

IMPACTO EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO DEL PROCESO DE PRESENTACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS BAJO NORMATIVA IFRS.

IMPACT ON THE CHILEAN STOCK MARKET BY THE PROCESS OF FINANCIAL STATEMENT PRESENTATION UNDER IFRS RULES.

Fredy Riadi Amar¹ , Víctor Beltramin Humeres² , Jorge Díaz Castro³

RESUMEN

La presentación de Estados Financieros bajo normas de IFRS ha estado en el centro de la atención de muchos interesados, lo cual lleva a esperar que las decisiones que tomen las empresas chilenas frente a las opciones abiertas por la Superintendencia de Valores y Seguros tengan efectos sobre la valorización de éstas. Utilizando una de las metodologías tradicionales para el estudio de eventos, desde un punto de vista cualitativo, los resultados anormales muestran un quiebre visible a partir de la fecha de eventos seleccionada, resultando en un cambio desde una tendencia alcista a otra a la baja para el caso de aquellas empresas que no optaron por la alternativa full IFRS. Este resultado no pudo ser confirmado al aplicar pruebas estadísticas, no pudiéndose rechazar la hipótesis nula de rentabilidades anormales igual a cero, al menos con los datos utilizados en este estudio.

Un esfuerzo adicional se hizo para averiguar si existen o no algunos factores que pudieran claramente diferenciar a los dos grupos de empresas investigados, llegando a la conclusión inicial de que, a excepción del tamaño de las empresas, las demás variables recopiladas no permiten una clara discriminación entre estos dos subgrupos. En esta línea se necesita mayor investigación futura.

Palabras claves: : Valor de Mercado, Circular 485 SVS, Normativa IFRS, Método de Eventos.

ABSTRACT

The presentation of Financial Statements under IFRS rules has been the center of attention for many interested parties, and it is expected that the decisions undertaken by Chilean firms, when they are confronted by the options opened by the Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), will have effects on the valuation of them. Using one of the traditional methodology for event studies, from a qualitative point of view, the abnormal results show a clear break starting at the selected event date, changing from a rising trend to a negative trend in the case of firms that didn't choose the full IFRS. This result couldn't be confirmed by the tests applied, not been able to reject the null hypothesis of abnormal rentabilities equal to zero, at least with the data used in this study.

An additional effort was made to seek for the existence or not of some factors that could clearly differentiate the two groups of firms researched, reaching the same initial conclusion that, except for the size of the firm, other collected variables don't allow the discrimination between these two groups. In this line of reasoning, more research is needed in the future.

Keywords: Market Value, Circular 485 SVS, IFRS rules, Event Methodology.

1 Fredy Riadi Amar, es Profesor Asociado de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad Austral de Chile. Área de interés: Finanzas Corporativas. friadi@uach.cl

2 Victor Beltramin Humeres, es Profesor ad honorem de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad Austral de Chile. Área de interés: Contabilidad aplicada y sistemas de gestión. beltramin@beltramin.cl

3 Jorge Díaz Castro, es Profesor Asociado de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad Austral de Chile. Área de interés: Contabilidad Teórica y Control de Gestión. jdiaz@uach.cl

I. INTRODUCCIÓN.

Es probable que en la historia de la normativa contable, nunca haya existido un esfuerzo tan importante de difusión como ha sido la historia de las normas IFRS. En este trabajo, se asume que el alto grado de familiarización por parte de los inversionistas, analistas, ejecutivos, profesionales y otros interesados, creó expectativas respecto de la decisión que finalmente tomarían las empresas en relación a las alternativas que la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) ofreció para presentar los estados financieros al 31 de diciembre de 2009. El Oficio Circular 485 marcó las opciones ofrecidas a las empresas, y la comunicación escrita por parte de éstas a la SVS respecto de la alternativa seleccionada, resultó en un amplio conocimiento público.

Para este estudio, se consideró como fecha de evento la carta enviada por parte de las empresas a la SVS comunicando la opción elegida. Es probable que existiera la posibilidad de que esta información se filtrara en parte antes de esta fecha, pero el grado de certeza y generalización de esta información se oficializa definitivamente con la comunicación pública por parte de la SVS de la opción elegida por las empresas. Siguiendo otros estudios de eventos con datos diarios, en el análisis se utilizaron los 14 días previos y posteriores al evento. Asimismo, se consideraron como potenciales para ser incluidas en la muestra, aquellas empresas con una presencia bursátil mayor al 90 por ciento, aspecto que deja espacio para un estudio con un mayor número de empresas, aunque por el peso del valor de mercado de las incluidas (mayor al 50 por ciento), permite estimar que los resultados no diferirían demasiado de los obtenidos en este estudio.

Los resultados descriptivos hacen pensar en un comportamiento distintivo alrededor del evento. Al separar la muestra en dos grupos, las rentabilidades anormales acumuladas de las empresas que optaron por la alternativa *full* IFRS, no muestran un efecto importante; sin embargo, en el caso de las empresas que seleccionaron la alternativa *pro forma*, exhiben una tendencia evidente a la baja en los días posteriores a la decisión, lo cual podría significar que los inversionistas la consideraron una señal negativa.

Al profundizar sobre los resultados,

aplicando algunas pruebas de significancia, no se pudo ser concluyente respecto a la observación descriptiva anterior. Con muy pocas excepciones, los retornos anormales promedios para cada día antes y después del evento no son significativamente distintos de cero, aspecto corroborado con una prueba no paramétrica.

En la primera sección, se presenta una breve evolución de la normativa IFRS en Chile, luego se pasa a describir alguna investigación previa relevante, terminando con el análisis y conclusiones obtenidas.

II. LA INTERVENCIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS EN EL PROCESO DE ADOPCIÓN DE LAS NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA.

La Superintendencia de Valores y Seguros, asumiendo su rol fiscalizador, ha tenido desde un comienzo un rol importante en el proceso de convergencia a las normas internacionales, interactuando con el Colegio de Contadores de Chile, a nivel interno, y relacionándose con las instituciones congéneres en el plano internacional.

Las principales acciones del organismo regulador se han centrado en establecer una secuencia armónica de las etapas propias de la convergencia, cuidando por una parte el cumplimiento estricto de las normas, y proporcionado por la otra, las facilidades que le permitan a las empresas fiscalizadas un tránsito paulatino hacia la adopción definitiva.

A continuación se presenta una reseña cronológica de las instrucciones emanadas de la SVS en orden a regular la transición a IFRS, y que se estima tuvieron incidencia en el mercado. Cabe hacer mención que, dado que este proceso es muy dinámico y complejo, algunos de estos instructivos se fueron modificando sobre la marcha, hasta llegar a las disposiciones definitivas vigentes.

1. Oficio Circular 368 (16/10/06)

Se anuncia el proceso de preparación para la convergencia y se hace un llamado a informarse sobre las IFRS. Además, se autoriza, en primera instancia, la no presentación de estados financieros intermedios comparativos.

Esta es la primera señal de que la SVS intervendrá directamente en el proceso de adopción y, lo que es más relevante, induce a las entidades fiscalizadas, con excepción de las compañías de seguros, a iniciar la evaluación de los efectos del cambio normativo.

2. Oficio Circular 384 (06/02/07)

Se invita a visitar el sitio web de la SVS para interiorizarse de los asuntos relacionados con la normativa internacional. Por otra parte, envía un cuestionario a las entidades que cumplen con ciertos requisitos, como una primera aproximación a establecer una selección de las empresas de mayor incidencia en el mercado.

Este cuestionario, que contiene preguntas orientadas a indagar acerca del grado de preparación de las sociedades frente a la adopción de las nuevas normas, es percibido como una primera señal, por parte del organismo regulador, para establecer un proceso gradual.

3. Oficio Circular 427 (28/12/07)

Lo principal de este documento es que se definen las primeras sociedades que deben entrar en régimen a partir del 1 de enero de 2009. Estas corresponden a entidades con presencia bursátil destacada y que cuentan con Comité de Directores. El resto de las empresas deben ingresar en 2010.

Indudablemente, esta instrucción contribuyó a quitar presión al mercado, dado que muchas empresas enfrentaban el proceso de adopción con un cierto grado de inquietud y con una cuota no despreciable de desconocimiento de los efectos reales.

De esta forma, la adopción gradual significó que las primeras empresas en entrar en régimen fueran aquellas que, por su naturaleza y relaciones internacionales, están en mejor posición para enfrentar el proceso.

Entre otras instrucciones relativas a la forma de presentar la información a la SVS, se faculta a las entidades en general para utilizar una moneda funcional distinta del peso chileno, previa evaluación de la administración y sus auditores externos. Esta autorización tiene un impacto importante en el mercado, dado que a las empresas que tradicionalmente informaban en pesos, a pesar de cumplir con las condiciones

para informar en una moneda funcional distinta, se les abre la posibilidad de regularizar los efectos en resultados por este concepto.

Por medio del Oficio Circular 438, del 14 de febrero de 2008, se comunica la nómina de empresas que deben entrar en régimen de IFRS en 2009.

4. Oficio Circular 457 (20/06/08)

Se instruye para que las empresas que adopten las normas en 2009 informen al público los efectos patrimoniales que se han evidenciado para el inicio del período de transición, a través de una conciliación entre los saldos al 31 de diciembre de 2007, según PCGA chilenos, y los saldos a esa misma fecha según normas IFRS. En este informe deben identificarse los efectos, cuando corresponda, del cambio de moneda funcional.

Esta conciliación es importante a nivel del mercado, porque es el primer reporte numérico público relacionado con el proceso de adopción durante el año de transición y sirvió para adelantar la cuantía y proyección de los efectos. Posteriormente, a través de los Oficios Circulares 461, 471 y 499, se instruye a las entidades fiscalizadas para que envíen información adicional sobre los efectos de la nueva normativa.

La importancia de esta información parcial y sucesiva, es que el mercado ha tenido una aproximación a los efectos de la adopción de las nuevas normas y ello ha contribuido a disminuir la incertidumbre.

5. Oficio Circular 485 (19/11/08)

Este documento reviste una importancia especial para el presente trabajo, dado que contiene instrucciones que dan origen al evento en torno al cual se hacen las mediciones correspondientes.

En este Oficio Circular, la SVS indica las opciones para la presentación de los estados financieros bajo IFRS de las sociedades designadas por Oficio Circular 427, a saber:

- Estados Financieros full IFRS al 31 de diciembre de 2009, comparativo con ejercicio 2008.
- Estados Financieros proforma al 31 de

diciembre de 2009, no comparativos con ejercicio 2008.

Al mismo tiempo, se indica que estas sociedades deben informar la opción elegida (evento) a más tardar el 28 de febrero de 2009.

Como puede apreciarse, la SVS asumió desde el comienzo el liderazgo de este proceso, dentro de su ámbito de fiscalización. En primer lugar, se abordó el proceso de adopción para las sociedades emisoras y en la actualidad se están estudiando las que corresponden a las compañías aseguradoras y a los intermediarios de valores.

La normativa que emane de esta función reguladora contribuirá a ordenar la presentación de la información financiera, otorgando mayor confianza al mercado. Sin embargo, es importante señalar un hecho incuestionable, cual es que todos los actores del mercado, tales como administradores, emisores, intermediarios, auditores externos y la propia Superintendencia, carecen de una experiencia probada en materia de aplicación de este complejo cuerpo normativo, por lo que se espera que durante los primeros períodos en que se reporte información financiera bajo IFRS se producirán deficiencias, errores y omisiones que sólo serán resueltas a través de una acción coordinada entre los organismos técnicos y fiscalizadores.

III. Investigación previa.

El proceso de convergencia hacia las IFRS representa la culminación o, por lo menos, un hito importante, de toda una historia relacionada con la cuestión de si estandarizar o no las normas. Tal como lo recuerda Ray Ball (2005) esta pregunta fue el tema central del primer Congreso Mundial de Contadores realizado en el año 1904 y, a pesar de nunca haber perdido vigencia, existe un escaso cuerpo de conocimientos que señale los fundamentos teóricos para una u otra opción.

Ray Ball, quien fuera pionero en la utilización de la metodología de eventos para estudiar la relevancia o no de las cifras contables (Ball y Brown, 1968), en la inauguración de un acto organizado por la profesión contable de Inglaterra en honor de PD Leake, reconoce que no habrá vuelta atrás en este proceso en el sentido de su aplicación global, pero pone dudas sobre la uniformidad en el proceso de implementación. La normativa contable no es

solamente el resultado de un proceso económico, sino que también de un proceso político, y como la contabilidad en base de devengado involucra criterios subjetivos acerca de los flujos de caja futuros, deja espacio para que los productores de la información contable (ejecutivos, empresas) y los cuerpos normativos y controladores (Cortes, reguladores, directorios, gremios, etc.) apliquen criterios locales (Ball, 2005 pp. 27).

Muchos argumentos a favor de la adopción de las IFRS se han difundido a través de la historia de la armonización global contable. Dos casos mencionados por Choi (1999) son importantes de destacar:

- Dada la creciente internacionalización de las empresas, la uniformidad contable permite la comparabilidad de la información para la toma de decisiones.
- Ahorro en costos y tiempo para efectos de consolidación.

Además, se generan importantes economías de escala dado que las normas se crean por única vez. En palabras de Ball (2009 pp. 6) "...son un tipo de *bien público*, en que el costo marginal de un usuario adicional que las adopte es cero".

Por las razones anteriores, la uniformidad contable puede ocurrir en forma espontánea. Sin embargo, existen situaciones que limitan la adopción bajo un escenario voluntario y Ball (2005 pp. 8) resalta algunas:

- Existe poca claridad en la relación entre calidad de información y normas de contabilidad uniforme, dado que las empresas difieren en una amplia gama de dimensiones, difíciles de acomodar bajo un solo estándar.
- Alto costo de establecer normas que respondan a todo tipo de contingencias.
- Los reguladores en diferentes países pueden no estar dispuestos a asumir el costo impuesto, por la falta de comparabilidad con otros.

Las limitantes hacia un proceso voluntario respaldan la regulación que obliga a la adopción de estándares uniformes. Sin embargo, las normas pueden estar estandarizadas, pero esto no asegura que se logre una implementación uniforme en diferentes países. Watts y

Zimmerman (1986) destacan que la contabilidad es el resultado no solamente de fundamentos económicos, sino que también de factores políticos, y este último aspecto es el que hace dudar a Ray Ball (2005 pp. 10), que si bien reconoce el alto grado de integración que ha estado ocurriendo en los mercados de productos y de capitales, las fuerzas políticas y de mercado son locales y seguirán en el futuro. Esta situación puede llevar a que continúen las diferencias en la práctica contable a nivel global.

A pesar de las dudas de Ball, el proceso continúa y Europa está siendo la estrella en este tránsito. Una importante cantidad de estudios se están llevando a cabo sobre el impacto de las IFRS para diferentes áreas de interés y países. Por ejemplo, el trabajo de Lantto y Sahlström (2007) estudia las consecuencias económicas de las IFRS a través de su impacto en ratios financieros para el caso de Finlandia. Otro estudio (Cordeiro et al, 2005) mide el impacto de la aplicación de las IFRS en la estructura de los estados financieros durante el cumplimiento del proceso de conversión. Schiebel (2006) compara el valor informacional de los métodos de consolidación bajo GAAP e IFRS para empresas listadas en la bolsa de Frankfurt. Y así, la mayor parte de estos trabajos están limitados a cifras contables y a países específicos.

Una excepción la constituye el trabajo desarrollado por Armstrong et al. (2009) quienes examinan la reacción del mercado europeo ante la adopción de las IFRS. Estos autores evalúan el impacto bursátil europeo de 16 eventos, utilizando una ventana de tres días alrededor de cada uno de éstos, y encontrando reacción incremental positiva para el caso de empresas con menor calidad informacional antes de la adopción, aspecto consistente con lo esperado de la nueva normativa.

La reacción de los inversionistas frente a la adopción de las IFRS en Europa no está lo suficientemente evidenciada y lo mismo está ocurriendo en Chile. Este trabajo se focaliza en este punto, para así agregar algunos resultados iniciales de la reacción en el mercado de capitales chileno frente a la nueva normativa.

IV. DATOS Y METODOLOGÍA.

La pregunta central está relacionada con la posibilidad de que resulten rentabilidades anormales debido a la adopción de las IFRS

por parte de empresas chilenas. Las opciones permitidas por la Superintendencia de Valores y Seguros, otorgan una oportunidad única para investigar, desde diferentes perspectivas (ratios financieros, estructura de los estados financieros, impacto de la aplicación de los criterios de valor justo, etc.), este probable impacto.

La aplicación del análisis de estudios de eventos se ajusta bien a este trabajo y se sigue la metodología descrita por Campbell, Lo y MacKinlay (1997) y de Brown y Warner (1985), en especial para su utilización con datos diarios. La hipótesis nula es la usual, es decir: *El evento no tiene impacto en la media o varianza de las rentabilidades.*

1. Datos.

Se consideró como población al total de las empresas que optaron ya sea por *full* IFRS (94 empresas) o Pro-forma (104 empresas). Sin embargo, la muestra definitiva consistió solamente en las empresas con presencia bursátil mayor al 90 por ciento y que tuvieran movimientos en el día de la fecha considerada como fecha de evento. El listado de las empresas finalmente consideradas se encuentra en la Tabla 1 del anexo, en la cual se incluyen algunas características adicionales.

Antes de esta fecha, los medios, la profesión, entidades reguladoras, empresas consultoras y de auditoría, lograron que los distintos tipos de inversionistas, analistas y otros interesados estuvieran atentos más que nunca en la historia de la normativa chilena. Este hecho, hace pensar en la pregunta de si la decisión de las empresas respecto de las alternativas ofrecidas por la SVS, tuvo algún efecto significativo en la rentabilidad accionaria.

Aunque el número final de empresas es pequeño, el valor bursátil para estas empresas, obtenido de la reseña de valores de la Superintendencia de Valores y Seguros para el año 2008 (SVS 2008), supera el 50 por ciento del total bursátil de las empresas listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y la inclusión de todas las empresas se deja para un trabajo futuro. Sin embargo, considerar solamente las empresas con gran presencia bursátil, minimiza los problemas metodológicos propios de considerar datos diarios.

2. Fecha del Evento.

La fecha del evento a seleccionar corresponde a aquella en la que se considera que la información diseminada por cualquier medio pudo tener un efecto en la rentabilidad accionaria. La noticia sobre la decisión de si optar por *full* o pro-forma IFRS, se pudo filtrar por diferentes medios (asambleas de socios, reunión de directorios, prensa, comunicación de la decisión a la SVS, primeros estados financieros *full* IFRS o estados financieros pro forma, etc.).

En este estudio, se ha considerado como evento a la fecha en que las empresas enviaron la comunicación formal a la SVS sobre la opción elegida. Estudios posteriores pueden sensibilizar fechas alternativas, pero se ha seleccionado esta fecha por su alto grado de credibilidad (decisión final) y, por lo tanto, clara señal al mercado.

3. Hipótesis nula.

La hipótesis nula a poner a prueba es:

Ho : La decisión comunicada a la Superintendencia de Valores y Seguros por parte de sociedades anónimas chilenas, sobre si emitir estados financieros full IFRS o pro forma, no genera rentabilidades anormales alrededor de la fecha de la comunicación. Una forma alternativa de definir Ho es que la media de rentabilidades anormales, durante la fecha del evento, es cero.

Se recopilaron precios accionarios y sus respectivas rentabilidades (en ninguna de las empresas consideradas hubo variaciones de capital ni pago de dividendos durante el período de análisis) para 14 días previos y 14 posteriores a la fecha de evento seleccionada.

Para efectos de análisis, los resultados se estudiaron desde dos perspectivas. En primer lugar, se observó y evaluó el comportamiento de las rentabilidades para todo el período de estudio y, en segundo lugar, se centró la atención alrededor de los cinco días previos y posteriores al evento para aislar lo más posible esta información de otros hechos que pudieran confundir los resultados.

De acuerdo a Campbell, Lo y MacKinlay (1997 pp. 151) la evaluación del impacto de un evento requiere una medida de rentabilidad anormal, la cual corresponde a la diferencia en la rentabilidad *ex post* alrededor del evento,

menos una medida de rentabilidad normal para el mismo período. Estos autores mencionan dos alternativas para medir la rentabilidad normal: el modelo de rentabilidad media constante y el modelo de mercado. El primero asume que la media es constante en el tiempo y el segundo asume una relación estable y lineal entre la rentabilidad del mercado y del título en cuestión. Para una explicación detallada del uso de este último modelo ver la aplicación de Fama a los canjes de acciones (Fama 1976 pp. 152), y aunque el modelo más utilizado, tanto en pruebas de eficiencia semifuerte como en análisis de impacto de eventos económicos, corresponde al modelo de mercado, cuando se cuenta con restricciones en los datos se utiliza el modelo de retorno ajustado al mercado y es visto como una alternativa restringida al modelo de mercado con alfa igual a cero y beta igual a 1. En los años 80 Masulis (1980 pp. 156) ya indicaba que existe una asociación poco significativa del modelo de mercado en contextos de datos diarios. Aunque en casos de no cumplirse estas condiciones no se aconseja utilizar este enfoque (Campbell et al, 1997 pp. 156), estudios comparativos desarrollados por Brown y Warner (1985), llevan a la conclusión de que los resultados no difieren significativamente entre los diferentes modelos utilizados. Para el caso de los datos de este estudio, la beta ponderada para la cartera de empresas consideradas es 0,98 (ver Tabla 1).

En la sección siguiente, se muestran los resultados de utilizar el modelo de retorno ajustado al mercado.

V. ANÁLISIS Y RESULTADOS.

El primer caso analizado corresponde a una ventana de días alrededor de la fecha de evento, que cubre desde el día -14 al día + 14 lo cual resulta en 29 días. Considerando que la muestra alcanza a 28 empresas, el número total de datos incluidos es de 812. De las 28 empresas, 16 optaron por *full* IFRS y 12 por la alternativa pro forma.

La Tabla 2 en el anexo, muestra las rentabilidades acumuladas ajustadas por el mercado para todas las empresas consideradas en la muestra (Consultar Tabla 2)

El gráfico siguiente (y que se reproduce junto a la Tabla 2 en el anexo) resume el comportamiento de las rentabilidades anormales acumuladas para todas las empresas

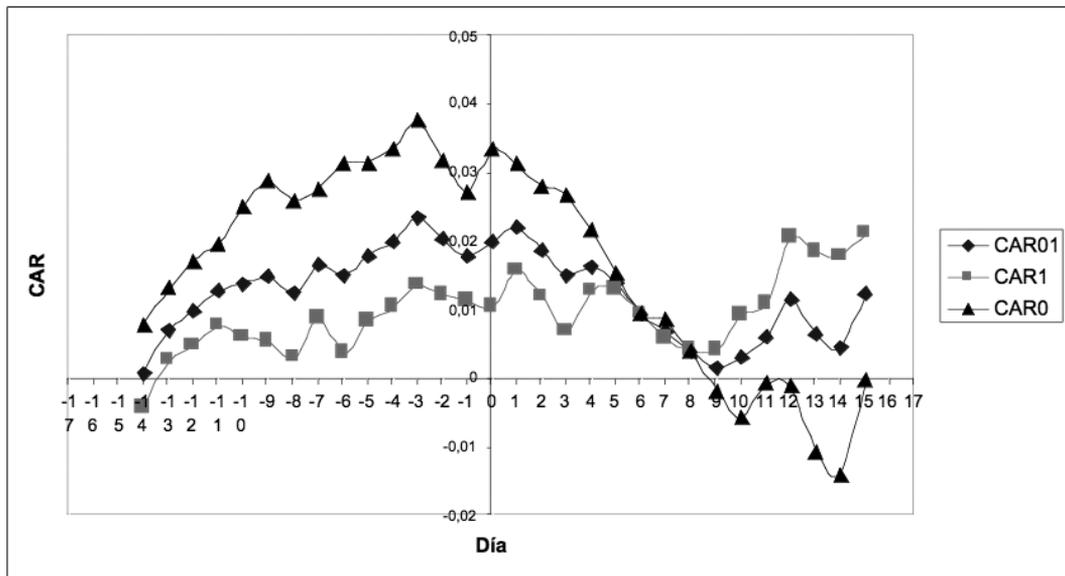
en la muestra (CAR01), para las empresas que optaron por la alternativa *full* (CAR1) y para las empresas que optaron por la alternativa pro forma (CAR0). El procedimiento utilizado es el siguiente:

1. Las rentabilidades anormales para cada empresa de la cartera se calcularon como la diferencia entre la rentabilidad individual y la rentabilidad del IPSA para el mismo día.
2. Se promediaron las rentabilidades ajustadas en forma transversal para cada día para todas las empresas.
3. Se acumularon las rentabilidades promedios anteriores, obteniendo así el CAR (*Cumulative Abnormal Returns*).

Algunas observaciones que se pueden resaltar, basados solamente desde una perspectiva visual, son las siguientes:

- a. No existe un efecto importante para el caso de las empresas que optaron por *full* IFRS. Es decir, no se observa una tendencia diferente para el período pre y post evento en la serie de tiempo de los CAR diarios.
- b. Existe un fuerte incremento en los CAR diarios pre evento para el caso de las empresas que optaron por la alternativa pro forma. Este fuerte incremento previo al evento, es seguido por una fuerte disminución para los días siguientes a la fecha de comunicación de la decisión a la SVS.

Gráfico Rentabilidades Acumuladas Ajustadas al Mercado



Fuente: Tabla 2 en el anexo

Una primera interpretación que puede deducirse del gráfico anterior es que la rentabilidad acumulada, cuando se considera la muestra completa (CAR01), muestra una fuerte declinación posterior a la fecha del evento. Sin embargo, si las empresas se separan entre las que optaron por una u otra modalidad, se puede observar que la disminución en las rentabilidades acumuladas anormales proviene solamente de las empresas que optaron por la modalidad pro forma y no *full* IFRS. ¿Significa esto que el

mercado ha “castigado” a las empresas que no optaron por incorporarse completamente a la nueva normativa financiera? La respuesta no es tan simple. Por ejemplo, si se asume que el mercado es eficiente en su forma semifuerte, el gráfico muestra que la rentabilidad acumulada se produce antes de la fecha del evento definido (nuevamente, influido por las empresas que optaron solamente por pro forma), es decir, que el mercado pudo haber anticipado la decisión. Si el mercado no ha sido eficiente y la

evolución de la rentabilidad previa no se debe a alguna filtración sobre la decisión final de las empresas, entonces, la declinación posterior se puede interpretar como un efecto negativo sobre el valor de mercado de las empresas que no optaron por la modalidad *full*.

¿Es concluyente lo anterior? No necesariamente. Recuérdese que la hipótesis nula que se está poniendo a prueba es si las rentabilidades anormales son iguales a cero. Para analizar esta hipótesis, se recurrió a la prueba t-student, utilizando la siguiente definición:

T-estadístico = $RA_t \times \text{Raíz}(N) / \text{Desviación Estándar de la muestra}$

Esta prueba fue aplicada para niveles alfa de 1%, 5% y 10%, y prácticamente ninguna t-student fue significativa, concluyendo que no se puede rechazar la hipótesis nula o que existen rentabilidades ajustadas por el mercado diferentes de cero. Entonces, si bien se observa un cierto comportamiento en los resultados resumidos en el gráfico anterior, no se puede ser concluyente desde el punto de vista estadístico, en cuanto a que la decisión de las empresas de optar por una u otra alternativa haya tenido un efecto significativo en el valor de mercado de sus acciones.

Dado que por corresponder a datos diarios y corto período de tiempo se podría poner en duda la normalidad de éstos y, por lo tanto, disminuir el poder de la prueba anterior, se aplicó una prueba no paramétrica al caso de las rentabilidades ajustadas al mercado para todas las empresas (test de los signos), llegando a la misma conclusión anterior.

¿Se puede explicar racionalmente esta última conclusión? En este punto es conveniente recordar que si las empresas basan sus decisiones con criterio económico y no contable, entonces el mercado puede haber interpretado que el cambio en la normativa correspondió solamente a una clase de “cosmética” en las cifras contables y que, por lo tanto, no tuvo efecto sobre los flujos de caja esperados por los inversionistas en el mercado.

¿Existen características distintivas que puedan explicar la decisión adoptada por las empresas de la muestra? Esta es una pregunta que requiere de análisis adicional para responderla. La calidad de la información, participación de mercado, volatilidad precios,

etc. son algunas de las variables que se pueden relacionar con el comportamiento de las rentabilidades acumuladas anormales. En la Tabla 1 se incluyen algunas características que se pueden observar. El tamaño de las empresas, medido por el patrimonio bursátil, es el único factor claramente distinto para las dos categorías de empresas y las que optaron por alternativa *full* más que doblan en tamaño a aquellas que optaron por la alternativa pro forma.

VI. CONCLUSIONES.

El impacto de las decisiones tomadas por empresas chilenas frente a las alternativas abiertas por la Superintendencia de Valores y Seguros fue el tema central de este trabajo. Se estudió el comportamiento de las rentabilidades ajustadas por el mercado alrededor de las fechas en que se comunicó la decisión de presentar estados financieros *full* IFRS o pro forma.

Al observar el comportamiento de estas rentabilidades antes y después de la fecha del evento escogido, se puede apreciar un claro quiebre en las rentabilidades de aquellas empresas que optaron por estados financieros pro forma, pasando de una tendencia alcista a una tendencia a la baja. Esta observación, lleva a concluir que los inversionistas en el mercado pueden haber reaccionado negativamente a las empresas por no haberse decidido completamente por la nueva normativa.

Sin embargo, la conclusión final no es tan clara, puesto que esta observación cualitativa se contrapone a los resultados obtenidos al aplicar algunas pruebas de significancia. Para ello, se planteó la hipótesis nula de que los excedentes de rentabilidades por sobre el mercado no difieren de cero y se concluye que no se puede rechazar. Por lo tanto, mirado desde esta segunda perspectiva, los inversionistas no premiaron o no castigaron a las empresas que optaron por una u otra alternativa, lo cual es consistente con la idea de que el valor de las empresas está más relacionado con las expectativas de flujos de caja que con los cambios en las cifras contables.

Se hizo el intento de encontrar si existían algunas variables que discriminaran entre los dos grupos de empresas estudiadas y, excepto por el tamaño de las empresas, las otras variables observadas no permiten concluir claramente al respecto. Esta es un área que queda abierta para una investigación posterior.

REFERENCIAS.

Armstrong, Ch. S., M. E. Barth, A. D. Jagolinzer, y E. J. Riedl. (2009). Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe, *Accounting Review*, Forthcoming. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=903429>.

Ball, R. (2009). Internacional Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. *Accounting and Business Research*, Forthcoming. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=929561>.

Ball, R., y Ph. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (Autum):159-78

Brown, S.J. y J. B. Warner. (1985). Using Daily Stock Returns, the Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.

Campbell, J.Y, A.W. Lo, y A.C. MacKinlay. (1997). *The econometrics of financial markets*, New Jersey, NJ.: Princeton University Press.

Cordeiro, R., G. Couto, y F. Silva. (2005). Measuring the impact of international financial reporting standards (IFRS) in firm reporting: the

case of Portugal. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=969972>.

Fama, E. (1976). *Foundation of Finance*, New York, NY.: Basic Books, Inc. Publishers.

Lantto, A-M. y P. Sahlström. (2009). Impact of IFRS on Key Financial Ratios. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1407294>

Masulis, R. W. (1980). The effecto of capital structure change on security prices. A study of exchange offers, *Journal of Financial Economics* 8: 139-178.

Schiebel, A. (2007). Value relevance of German GAAP and IFRS consolidated financial reporting: An empirical analysis on the Frankfurt Stock Exchange, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=91603>.

Superintendia de Valores y Seguros. (2008). Reseña Anual de Valores. Disponible en <http://www.svs.cl>
Oficios Circulares disponibles en <http://www.svs.cl>

Watts, R.L., y J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Clifs NJ: Prentice-Hall

ANEXOS

Tabla 1. Características Descriptivas de la Muestra Analizada

		.(000)			12.08		12.08		12.08	
		free-float	patrimonio	%Mercado	Beta	P/U	B/L	ROE		
1	CMPC	44,48%	2.010.010	2,04%	1,05	15,53	0,62	3,98		
2	COLBUN	50,65%	1.751.337	2,07%	0,83	60,74	1,09	1,79		
3	ENERSIS	39,38%	5.378.627	6,37%	1,02	9,42	1,45	15,44		
4	CGE	34,78%	1.014.362	1,20%	0,51	12,28	1,30	13,63		
5	ENTEL	45,24%	1.641.120	1,94%	0,71	13,65	2,25	21,05		
6	BSANTANDER	23,09%	3.861.261	4,57%	0,66	S/I	S/I	S/I		
7	CCU	38,33%	1.162.131	1,38%	0,72	11,85	2,43	20,49		
8	COPEC	39,18%	6.301.301	7,46%	0,88	16,61	1,31	7,88		
9	GENER	19,84%	1.369.192	1,59%	0,78	18,86	1,21	6,42		
10	IAM	S/I	491.400	0,58%	s.info	17,36	0,96	5,56		
11	LAN	48,16%	1.857.658	2,20%	0,85	8,69	2,61	30,03		
12	MADeco	54,38%	251.866	S/I	0,93	2,59	0,61	23,41		
13	ALMENDRAL	S/I	S/I	S/I	0,79	11,17	1,16	13,16		
14	ANTARCHILE	S/I	2.799.961	3,31%	0,96	12,58	0,89	7,08		
15	PILMAIQUEN	28,42%	110.000	S/I	1,11	154,11	10,53	6,83		
16	SALFACORP	S/I	S/I	S/I	1,58	15,96	0,91	7,22		
17	CAP	68,68%	996.879	1,18%	1,75	5,35	1,51	28,19		
18	CENCOSUD	37,55%	1.913.800	2,26%	1,49	12,36	0,85	6,87		
19	EDELNOR	17,66%	219.471	S/I	1,12	2,67	0,75	27,92		
20	FALABELLA	12,40%	3.991.517	4,72%	0,97	19,76	2,28	11,52		
21	LA POLAR	79,08%	238.276	S/I	1,67	6,38	1,05	16,48		
22	RIPLEY	19,01%	532.414	0,63%	s.info	21,97	0,89	4,04		
23	SQM-B	68%	1.842.610	7,46%	1,14	13,86	4,33	34,27		
24	CALICHERAA	S/I	786.575	0,93%	1,34	9,22	2,38	25,77		
25	CONCHATORO	57,98%	691.691	0,82%	1,04	19,63	2,62	13,36		
26	IANSA	54,87%	28.566	S/I	1,61	-2,77	0,15	-4,12		
27	ORO BLANCO	S/I	448.880	0,53%	1,42	7,33	1,67	22,76		
28	SONDA	40,71%	468.067	0,55%	s.info	19,36	1,68	8,69		
				53,79%						
			Bcartera		0,97					

Fuente: Reseña Anual de Valores SVS año 2008 y económica.

El *free-float* corresponde al porcentaje de las acciones emitidas que se están transando. El coeficiente beta corresponde al estimado por económica para 60 meses previos. ROE está calculado sobre el patrimonio final.

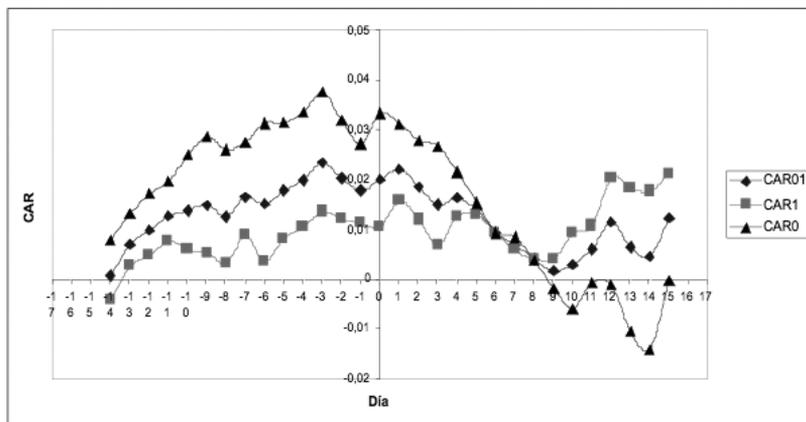
Los promedios estimados para las empresas son los siguientes:

Full IFRS Pro forma

Free-float:	38,83%	45,59%
Patrimonio bursátil (\$000)	2.142.873	1.013.229
Beta ponderado	0,56	0,41
P/U	25,43	24,75
B/L	1,96	1,68
ROE	16,19	16,31

Tabla 2 y Gráfico Rentabilidades Acumuladas Ajustadas al Mercado

1,51%	0,54%	2,88%
1,28%	0,32%	2,63%
1,67%	0,89%	2,78%
1,53%	0,38%	3,16%
1,80%	0,84%	3,17%
2,01%	1,05%	3,37%
2,37%	1,37%	3,77%
2,05%	1,23%	3,21%
1,80%	1,14%	2,74%
2,02%	1,06%	3,36%
2,23%	1,59%	3,14%
1,88%	1,21%	2,82%
1,52%	0,69%	2,70%
1,65%	1,28%	2,17%
1,42%	1,32%	1,55%
0,95%	0,95%	0,95%
0,71%	0,60%	0,86%
0,41%	0,42%	0,40%
0,18%	0,42%	-0,17%
0,31%	0,93%	-0,57%
0,61%	1,09%	-0,06%
1,16%	2,06%	-0,11%
0,66%	1,86%	-1,04%
0,47%	1,79%	-1,39%
1,24%	2,13%	-0,01%



Fuente: Serie de precios de la Bolsa de Comercio de Santiago y elaboración propia.

CAR 01 = rentabilidad acumulada anormal para todas las empresas en la muestra

CAR 1 = rentabilidad acumulada anormal para las empresas que optaron por la alternativa *full* IFRS

CAR 0 = rentabilidad acumulada anormal para las empresas que optaron por la alternativa *pro forma*.

Para obtener los CAR se procedió de la siguiente manera:

1. Para cada empresa se calculó la rentabilidad ajustada por el mercado para cada día antes y después de la fecha del evento.
2. Para cada día se calculó el promedio de las rentabilidades ajustadas anteriores, para todas las empresas.
3. Se acumularon las rentabilidades ajustadas promedio a lo largo del período de análisis.

