5.1	6.1	4.3	15	49%
	Bueno	5	4.6	0.6	0.8	3.2		
	Malo	6	-5.7	-2.9	-0.1	-2.7		
Energía Eléctrica	Muy Bueno	8	18.2	2.0	10.1	6.1	39	45%
	Bueno	14	4.8	2.2	-0.3	2.9		
	Malo	17	-7.6	-2.3	-2.5	-2.8		
Finanzas y Seguros	Muy Bueno	4	14.4	4.5	6.2	3.6	26	56%
	Bueno	19	3.8	0.6	0.8	2.4		
	Malo	3	-8.2	-5.4	0.5	-3.3		
Minería	Muy Bueno	5	16.4	7.7	5.9	2.7	15	36%
	Bueno	4	5.7	1.1	1.1	3.5		
	Malo	6	-10.0	-0.3	-6.1	-3.5		
Siderur & Metalurgia	Muy Bueno	7	16.7	4.1	6.9	5.6	19	31%
	Bueno	3	6.0	4.7	-1.4	2.8		
	Malo	9	-10.8	-5.0	-3.3	-2.5		
Telecomunicaciones	Muy Bueno	4	19.6	5.6	6.3	7.7	13	82%
	Bueno	6	3.7	-1.3	1.8	3.2		
	Malo	3	-4.1	0.9	0.4	-5.4		
Transporte	Muy Bueno	8	17.2	8.3	5.7	3.2	27	34%
	Bueno	7	6.0	2.1	0.1	3.9		
	Malo	12	-7.7	-2.8	-2.9	-2.1		

**Tabla 13.B: Rendimiento alrededor de anuncios corporativos y factor de impacto de los anuncios
ANÁLISIS SECTORIAL ENTRE PAÍSES**

La tabla muestra que los sectores chilenos con bajos factores de impacto no necesariamente tienen bajos factores de impacto en otros países. Algunas firmas fueron descartadas ya que, por tener una gran densidad de anuncios durante la muestra, no había dos anuncios consecutivos que hayan sido hechos a menos de 47 días calendario de distancia entre sí. Esto vale especialmente para firmas de Finanzas y Seguros, Energía Eléctrica y Telecomunicaciones de USA, por lo que los factores de impacto para estos últimos dos sectores de USA son muy poco informativos. Más detalles acerca de la construcción de la muestra en la Tabla 11.

Country or Region	Chile		Argentina, Brasil y México		USA	
	Cantidad de anuncios	Factor de impacto de los anuncios	Cantidad de anuncios	Factor de impacto de los anuncios	Cantidad de anuncios	Factor de impacto de los anuncios
Alimentos y Bebidas	22	27%	53	42%	12	47%
Comercio	15	49%	69	52%	40	40%
Energía Eléctrica	39	45%	60	47%	2	52%
Finanzas y Seguros	26	56%	65	47%	--	--
Minería	15	36%	35	43%	14	38%
Siderur & Metalurgia	19	31%	60	48%	20	45%
Telecomunicaciones	13	82%	70	35%	4	138%
Transporte	27	34%	36	58%	36	52%

**Tabla 14: Rendimiento alrededor de anuncios corporativos y factor de impacto de los anuncios
ANÁLISIS POR TRITILES DE VOLUMEN AL INTERIOR DE CHILE**

En esta tabla, las 25 firmas chilenas han sido agrupadas en tres grupos de unas ocho firmas cada uno en función de su volumen mensual promedio de negociación durante la muestra. La tabla muestra que los factores de impacto son similares entre grupos a pesar de los enormemente dispares volúmenes de negociación de los distintos grupos.

Sector	Categoría	Cantidad de anuncios	Rendimiento total (T-30,T+2)	Anticipación lejana (T-30,T-16)	Anticipación cercana (T-15,T-2)	Post anuncio (T-1,T+2)	Cantidad total de anuncios del sector	Factor de impacto de los anuncios
Volumen bajo (menos de US\$10 millones por mes)	Muy Bueno	12	19.1	5.9	7.1	6.2	43	44%
	Bueno	15	4.9	1.0	1.1	2.7		
	Malo	16	-7.5	-1.1	-3.3	-3.0		
Volumen medio (entre US\$10 y US\$30 millones por mes)	Muy Bueno	15	13.6	4.4	5.9	3.3	61	42%
	Bueno	24	4.4	2.1	-0.7	3.0		
	Malo	22	-9.7	-4.2	-2.9	-2.6		
Volumen alto (entre US\$30 y US\$95 millones por mes)	Muy Bueno	18	17.4	6.2	7.0	4.2	72	42%
	Bueno	24	4.8	1.5	0.5	2.8		
	Malo	30	-6.5	-1.8	-2.1	-2.6		

Fig. 1: RENDIMIENTO ANORMAL. UTILIDADES TRIMESTRALES
 RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS DURANTE
 ANTICIPACIÓN Y ANUNCIO DE BUENAS SORPRESAS DE JURE

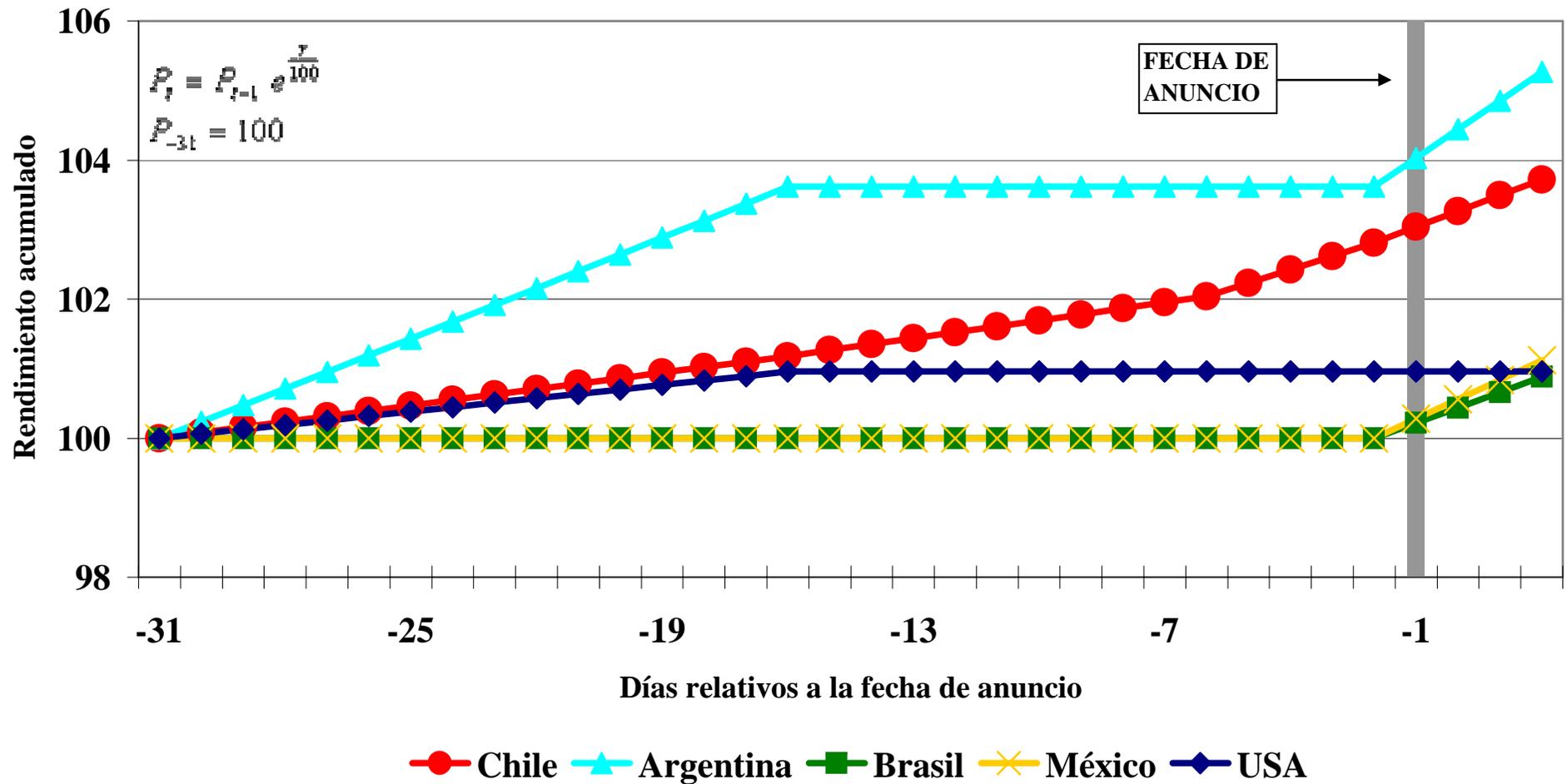


Fig 2: RENDIMIENTO ANORMAL. DIVIDENDOS EN EFECTIVO
 RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS DURANTE
 ANTICIPACIÓN Y ANUNCIO DE BUENAS SORPRESAS DE JURE

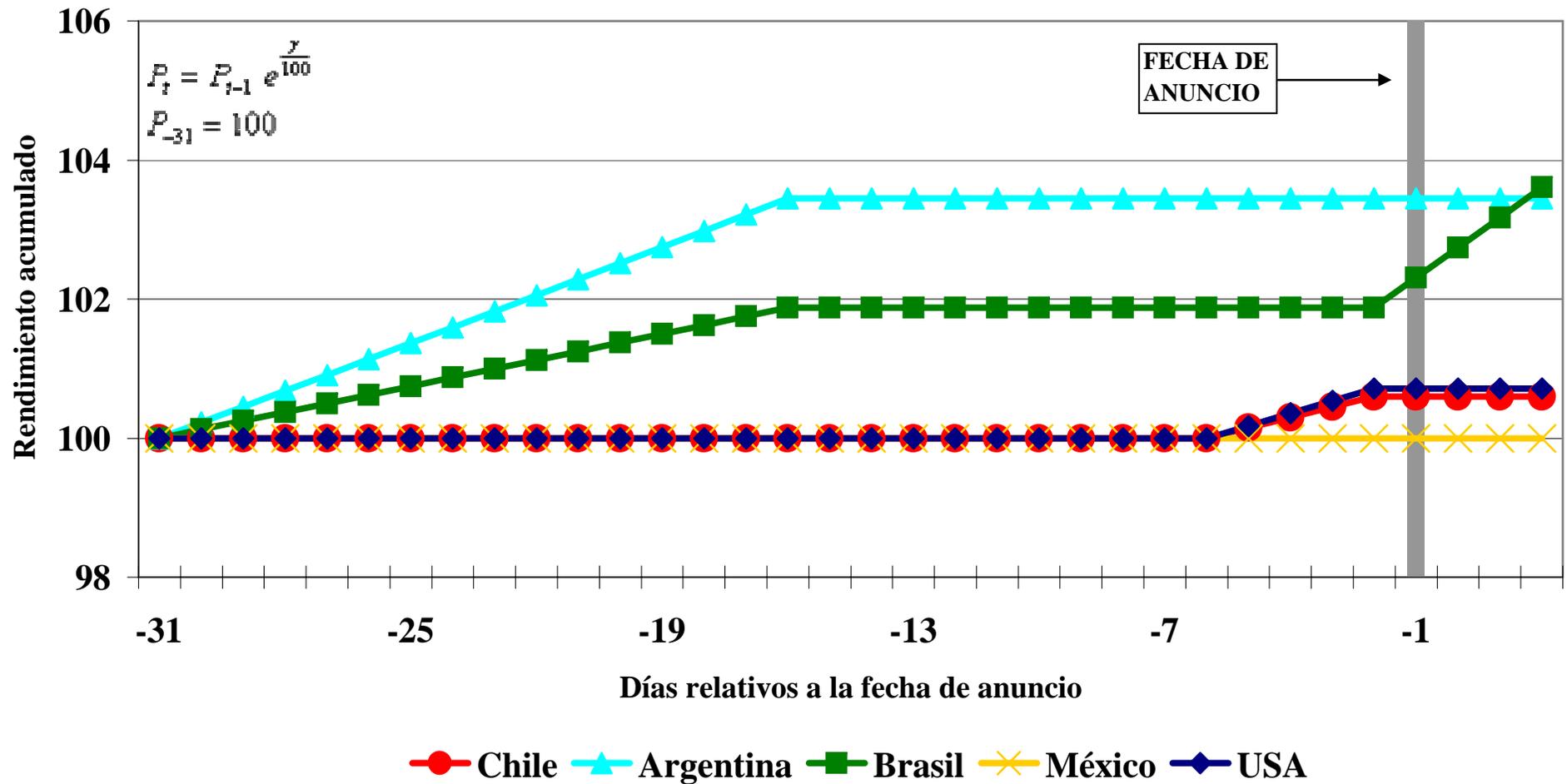


Fig 3: RENDIMIENTO ANORMAL. ADQUISIC. Y DESINVERSIONES
 RENDIMIENTOS ANORMALES ACUMULADOS DURANTE
 ANTICIPACIÓN Y ANUNCIO

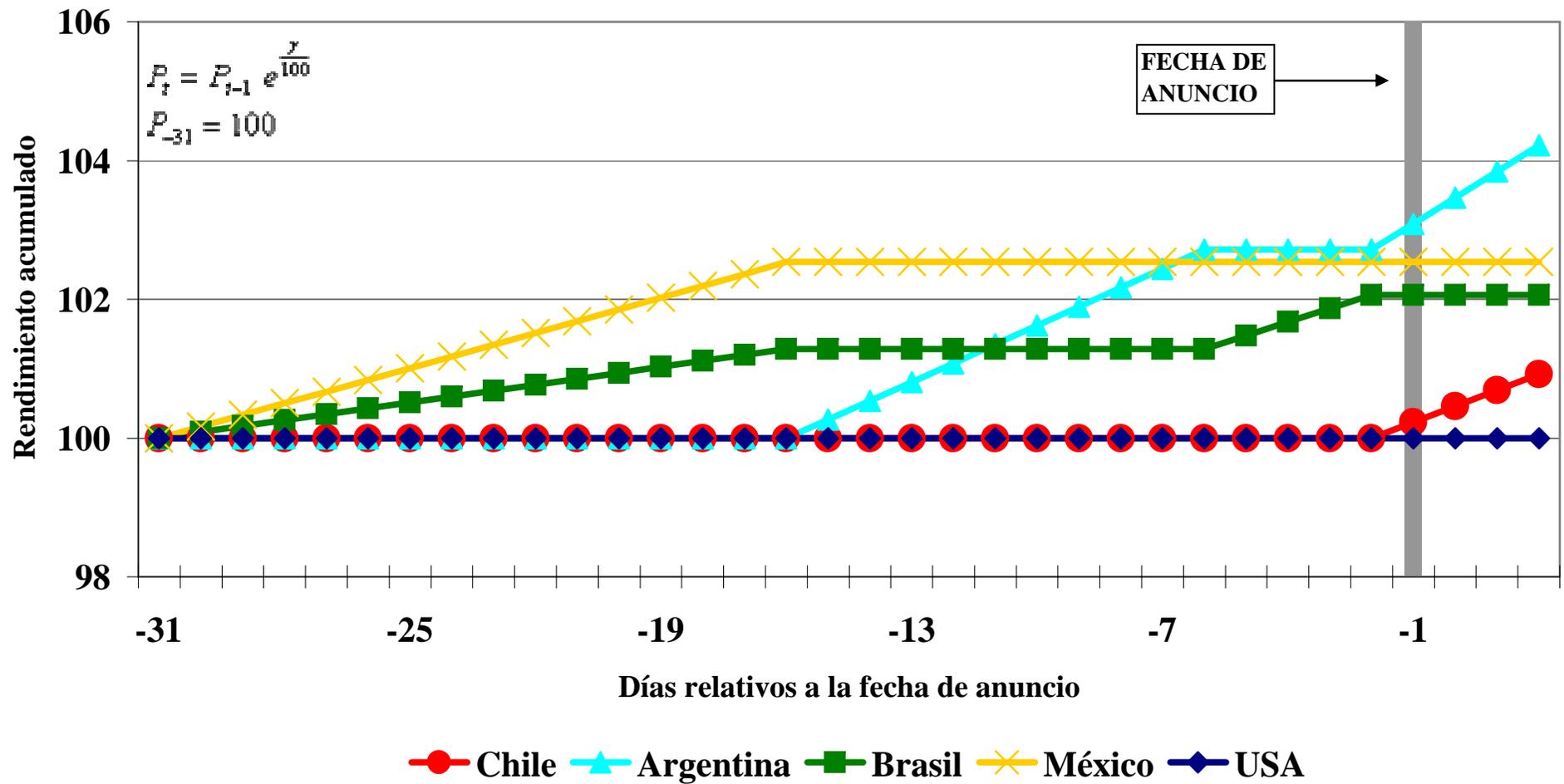


Fig. 4: VOLATILIDAD ANORMAL. UTILIDADES TRIMESTRALES
 VOLATILIDAD ANORMAL DURANTE
 ANTICIPACIÓN Y ANUNCIO DE SORPRESAS DE JURE

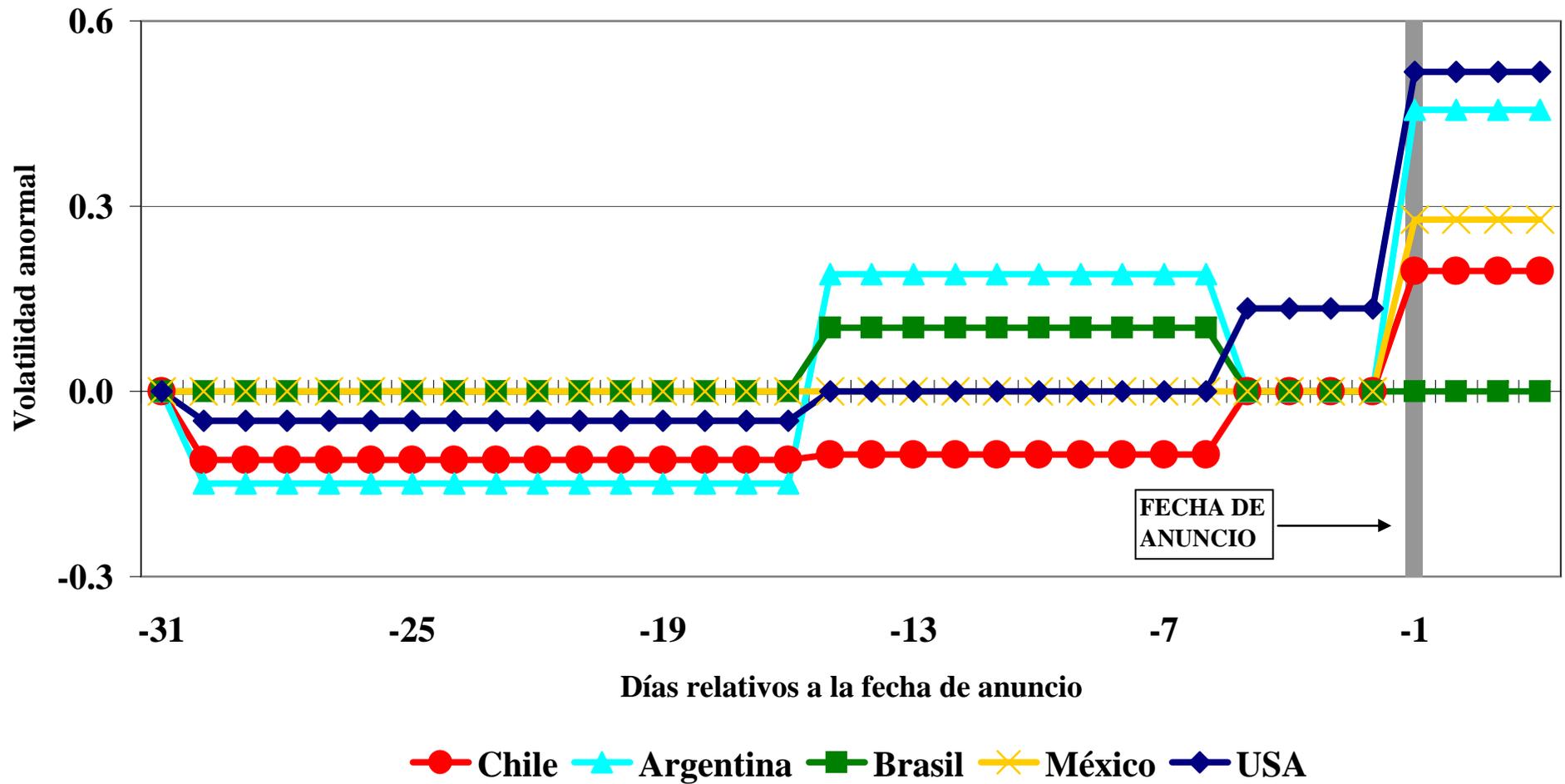


Fig. 5: VOLATILIDAD ANORMAL. DIVIDENDOS
VOLATILIDAD ANORMAL DURANTE
ANTICIPACIÓN Y ANUNCIO DE SORPRESAS DE JURE

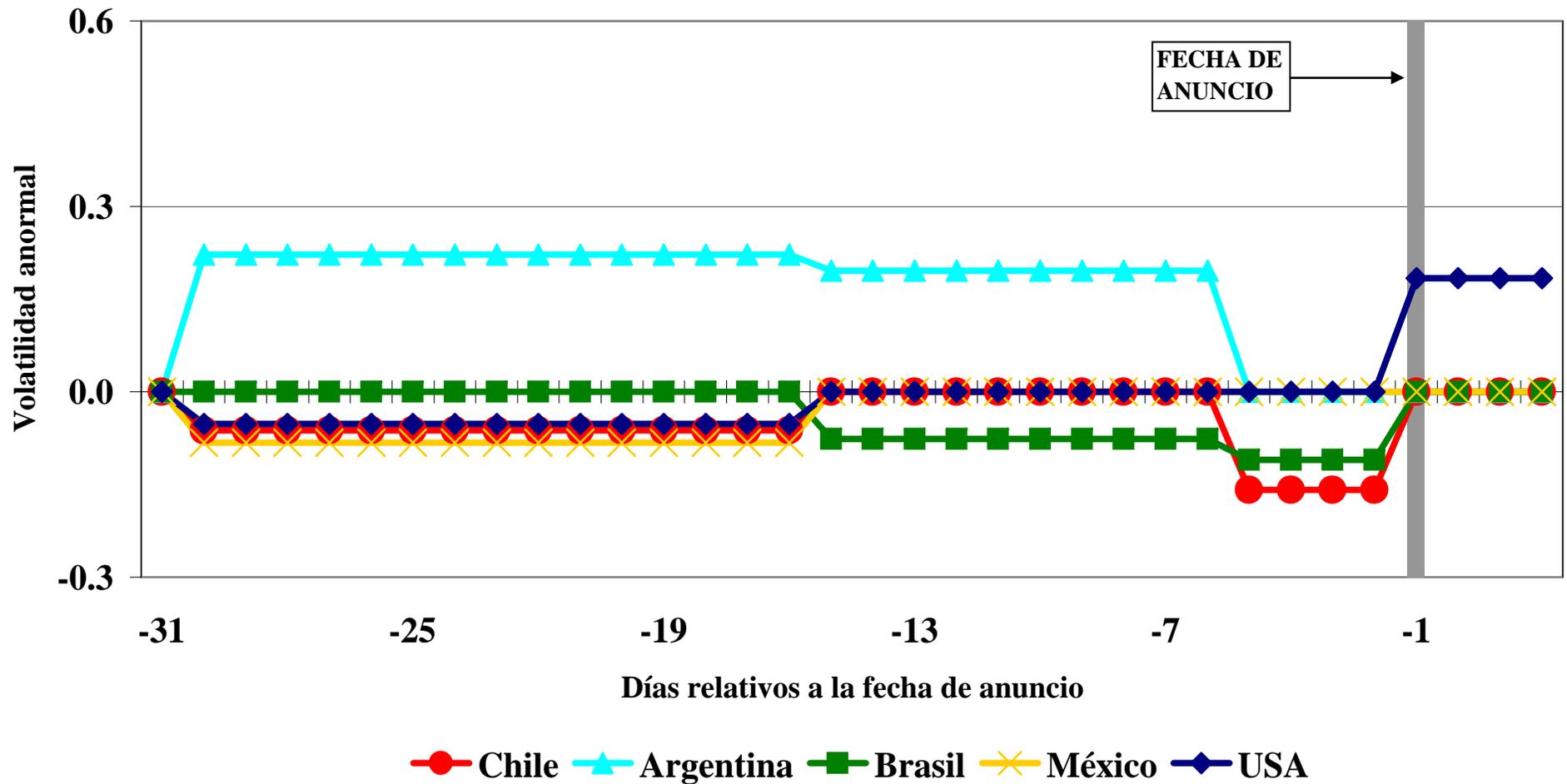
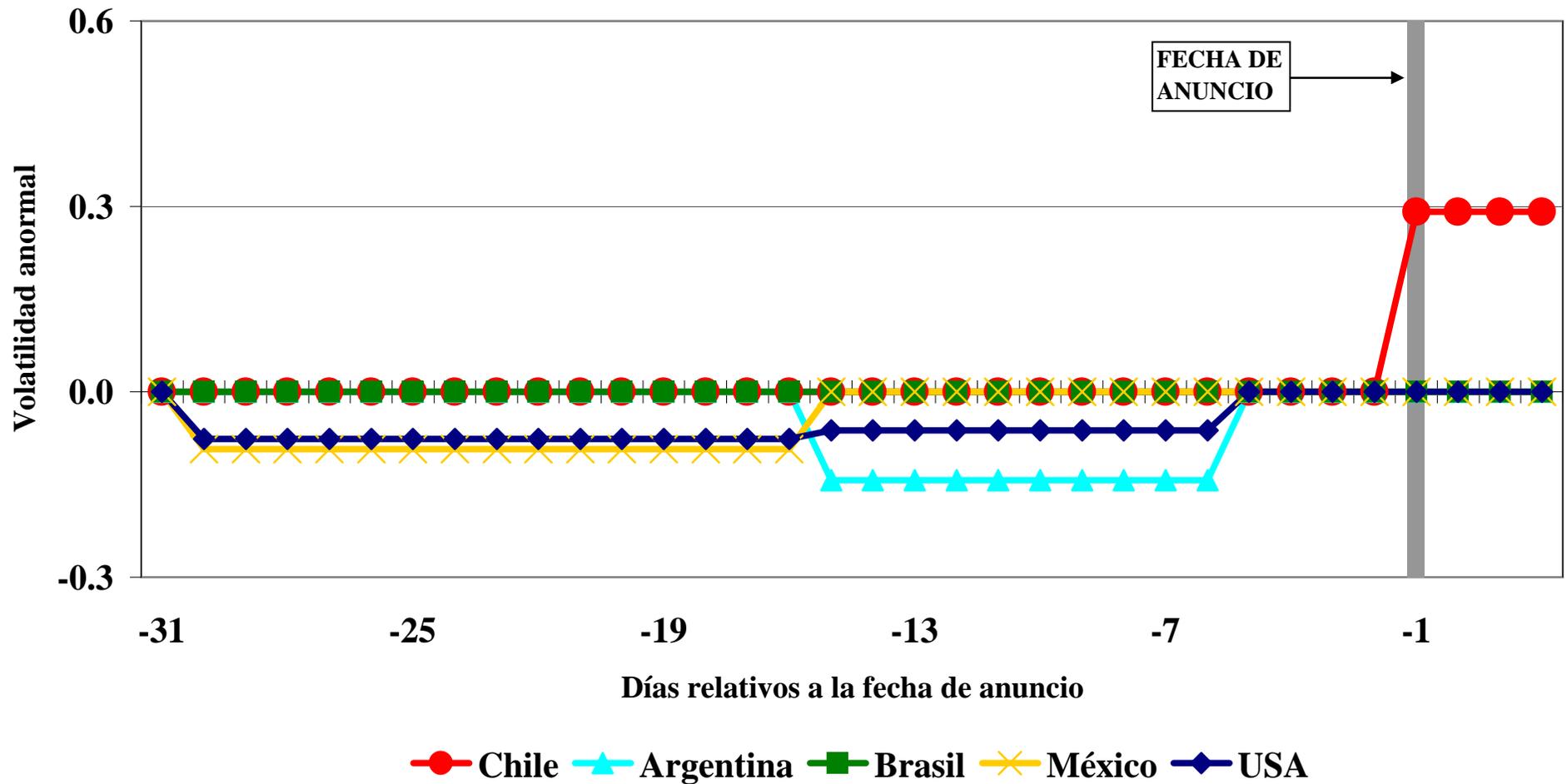
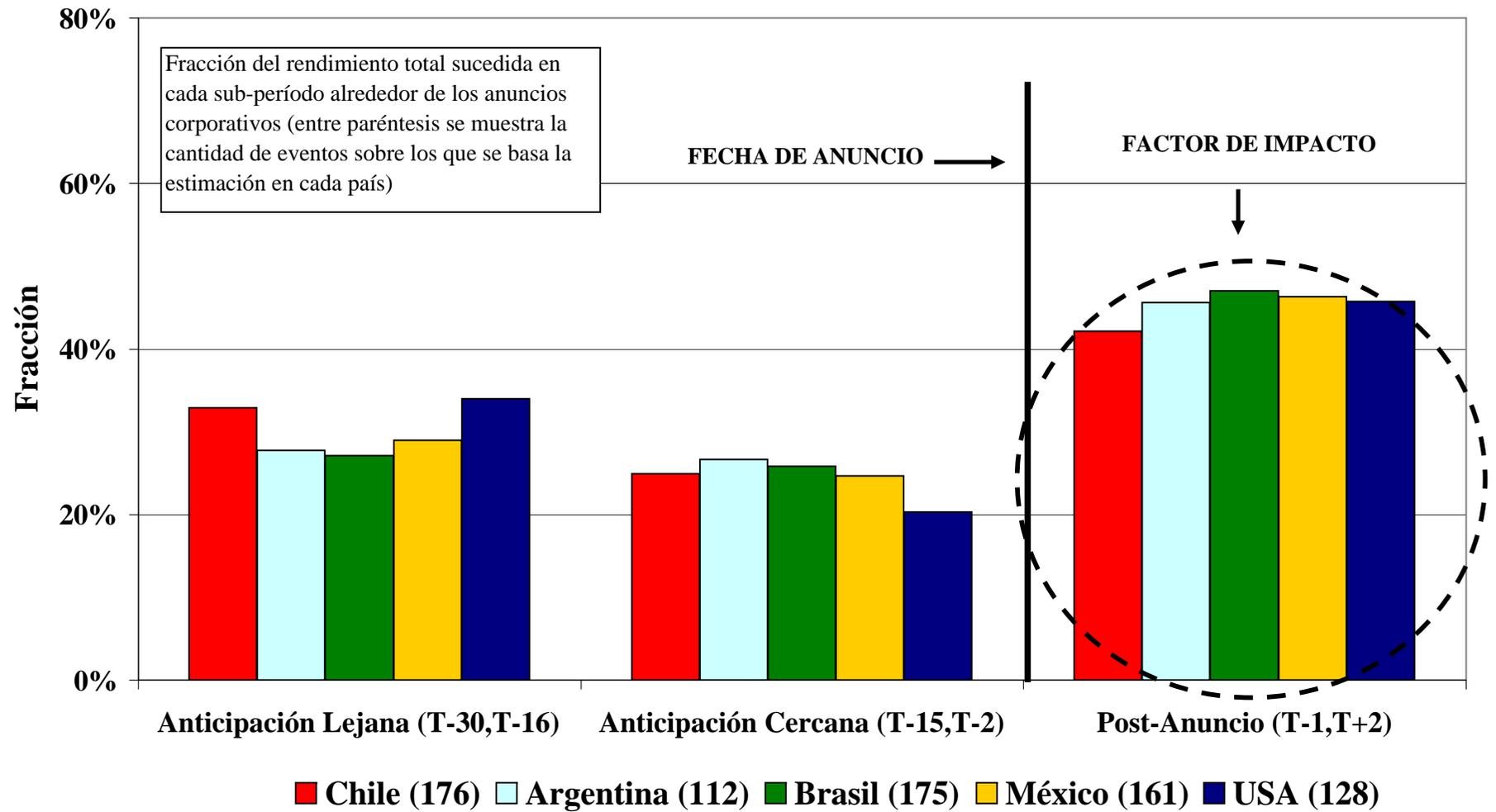


Fig. 6: VOLATILIDAD ANORMAL. ADQUISIC. Y DESINVERSIONES
 VOLATILIDAD ANORMAL DURANTE
 ANTICIPACIÓN Y ANUNCIO DE SORPRESAS DE JURE

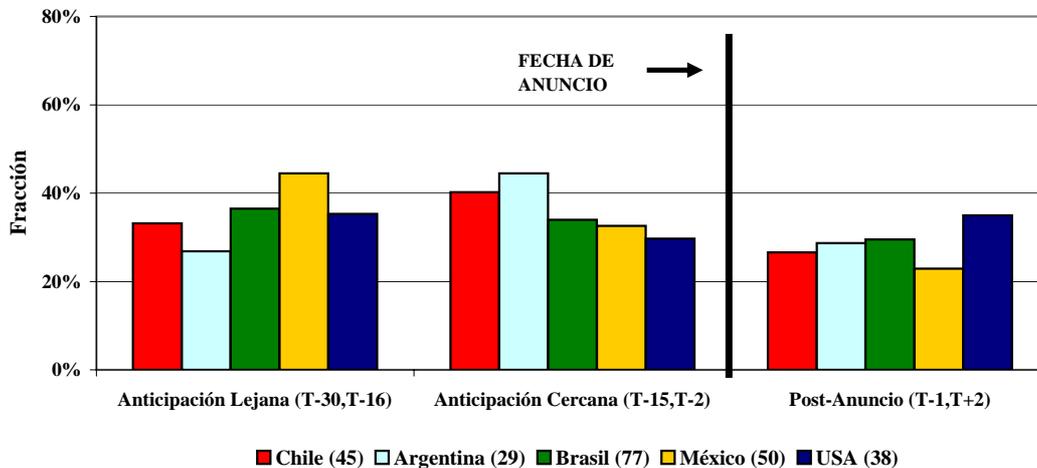


**Fig. 7: ANÁLISIS DE RENDIMIENTO TOTAL
COMPARACIÓN INTERNACIONAL**

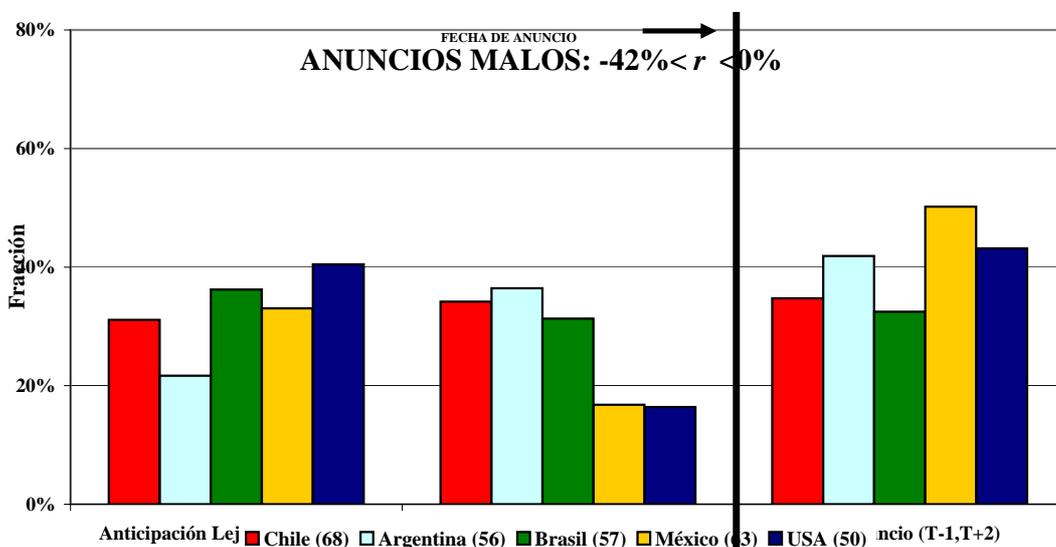
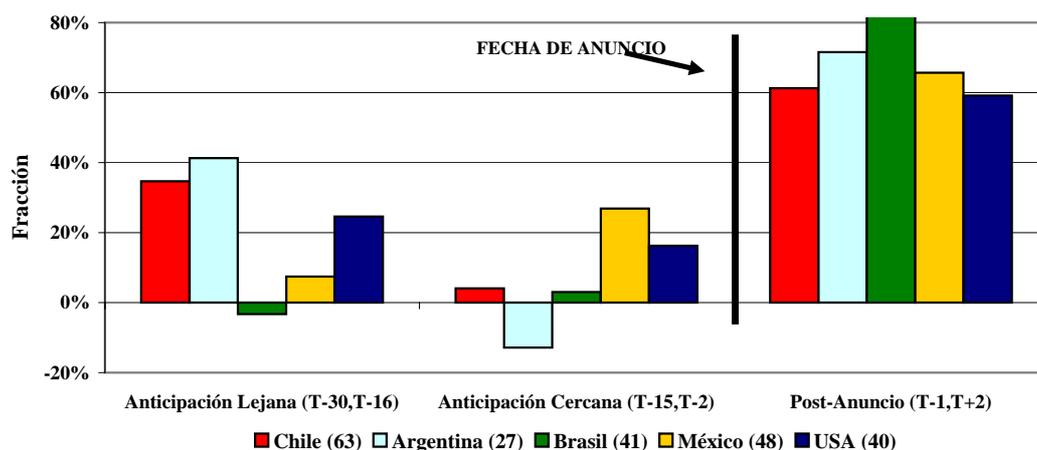


**Fig. 8: ANÁLISIS DE RENDIMIENTO TOTAL
COMPARACIÓN INTERNACIONAL. ABIERTO POR BONDAD DE ANUNCIO**

ANUNCIOS MUY BUENOS : $10\% < r < 42\%$



ANUNCIOS BUENOS: $0\% < r < 10\%$



Apéndice: Lista de firmas incluidas en la muestra

País: Chile

N	Sector	Nombre de la firma	Ticker		Fecha de alta en la muestra	Presencia 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (en%)	Volumen 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (US\$ millones)
			Económica	Bloomberg			
1	Alimentos y Beb	Embotelladora Andina S.A.	ANDINA-B	ANDINAB	7-Jan-00	95	1,708
2	Alimentos y Beb	Compania Cervecerias Unidas S.A.	CCU	CCU	4-Jan-00	96	2,666
3	Alimentos y Beb	Viña Concha Y Toro S.A.	CONCHATORO	CONCHA	7-Jan-00	89	651
4	Comercio	Cencosud S.A.	CENCOSUD	CENCOSUD	10-May-04	43	4,862
5	Comercio	Distribucion Y Servicio D&S S.A.	D&S	DYS	4-Jan-00	99	4,491
6	Comercio	S.A.C.I. Falabella	FALABELLA	FALAB	4-Jan-00	100	2,338
7	Comercio	Empresas La Polar S.A.	LA POLAR	LAPOLAR	17-Sep-03	52	2,874
8	Energía Eléctrica	Colbun S.A.	COLBUN	COLBUN	4-Jan-00	100	3,962
9	Energía Eléctrica	Empresa Electrica Del Norte Grande S.A.	EDELNOR	EDELNOR	4-Jan-00	91	310
10	Energía Eléctrica	Empresa Nacional De Electricidad S.A.	ENDESA	ENDESA	4-Jan-00	100	5,437
11	Energía Eléctrica	Enersis S.A.	ENERSIS	ENERSIS	4-Jan-00	100	8,588
12	Finanzas y Seguros	Banco Credito E Inversiones	BCI	BCI	6-Jan-00	93	832
13	Finanzas y Seguros	Banco Santander-Chile	BSANTANDER	BSAN	4-Jan-00	100	2,797
14	Finanzas y Seguros	Banco De Chile	CHILE	CHILE	4-Jan-00	97	1,458
15	Finanzas y Seguros	Corpbanca	CORPBANCA	CORPBANC	27-Nov-02	62	1,968
16	Minería	Sociedad Punta Del Cobre S.A.	PUCOBRE-A	PUCOBRA	4-Jan-00	59	101
17	Minería	Sociedad Quimica Y Minera De Chile S.A.	SQM-B	SQM/B	4-Jan-00	100	4,098
18	Siderur & Metalur	Cap S.A.	CAP	CAP	4-Jan-00	97	2,350
19	Siderur & Metalur	Cintac S.A.	CINTAC	CINTAC	11-Jan-00	55	136
20	Siderur & Metalur	Madeco S.A.	MADECO	MADECO	4-Jan-00	98	1,675
21	Telecomunicación	Cia. De Telecomunicaciones De Chile S.A.	CTC-A	CTCA	4-Jan-00	100	5,509
22	Telecomunicación	Empresa Nacional De Telecomunicaciones S.A.	ENTEL	ENTEL	4-Jan-00	100	3,429
23	Transporte Servic	Lan Airlines S.A.	LAN	LAN	4-Jan-00	96	4,606
24	Transporte Servic	Compania Sud Americana De Vapores S.A.	VAPORES	VAPORES	6-Jan-00	74	2,074
25	Transporte Servic	Puerto Ventanas S.A.	VENTANAS	VENTANA	5-Jan-00	64	68

País: Argentina

N	Sector	Nombre de la firma	Ticker		Fecha de alta en la muestra	Presencia 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (en%)	Volumen 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (US\$ millones)
			Económica	Bloomberg			
1	Alimentos y Beb	Molinos Rio De La Plata Sociedad Anonima	MOLI72	MOLI	4-Jan-00	99	458
2	Alimentos y Beb	Quilmes Industrial	LQU	LQU	4-Jan-00	98	1,530
3	Energía Eléctrica	Central Puerto Sociedad Anonima	CEPU72	CEPU2	4-Jan-00	94	95
4	Energía Eléctrica	Endesa Costanera Sociedad Anonima	CECO72	CECO2	4-Jan-00	92	117
5	Energía Eléctrica	Compañía De Transporte De Energia Electrica En Alta T	TRAN72	TRAN	31-Jul-00	80	277
6	Finanzas y Seguros	Banco Hipotecario Sociedad Anonima	BHIP72	BHIP	4-Jan-00	70	209
7	Finanzas y Seguros	Banco Macro Bansud Sociedad Anonima	BMA72	BMA	4-Jan-00	96	1,653
8	Finanzas y Seguros	Bbva Banco Frances Sociedad Anonima	FRAN72	FRAN	4-Jan-00	100	1,409
9	Finanzas y Seguros	Grupo Financiero Galicia Socieda Anonima	GGAL72	GGAL	24-Jul-00	93	4,186
10	Siderur & Metalur	Aluar Aluminio Argentino Sociedad Anonima Industrial	ALUA72	ALUA	5-Jan-00	89	431
11	Siderur & Metalur	Tenaris Sociedad Anonima	TS72	TS	17-Dec-02	62	50,706
12	Telecomunicación	Telecom Argentina Sociedad Anonima.	TECO72	TECO2	4-Jan-00	100	2,570
13	Telecomunicación	Telefonioca De Argentina Sociedad Anonima	TAR	TAR	4-Jan-00	98	4,779

País: Brasil

N	Sector	Nombre de la firma	Ticker		Fecha de alta en la muestra	Presencia 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (en%)	Volumen 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (US\$ millones)
			Económica	Bloomberg			
1	Alimentos y Beb	Companhia De Bebidas Das Americas-Ambev	AMBV4	AMBV4	4-Jan-00	100	15,898
2	Alimentos y Beb	Minupar Participacoes Sa	MNPR4	MNPR4	4-Jan-00	64	20
3	Alimentos y Beb	Sadia	SDIA4	SDIA4	4-Jan-00	100	5,463
4	Comercio	Globex Utilidades Sa	GLOB4	GLOB4	4-Jan-00	63	142
5	Comercio	Lojas Americanas S.A.	LAME3	LAME3	4-Jan-00	73	175
6	Comercio	Lojas Americanas S.A.	LAME4	LAME4	4-Jan-00	100	4,484
7	Comercio	Companhia Brasileira De Distribuicao	PCAR4	PCAR4	4-Jan-00	100	4,485
8	Energía Eléctrica	Cemig	CMIG4	CMIG4	4-Jan-00	100	20,267
9	Energía Eléctrica	Cia. Paranaense De Energia - Copel	CPLE6	CPLE6	4-Jan-00	100	8,292
10	Energía Eléctrica	Eletrobras	ELET3	ELET3	4-Jan-00	100	10,853
11	Finanzas y Seguros	Bradesco	BBDC4	BBDC4	4-Jan-00	100	37,310
12	Finanzas y Seguros	Banco Itau Holding Financeira S.A.	ITAU4	ITAU4	4-Jan-00	100	29,395
13	Finanzas y Seguros	Unibanco-Uniao De Bancos Brasileiros Sa	UBBR11	UBBR11	4-Jan-00	99	12,992
14	Minería	Magnesita Sa	MAGS5	MAGS5	4-Jan-00	99	402
15	Minería	Vale Rio Doce	VALE5	VALE5	4-Jan-00	100	76,746
16	Siderur & Metalur	Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa	FESA4	FESA4	4-Jan-00	92	248
17	Siderur & Metalur	Gerdau S.A.	GGBR4	GGBR4	4-Jan-00	100	17,223
18	Siderur & Metalur	Companhia Siderurgica Nacional	CSNA3	CSNA3	4-Jan-00	100	23,179
19	Siderur & Metalur	Usinas Siderurgicas De Minas Gerais S.A.	USIM5	USIM5	4-Jan-00	100	31,132
20	Telecomunicación	Brasil Telecom	BRTO4	BRTO4	4-Jan-00	100	10,373
21	Telecomunicación	Tele Norte Leste Participações S/A	TNLP4	TNLP4	4-Jan-00	100	66,018
22	Telecomunicación	Tim Participacoes	TCSL4	TCSL4	4-Jan-00	100	6,433
23	Transporte Servic	Ccr Rodovias	CCRO3	CCRO3	1-Feb-02	68	5,648
24	Transporte Servic	Savirg S/A Viação Aérea Riograndense	VAGV4	VAGV4	4-Jan-00	96	791
25	Transporte Servic	Tam	TAMM4	TAMM4	7-Jan-00	35	6,872

País: México

N	Sector	Nombre de la firma	Ticker		Fecha de alta en la muestra	Presencia 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (en%)	Volumen 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (US\$ millones)
			Económica	Bloomberg			
1	Alimentos y Beb	Grupo Embotelladoras Unidas, S.A.B. De C.V.	GEUPECB	GEUPECB	3-Mar-00	20	72
2	Alimentos y Beb	Grupo Modelo, S.A De C.V.	GMODELOC	GMODELOC	4-Jan-00	100	8,892
3	Comercio	Grupo Elektra, S.A. De C.V.	ELEKTRA	ELEKTRA*	4-Jan-00	100	3,147
4	Comercio	Organización Soriana, S.A. De C.V.	SORIANAB	SORIANAB	4-Jan-00	100	2,970
5	Comercio	Wal - Mart De México, S.A.B. De C.V.	WALMEXV	WALMEXV	4-Jan-00	100	35,091
6	Finanzas y Seguros	Grupo Financiero Banorte, S.A. De C.V.	GFINBURO	GFINBURO	4-Jan-00	100	2,617
7	Finanzas y Seguros	Grupo Financiero Inbursa, S.A. De C.V.	GFNORTEO	GFNORTEO	4-Jan-00	100	12,090
8	Minería	Cia. Minera Autlan, S.A De C.V.	AUTLANB	AUTLANB	6-Jan-00	42	88
9	Minería	Grupo México, S.A. B. De C.V.	GMEXICOB	GMEXICOB	4-Jan-00	100	17,900
10	Minería	Industrias Peñoles, S.A. De C.V.	PE&OLES	PE&OLES*	4-Jan-00	99	1,251
11	Siderur & Metalur	Alfa, S.A.B. De C.V.	ALFAA	ALFAA	4-Jan-00	100	10,438
12	Siderur & Metalur	Grupo Imsa, S.A.B. De C.V.	IMSA	IMSA*	4-Jan-00	88	1,720
13	Siderur & Metalur	Grupo Simec, S.A.B. De C.V.	SIMECB	SIMECB	4-Jan-00	68	416
14	Telecomunicación	América Móvil, S.A.B. De C.V.	AMXL	AMXL	8-Feb-01	86	58,236
15	Telecomunicación	Carso Global Telecom, S.A. De C.V.	TELECOMA1	TELECOA1	4-Jan-00	100	7,553
16	Telecomunicación	Telefonos De México S.A. De C.V.	TELMEXL	TELMEXL	4-Jan-00	100	47,533
17	Transporte Servic	Grupo Aeroportuario, S.A. De C.V.	AMEXICOA	AMEXICOA	7-Jan-00	57	1,048
18	Transporte Servic	Cintra, S.A. De C.V.	ASR	ASR	29-Sep-00	90	4,787

País: Estados Unidos de América (USA)

N	Sector	Nombre de la firma	Ticker		Fecha de alta en la muestra	Presencia 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (en%)	Volumen 1-Ene-2000 a 31-Ago-2007 (US\$ millones)
			Económica	Bloomberg			
1	Alimentos y Beb	Anheuser-Busch Companies, Inc.	BUD	BUD	4-Jan-00	100	237,731
2	Alimentos y Beb	Coca Cola Enterprises Inc	CCE	CCE	4-Jan-00	100	55,791
3	Alimentos y Beb	Pepsico Inc	PEP	PEP	4-Jan-00	100	421,337
4	Comercio	Costco Wholesale Corp /New	COST	COST	4-Jan-00	100	352,204
5	Comercio	Macy'S, Inc.	M	M	4-Jan-00	100	221,713
6	Comercio	Sears Holdings Corp	SHLD	SHLD	30-Apr-03	55	264,946
7	Comercio	Target Corp	TGT	TGT	4-Jan-00	100	375,121
8	Energía Eléctrica	Dominion Resources Inc /Va/	D	D	4-Jan-00	100	177,382
9	Energía Eléctrica	Duke Energy Corp	DUK	DUK	4-Jan-00	100	205,342
10	Energía Eléctrica	Txu Corp /Tx/	TXU	TXU	4-Jan-00	100	253,821
11	Finanzas y Seguros	Bank Of America Corp /De/	BAC	BAC	4-Jan-00	100	925,082
12	Finanzas y Seguros	Citigroup Inc	C	C	4-Jan-00	100	1,317,585
13	Finanzas y Seguros	Wells Fargo & Co/Mn	WFC	WFC	4-Jan-00	100	478,033
14	Minería	Freeport McMoran Copper & Gold Inc	FCX	FCX	4-Jan-00	100	269,998
15	Minería	Newmont Mining Corp /De/	NEM	NEM	4-Jan-00	100	348,454
16	Minería	Potash Corp Of Saskatchewan Inc	POT	POT	4-Jan-00	100	86,123
17	Minería	Vulcan Materials Co	VMC	VMC	4-Jan-00	100	57,631
18	Siderur & Metalur	Nucor Corp	NUE	NUE	4-Jan-00	100	199,802
19	Siderur & Metalur	United States Steel Corp	WOR	WOR	4-Jan-00	100	17,352
20	Siderur & Metalur	Worthington Industries Inc	X	X	4-Jan-00	100	231,862
21	Telecomunicación	At&T Inc.	S	S	4-Jan-00	100	350,318
22	Telecomunicación	Sprint Nextel Corp	T	T	4-Jan-00	100	661,147
23	Telecomunicación	Verizon Communications Inc	VZ	VZ	4-Jan-00	100	565,483
24	Transporte Servic	Amr Corp	AMR	AMR	4-Jan-00	100	152,942
25	Transporte Servic	Continental Airlines Inc /De/	CAL	CAL	4-Jan-00	100	96,225
26	Transporte Servic	Southwest Airlines Co	LUV	LUV	4-Jan-00	100	110,200
27	Transporte Servic	Tidewater Inc	TDW	TDW	4-Jan-00	100	80,699