

LA UTILIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE DESDE LA PERSPECTIVA DEL MERCADO: ¿EVOLUCIÓN O REVOLUCIÓN EN LA INVESTIGACIÓN?¹

*(The Usefulness of Accounting Information from a Market
Perspective: Evolution or Revolution in Research?)*

Begoña Giner Inchausti

Catedrática de la Universidad de Valencia

RESUMEN

En este trabajo se lleva a cabo una revisión de la literatura contable de la última década referida al mercado de capitales. Varias razones explican el interés por este tipo de investigación: es una de las áreas más prolíficas en la investigación contable, centra la atención de las revistas más prestigiosas en la disciplina y tiene un amplio espectro de interesados, no sólo en el ámbito académico, sino en el conjunto de la sociedad. Este tipo de investigación surge con el paradigma utilitarista, que constituye una auténtica revolución en el pensamiento contable, centrándose en el análisis del contenido informativo de los datos contables. Posteriormente ha sufrido un proceso de evolución, originado por las mejoras introducidas en la metodología de investigación y por las anomalías detectadas en torno a la hipótesis de eficiencia del mercado, que constituye una de las bases de este paradigma, lo que ha dado lugar a la nueva orientación centrada en aspectos de medición.

Palabras clave: investigación contable, mercado de capitales, contenido informativo, modelos de valoración.

ABSTRACT

This paper provides a literature review on capital market based accounting research during the last decade. There are various explanatory reasons for such an assignment: market based accounting research is one of the most prolific areas of accounting research judged by the attention devoted to it in the most prestigious journals in the discipline. It has a large spectrum of interest, not only in the academic world but also in society as a whole. This type of research advocated the paradigm of usefulness, which constituted a real revolution in the accounting thinking, centred on analysis of the information content of accounting data. It subsequently evolved, due to advances in methodological issues and detected anomalies in the efficient market hypothesis (that constitutes one of the bases of the paradigm), establishing a new area of research concentrating on issues of valuation.

Key words: accounting research, capital markets, information content, valuation models.

¹ Una primera versión de este trabajo se incluyó en la ponencia "Perspectiva de investigación de la contabilidad financiera en el ámbito internacional" (García y Giner, 2000), defendida en el IX Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad. Agradezco sinceramente los útiles comentarios de los asistentes a la reunión. Este trabajo es un resultado del proyecto de investigación PB98-1112-C03-01.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es hacer una revisión de la literatura contable sobre la investigación en el mercado de capitales (*market based accounting research*, MBAR), la cual, como ponen de relieve García y Giner (2000, p. 64) ha sido, junto la referida a la auditoría, la más prolífica en la última década. En nuestra opinión, es importante tener en cuenta que este tipo de investigación ocupa el principal lugar en cuanto a temática de interés en las revistas *Journal of Accounting and Economics* (J.A.E.), *Journal of Accounting Research* (J.A.R) y *The Accounting Review* (T.A.R)², las cuales se sitúan entre las cinco primeras clasificadas en diversos trabajos que en esa misma década analizan la calidad de revistas especializadas en la disciplina contable (Hull y Wright, 1990; Brown y Huefner, 1994; Brinn *et al.*, 1996; Narashiman y Davies, 1997).

Además hay que resaltar que se trata de un área temática de gran interés no sólo para los académicos, sino para el resto de la sociedad. Una buena prueba de ello es la cantidad de recursos que las instituciones dedican a la investigación contable sobre el mercado de capitales, lo que indudablemente ha impulsado el hecho de que los investigadores se decanten por esta línea investigadora. García y Giner (2000, p. 68) indican que el 43% de este tipo de investigación cuenta con financiación³, se trata del área temática que tiene el mayor porcentaje de trabajos financiados, de donde podríamos deducir que es la que tiene más interesados. Es evidente que la importancia del mercado de capitales en los países líderes en la investigación contable, EE.UU. y Reino Unido, condicionan estos datos.

Aunque esta revisión se circunscribe a la última década, consideramos que, para tener una visión global y entrever la potencialidad de esta línea de investigación, conviene hacer una sucinta exposición de cómo ha evolucionado desde su aparición hasta el momento actual, señalando de antemano que, lejos de ser una línea agotada, se encuentra en plena expansión.

A finales de los años sesenta surgió una nueva orientación de la investigación contable, el llamado paradigma utilitarista, que supuso una auténtica revolución en el pensamiento contable⁴, frente a la posición normativa propia de la mayor parte de la investigación anterior, adoptó una orientación metodológica totalmente distinta, de carácter positivo o empírico. Este nuevo paradigma está vinculado con el razonamiento económico, aun-

² Concretamente en la década de los noventa en JAE se le destina el 25% de su contenido, el 18% en JAR y el 25% en TAR.

³ Mientras que sólo el 29% de los artículos publicados en las principales revistas dispone de financiación.

⁴ A título de ejemplo cabe recordar el título del magnífico libro de Beaver: *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, cuya primera edición es de 1981.

que adopta una perspectiva diferente ya que considera la contabilidad como un sistema de información. Ello hace que los investigadores se centren en los usuarios, y analicen en qué medida la información contable es o no útil para ellos. De las diversas corrientes de investigación enmarcadas en este paradigma, la que más desarrollo ha tenido ha sido la centrada en el mercado de capitales, investigándose en ella el papel de la información contable para los inversores. Son los pioneros de esta línea de investigación Ball y Brown (1968) y Beaver (1968). En nuestra opinión es útil reflexionar aunque sea brevemente sobre los motivos del desarrollo de esta línea de investigación (Giner, 2000, p. 377):

- La saturación de hipótesis a priori, característica de la investigación de épocas anteriores. Concretamente, de la investigación normativa deductiva que planteaba un esquema conceptual auto-suficiente en el que no tenía sentido la contrastación.
- Los desarrollos de la investigación en el mundo de las finanzas, la hipótesis o teoría de eficiencia del mercado de capitales y el modelo de valoración de activos de rentabilidad y riesgo, *capital asset pricing model* (CAPM), junto con la existencia de grandes bases de datos y *software* apropiado.
- El desarrollo de la economía positiva como paradigma dominante en el pensamiento económico, a lo que siguió un posicionamiento similar de los investigadores, al menos en EE.UU. Al adoptar la investigación contable una orientación utilitarista de carácter empírico se precisa contrastar los modelos contruidos, de ahí que se utilice el mercado de capitales como medio en el que intervienen muchos individuos que manejan la información contable, lo que permite la aplicación de la metodología científica de las ciencias naturales.
- El deseo de definir un marco conceptual de la contabilidad financiera, como estructura que permitiera coexistir las normas emitidas en EE.UU. Para ello se parte de la idea de que deben satisfacerse las necesidades de los usuarios, lo que obliga a investigar sobre el uso que hacen de la información.

Como lógicamente cabe suponer, la investigación ha sufrido cambios, sobre todo en la última década, que es precisamente el periodo que nos proponemos analizar en este trabajo (véase la Tabla 1). En cierta medida se trata de un proceso evolutivo, de acumulación de conocimientos, pero también se derivan del descubrimiento de ciertas anomalías en los planteamientos que subyacen al propio paradigma, en concreto se refieren a la eficiencia del mercado, base sobre la que se sustenta la MBAR⁵. A grandes rasgos cabe destacar dos grandes corrientes de investigación: los trabajos de contenido informativo de los años setenta y ochenta (lo que no significa que en los noventa hayan sido abandonados), y los de medición que han surgido a mediados de la última década.

⁵ Agradecemos al evaluador anónimo la apreciación sobre la existencia de otras líneas de investigación en el paradigma de utilidad que no resultan afectadas por esta anomalía. Puede verse AAA (1977) y Tua (1991).

Tabla 1
Principales líneas de investigación

Perspectiva	Corrientes	Metodología	Tipos
Informativa	Contenido informativo (años 70-80)	Estudios de eventos	<ul style="list-style-type: none"> - Efectos de los datos contables - Efectos de los cambios contables
	Asociación o Relevancia (desde mitad 80s)	Análisis de regresión: R2 y ERC	<ul style="list-style-type: none"> - Ampliación del horizonte temporal: los precios anticipan los resultados - Estudio de la relación entre variables contables y bursátiles
Medición o valoración	Medición (desde mitad 90s)	Análisis de regresión: contextual	<ul style="list-style-type: none"> - Modelos de valoración - Predicción variables fundamentales - Predicción del valor

En los primeros se adopta una perspectiva informativa. Los precios, que reflejan el valor actual de los futuros flujos de caja (es decir los dividendos), se suponen eficientes, y en consecuencia son utilizados como referencia para ver el contenido informativo de la información contable. Se considera que los dividendos son los portadores del valor, admitiéndose que los atributos contables podrían proporcionar información sobre los dividendos futuros. De ahí que, si la nueva información contable produce una revisión en las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa, debe tener un impacto en los precios de mercado. Sin embargo los resultados de las investigaciones no han evidenciado de manera consistente que se produzca una reacción inmediata, lo que puede ser debido no sólo a la falta de contenido informativo de la información contable, sino a anomalías en la hipótesis de eficiencia del mercado y a problemas metodológicos que estudios posteriores han tratado de evitar. Por otra parte, este tipo de análisis tiene un interés limitado para los investigadores de la contabilidad, ya que sólo contempla la información contable como una noticia más que se revela al mercado.

Como paso intermedio entre los trabajos de contenido informativo y los de medición se puede establecer una categoría puente, los de asociación, también llamados de relevancia. En estos trabajos, al igual que en los de contenido informativo, el modelo teórico que subyace es el tradicional modelo de descuento de dividendos, por lo que la selección de variables contables que se emplea es de tipo *ad hoc*. Sin embargo a diferencia de los de contenido informativo, en ellos se vuelve la atención hacia el

modelo contable, para analizar qué aspectos son tenidos en cuenta por el mercado, lo que sin duda es de gran interés no sólo para los estudiosos de la contabilidad, sino para los reguladores contables. Así pues, esta corriente de investigación analiza el papel de la información contable como resumen de aspectos que han afectado a la empresa y deben, por lo tanto, haber afectado a los precios de mercado.

El paso a la perspectiva de medición o valoración supone una cierta ruptura, ya que el objetivo principal es emplear la información contable para predecir el valor y, en su caso, operar en el mercado, lo que conlleva la suposición de que existe cierta ineficiencia en el mercado, o al menos, que existen explicaciones alternativas para la falta de ajuste inmediato de los precios a la nueva información. Son los pioneros de esta corriente de medición Ou y Penman (1989) y Lev y Thiagarajan (1993). Desde nuestro punto de vista, el modelo del resultado anormal o residual, conocido como EBO (Edwards, Bell y Ohlson), proporciona sustento conceptual a esta corriente investigadora, ya que justifica el interés de las variables contables como atributos de valor. En cuanto a los temas que hoy centran la atención de la línea, destacamos: el desarrollo del EBO, el análisis de la variable otra información en el modelo de Ohlson (1995), la predicción del resultado y el estudio de su manipulación, el estudio de las propiedades de los datos contables elaborados según distintas normas, entre otros.

Una vez hecho este sucinto repaso de la evolución de la MBAR, pasamos a detenernos en cada una de las corrientes y líneas indicadas. Examinamos el objetivo, metodología, resultados y limitaciones o dificultades de cada una de ellas, exponiendo, aunque de manera breve, los trabajos que juzgamos más representativos. Conviene precisar que no pretendemos hacer una revisión exhaustiva, sino selectiva de la literatura contable. Así pues, el apartado segundo se dedica a los trabajos de contenido informativo, el tercero a los de asociación, el cuarto a los de medición y, por último, el quinto a las conclusiones.

2. ESTUDIOS DE CONTENIDO INFORMATIVO

Coincidimos con Watts y Zimmerman (1986, p. 39, cita 2) en que los estudios de contenido informativo se reducen a aquéllos que analizan si un acontecimiento, como por ejemplo el anuncio de resultados o de dividendos, tiene efecto en los precios en el momento de darse a conocer, adoptando para ello la metodología de los estudios de eventos (*event studies*). En lo que se refiere a la perspectiva contable, estos trabajos han conseguido evidenciar la utilidad de la información contable para los inversores, ya que al producirse cambios en los precios tras la divulgación de información se presupone que ésta modifica sus expectativas sobre el futuro de la empresa, lo que implica que es útil para ellos.

Debe tenerse en cuenta que, a principios de los años sesenta, existía un ambiente de desprecio hacia este tipo de información, dada la diversidad de criterios contables que podían confundir a los usuarios y la incapacidad de los datos contables para reflejar el valor económico de los bienes. Por ello, la mayor parte de trabajos en la línea MBAR, tomando como premisa el funcionamiento eficiente del mercado, trataron de demostrar la utilidad de la información contable. Con tal propósito se plantearon inicialmente dos tipos de cuestiones: i) ¿confunden a los inversores los cambios contables que no tienen efectos sobre los futuros flujos de caja?, y ii) ¿reaccionan los precios ante la publicación del resultado contable?, es decir ¿tiene contenido informativo el resultado? Como señalan Watts y Zimmerman (1986, p. 37) “*cabría esperar que los primeros investigadores hubieran contrastado las predicciones en conflicto de la HEM⁶ y de la literatura contable existente (por ejemplo, si los cambios en los procedimientos contables confunden o no de manera sistemática al mercado). Sin embargo, en el artículo que inicialmente popularizó la investigación positiva en contabilidad (Ball y Brown, 1968) no se planteó esta contrastación... Ball y Brown investigaron si los resultados contables se relacionan empíricamente con los precios de los títulos y por lo tanto son potencialmente útiles*”.

Siguiendo a Abad y Laffarga (1999), pueden clasificarse los trabajos de contenido informativo atendiendo a la variable que se toma como referencia para ver su impacto en el mercado: anuncios de resultados, de otros datos financieros, cambios contables e impacto de la regulación en el mercado. Pero además, considerando la variable dependiente, cabe distinguir entre estudios que analizan el efecto en los precios (media y varianza de las rentabilidades anormales) o en el volumen de contratación⁷. En este trabajo distinguiremos entre estudios de contenido informativo de datos contables y de cambios contables, y subdividiremos los primeros atendiendo a la variable considerada.

2.1. Contenido informativo del resultado y otros datos contables

Como ya hemos indicado el interés por los usuarios llevó a la consideración de la utilidad como el objetivo prioritario de la información contable en el modelo de marco conceptual, y ello fue uno de los desencadenantes de la investigación utilitarista. La idea subyacente era que al elegir entre distintas alternativas contables la que produjera mayor reacción en los precios era la de mayor contenido informativo, y por tanto la más deseable. Aunque pronto esta idea fue abandonada al comprender que la MBAR

⁶ Los autores se refieren a la Hipótesis del Mercado Eficiente (*Hypothesis Efficient Market*).

⁷ Otro modo indirecto de analizar la utilidad de la publicación de la cifra de resultados es a través de su efecto en las creencias de los analistas, en tal caso se supone que el anuncio de resultados afectará a la dispersión de sus pronósticos.

no puede proporcionar soluciones sobre preferencias de la sociedad, no por ello ha desaparecido este tipo de investigación. Por el contrario, la incapacidad para proporcionar soluciones de política contable a los reguladores ha reorientado la investigación al estudio de la relación resultados-precios en mayor profundidad.

A continuación, expondremos distintos trabajos atendiendo a la variable que se observa para medir el contenido informativo (rentabilidad, volumen de contratación y velocidad de la reacción).

Efecto sobre la rentabilidad bursátil

En los estudios de sucesos (*event studies*) se observa si la publicación de una información produce reacción en el mercado, lo cual puede detectarse a través de la media de la rentabilidad anormal (Ball y Brown, 1968), pero también mediante su varianza (Beaver, 1968). Los estudios de esta última década han introducido sofisticaciones en la línea básica.

Así, el contenido informativo del resultado se ha relacionado con la cantidad de información contenida en el anuncio. Shores (1990) y Brookfield y Morris (1992) revelan que cuanto mayor es la cantidad de información existente previa al anuncio, menor es la reacción. Pope e Inyangete (1992) evidencian que, dada la relación positiva existente entre tamaño empresarial y cantidad de información, la reacción en las empresas de mayor tamaño es menor. Graham y King (1996) detectan transferencias de información desde empresas que publican resultados trimestrales a las que no lo hacen. Entre los factores que influyen en las respuestas de los precios destacan varios: el tamaño, la cantidad de información sobre el sector existente antes del anuncio y el hecho de que la empresa haya divulgado la cifra de resultados. Todo ello incide en la idea de que las transferencias son mayores cuanto menor es la información previa. Precisamente por ello Daley *et al.* (1995) concluyen que la adquisición de información privada antes del anuncio de resultados sobre las empresas de menor tamaño es más valiosa, dado el mayor potencial informativo de los resultados. También se ha puesto de relieve que hay una mayor variación en las rentabilidades en términos de varianza cuando aquéllas son positivas (Dempsey, 1994).

Este tipo de análisis exige conocer con precisión el momento en el que la información se divulga a fin de ajustar el periodo de estudio al momento del impacto. Por ello, en principio, conviene utilizar una ventana temporal reducida, aunque no siempre se hace esto, ya que hay estudios en los que se considera un periodo de varias semanas o incluso años. Además se debe delimitar lo que es información nueva o no esperada, porque sólo ella tiene capacidad de alterar las expectativas, y por lo tanto los precios, lo que a su vez exige concretar cuáles eran las expectativas de los inversores en el momento inicial de la ventana objeto de análisis. Ambos aspectos conllevan potencia-

les problemas dadas las dificultades para su concreción, y en cierta medida ello ha provocado el desarrollo de los trabajos de asociación que tratan de evitarlos.

También la metodología de sucesos ha sido empleada en esta última década para analizar la respuesta del mercado ante la publicación de información distinta a la cifra de resultados. Destacamos el estudio del efecto del endeudamiento financiero (Kim *et al.*, 1992), los dividendos y sus cambios (Ghosh y Woolridge, 1991; Easton, 1991; Athanassakos y Smith, 1996), la información voluntaria, sobre todo predicciones de la dirección (Lev y Penman, 1990; Pownal, *et al.*, 1993; Baginski *et al.*, 1994), pronósticos de resultados de analistas (Stickel, 1991; Forbes y Skerrat, 1992; Hussain, 1996), el anuncio de una fusión (Grullon *et al.*, 1997), la publicación del documento 20F por las empresas extranjeras que cotizan en EE.UU. (Rees, 1995), el informe de auditoría (Chen y Church, 1996; Jones, 1996). Por su parte Banker *et al.* (1993) y Mitra y Owers (1995) relacionan el impacto del dividendo con la existencia de información previa sobre la empresa, comprobando que tanto la rentabilidad anormal, como la magnitud y la volatilidad de la reacción en los precios varía en función de aquélla.

Además ha sido objeto de una especial atención el proceso de emisión de las normas contables, a ello nos referimos seguidamente.

En relación con las deliberaciones del *Financial Accounting Standards Board* previas a la emisión del *Statement of Financial Accounting Statement 106* sobre la contabilización de beneficios post-jubilación distintos a las pensiones, Espahbodi, Strock y Tehranian (1991) documentan rentabilidades anormales negativas significativas alrededor de la emisión del borrador de la norma. Sin embargo, Khurana y Loudder (1994) concluyen que los inversores en las empresas de servicio público con tasas reguladas no aprecian negativamente la nueva norma; ahora bien aunque globalmente la reacción no es significativa, detectan que está condicionada a múltiples expectativas que dependen del efecto de la acción reguladora sobre cada empresa. Por otra parte, Amir y Ziv (1997) detectan una reacción positiva alrededor de las fechas de anuncio de la adopción de la norma, por parte de las empresas que se anticipan a la fecha límite autorizada por el SFAS 106. En nuestra opinión, estos resultados sugieren la necesidad de hacer el análisis de manera contextual, incorporando los conocimientos derivados de la teoría contractual o de las consecuencias económicas de la contabilidad (Watts y Zimmerman, 1986).

Así, Espahbodi, Espahbodi y Tehranian (1995) investigan el efecto de los SFAS 96-109, referidos a la contabilización del impuesto diferido, que producen un aumento en la cifra de beneficios. Sus resultados son consistentes con las hipótesis contractuales y de los costes políticos, las empresas que tienen una reacción más favorable son pequeñas, más endeudadas y con beneficios post-jubilación.

También han sido objeto de atención las normas estadounidenses que regulan la elaboración de información a valor razonable (*fair value*), esto es los SFAS 105, 107 y

115. Cornett *et al.* (1996) analizan el impacto de veintitrés pronunciamientos referidos a *fair value* sobre los precios de los títulos de los bancos, por su parte Beatty *et al.* (1996) se refieren al impacto de anuncios referidos al SFAS 115. Ambos documentan que los bancos fueron penalizados por las normas.

Efecto sobre el volumen de negociación

Ya en el trabajo de Beaver (1968) se consideraba el volumen de contratación como un indicador de contenido informativo, interpretando que éste es mayor cuanto mayor el aumento del volumen. Sin embargo, cabe la posibilidad de que la contratación se deba a reestructuraciones de cartera y no al contenido informativo de lo divulgado⁸. La evidencia es consistente con el hecho de que el volumen de contratación, en el momento del anuncio del resultado, está positivamente correlacionado con el valor absoluto del componente no esperado del resultado anunciado y es mayor cuanto menos información exista antes del anuncio, o más asimetría informativa haya (Atiase y Bamber, 1994; Bamber *et al.*, 1997; Lobo y Tung, 1997). Athanassakos (1996) detecta un aumento del volumen al producirse el anuncio de dividendos, lo que relaciona con efectos fiscales y clientela y costes de transacciones.

En esta misma línea, algunos trabajos han considerado el efecto de los pronósticos de resultados realizados por los analistas, llegando a conclusiones análogas a las expuestas, el grado de dispersión entre los pronósticos y las revisiones en éstos determinan el comportamiento del mercado (Abarbanell *et al.*, 1995; Kim *et al.*, 1996).

Efecto combinado sobre las rentabilidades y sobre el volumen

Ciertamente existe relación entre cambio en precios y volumen de negociación, de ahí que en algunos trabajos se consideren los dos efectos. Cready y Mynatt (1991) analizan ambos aspectos en reacción con la publicación de las cuentas anuales, detectando efecto en el volumen pero no en los precios. Sin embargo, Lee (1992) observa una reacción inmediata en precio y volumen a la publicación del resultado. Chang y Fong (1996) investigan la reacción del mercado a la publicación de recomendaciones de los analistas financieros sobre comprar y vender, sus resultados confirman que hay reacción anormal tanto en precio como en volumen. Bamber y Cheon (1995) concluyen que, aunque la relación es positiva, las magnitudes relativas de las reacciones en precio y volumen son muy diferentes en casi la cuarta parte de los casos.

⁸ No obstante, Holthausen y Verrecchia (1990) demuestran analíticamente que sí puede utilizarse este indicador, aunque conviene distinguir dos aspectos: el contenido informativo y el grado de consenso entre los agentes. Ambos efectos se pueden compensar o sumar, con lo que el efecto sobre el volumen de contratación es, en principio, indeterminado.

Por otra parte, Francis *et al.* (1992) comparan la reacción del mercado al anuncio de resultados durante las horas en las que no hay negociación con la que se produce cuando sí la hay⁹. Sus resultados no detectan que los inversores consideren la información contenida en los anuncios realizados durante la noche en las posiciones tomadas al abrirse el mercado, de ahí que el precio de apertura es en cierto modo no informativo, aunque poco después los precios y el volumen reflejan la información contenida en los citados anuncios.

Velocidad de la reacción del mercado

Si bien la eficiencia del mercado sugiere una reacción inmediata, la investigación empírica ha revelado que el efecto es retardado (*post-earnings announcement drift*). Dicho retardo se prolonga hasta un año, y según documentan algunos estudios es estadística y económicamente significativo para carteras extremas de “buenas noticias” y “malas noticias”. De ahí que sea posible predecir retornos anormales posteriores al anuncio de resultados. Se trata, pues, de uno de los principales argumentos contra la hipótesis de eficiencia del mercado. Sin embargo, la búsqueda de explicaciones a esta anomalía ha generado nuevas vías de investigación.

Una posible causa de la anomalía es el desconocimiento de los inversores sobre el comportamiento de la serie temporal de resultados, lo que impide que los precios se ajusten a sus valores de equilibrio en el momento en que se anuncian los resultados, argumento que sugiere la no eficiencia del mercado. Así, Bartov (1992) evidencia que el mercado se equivoca sistemáticamente al predecir los resultados del trimestre siguiente, lo que sin duda afecta a los precios. Sin embargo, Ball (1992) argumenta que los costes de transacciones, es decir de adquisición y procesamiento de la información contable, pueden influir en el retardo de los precios, ello explicaría que los inversores en lugar de hacer predicciones esperasen a la publicación de la información, y permitiría obtener rendimientos anormales empleando la información cuando se publica, lo que justificaría la anomalía sin contradecir la eficiencia. Blushan (1994) detecta que el retardo se relaciona positivamente con los costes de negociación. Además según revelan Bernard y Thomas (1990) y Hew *et al.* (1996) el retardo depende del tamaño empresarial, siendo mayor cuanto menor es la empresa, lo que puede deberse a la menor información sobre este tipo de empresas.

Por otra parte Booth *et al.* (1996), observan que el comportamiento de los precios después del anuncio difiere según se trate de empresas que alisan o no el resulta-

⁹ Teóricamente podría producirse un cambio en los precios incluso sin haber transacciones, por lo que si se tomase únicamente el volumen de negociación como indicador del contenido informativo podría pensarse que el anuncio carece de información.

do. El movimiento posterior es más pronunciado cuando hay sorpresas positivas que cuando son negativas, y en cualquier caso son mayores que cuando no las hay, lo que sucede cuando el resultado está alisado, cosa bastante frecuente en Finlandia debido a lo dispuesto en la legislación.

2.2. Los cambios contables: Hipótesis de eficiencia vs. funcional y funcional ampliada

Veamos a continuación cómo se ha dado respuesta a la primera de las preguntas antes planteadas en relación con los cambios contables “cosméticos”, es decir sin efectos en los flujos de caja. En los años setenta los efectos de los cambios contables fueron frecuentemente estudiados. La mayoría de los estudios apoyaron la hipótesis de no efecto sobre los precios de un cambio contable “cosmético”, corroborando por tanto la hipótesis de eficiencia, ahora bien algunos trabajos ofrecieron resultados ambiguos y a veces contradictorios¹⁰.

La teoría contractual ha aportado nuevas explicaciones para entender la existencia de efectos en los futuros flujos de caja derivados de cambios contables aparentemente “cosméticos”, lo que contradice algunas de las anomalías detectadas ante reacciones no esperadas en los precios. En definitiva, hoy en día se sostiene que la elección de métodos contables, y por lo tanto sus cambios, no es un elemento exógeno a la empresa, sino que refleja sus características propias. Así, por ejemplo Hand (1993) reconoce que el cambio del FIFO al LIFO no es un cambio realmente “cosmético”, y es precisamente el efecto fiscal el que mejor explica el cambio. Leong *et al.* (1991) relacionan el cambio con la existencia de información privada de los directivos, expectativas favorables sobre el futuro, pero no detectan evidencia de efecto en el mercado. Davies (1990) analiza los efectos del método contable elegido para contabilizar una fusión de empresas, detectando que el mercado reacciona de forma positiva en el periodo anterior a las combinaciones que optan por el método de la compra. Además encuentran una relación positiva entre endeudamiento y utilización de este método. Sin embargo, Jennings *et al.* (1996) observan que el mercado penaliza a las empresas que optan por este método.

La hipótesis funcional fue reformulada por Hand (1990), sugiriendo una situación intermedia entre las dos clásicas, llamada la “hipótesis funcional ampliada”. Según ésta, en el mercado hay inversores sofisticados y no sofisticados, y los precios pueden derivar de acciones racionales del inversor marginal de uno u otro tipo. Sin embargo, Ball y Kothari (1991) rebaten esta conclusión, ya que en su opinión el subro-

¹⁰ Puede verse un resumen en Giner y Mora (1995).

gado para estimar el grado de sofisticación del usuario se confunde con el tamaño empresarial, por lo que en el análisis de Hand no puede diferenciarse si los resultados dependen del grado de sofisticación o del tamaño. A pesar de lo dicho, la hipótesis funcional ampliada es corroborada por Elsharkawy y Garròd (1996), quienes confirman que el grado de sofisticación del mercado británico, una vez controlado el efecto tamaño, explica la rentabilidad anormal alrededor de la fecha del anuncio de resultados.

Para concluir este apartado conviene insistir en que los estudios de contenido informativo asumen como hipótesis básicas la eficiencia del mercado y el modelo CAPM, son, por tanto, las teorías financieras las que explican el funcionamiento del mercado, que sirve como instrumento para contrastar la utilidad de la información contable. Alternativamente, cabe la posibilidad de contrastar la eficiencia del mercado, analizando su respuesta ante una información que se considera útil. Como señala Chapman (1977) el primer tipo de investigación entra en el ámbito de la contabilidad, mientras que el segundo es tal vez más propio de la investigación en finanzas.

3. ESTUDIOS DE ASOCIACIÓN

En estos trabajos se emplea una gran variedad de modelos que se caracterizan por considerar amplios horizontes temporales y difieren tanto en las variables independientes como en la dependiente. Una diferencia que nos parece importante resaltar entre la línea de contenido informativo y la de asociación o relevancia (*value relevance studies*) es que si bien en la primera se observa la respuesta del mercado a algún acontecimiento, en la segunda generalmente no se tiene en cuenta ningún suceso. Así pues, la diferencia más destacable con respecto a los anteriores trabajos de contenido informativo es que no se investiga tanto la utilidad de la información contable, como su capacidad para captar aspectos que interesan a los usuarios, empleándose los precios como una medida de referencia (Easton, 1999).

La respuesta de los precios ante la información contable, o la relación entre ambos, se ha medido de distintas maneras, pero la más habitual ha sido a través del ERC (*Earnings Response Coefficient*)¹¹. El ERC es el coeficiente de la regresión entre la rentabilidad bursátil (preferiblemente la anormal) y el resultado no esperado (aunque también se emplea el resultado del periodo), y expresa el efecto de una unidad monetaria de resultados no esperados en la rentabilidad bursátil. En los trabajos de contenido informativo se asume generalmente constante para todas las empresas y a lo largo

¹¹ Jeter y Chaney (1992) lo denominan acertadamente, en nuestra opinión, EAC (*Earnings Association Coefficient*) en los trabajos de asociación, aunque generalmente en la literatura se le conoce como ERC.

del tiempo, sin embargo en los estudios de asociación se relaja esta suposición permitiendo que la rapidez en el ajuste de los precios tenga en cuenta la naturaleza de la información contenida en los resultados, lo que puede depender, entre otros factores, de características propias de la empresa (tamaño, sector...) o del sistema contable (conservador o agresivo).

A continuación expondremos algunos trabajos que juzgamos representativos, distinguiendo entre los que plantean la ampliación de la ventana de análisis, los que profundizan en la variable independiente y los que se centran en la dependiente.

3.1. La ampliación del horizonte temporal: la anticipación de los precios

Una característica de los trabajos de asociación es que emplean ventanas temporales largas, que pueden abarcar doce meses o más, para captar las relaciones entre las variables. No obstante lo dicho, este aspecto no es exclusivo de estos trabajos, ya que precisamente el pionero de Ball y Brown (1968) acumula las rentabilidades anormales en una ventana de dieciocho meses, por lo que puede considerarse próximo a los de asociación en cuanto a metodología, pero típico de contenido informativo en cuanto a su objetivo.

Habida cuenta de que como consecuencia de los principios contables el resultado contable puede reflejar con retraso, o incluso en algún caso con adelanto, los fenómenos captados por el mercado, parece lógico suponer que la prolongación del horizonte temporal en el cálculo de la rentabilidad, y a veces en el resultado, permitirá aumentar la asociación entre ambas variables. En esta línea cabe señalar los trabajos de Easton y Harris (1991), Warfield y Wild (1992) y Easton *et al.* (1992); estos últimos evidencian que con un horizonte de diez años el resultado agregado explica la mayor parte de la rentabilidad.

Por su parte Kothari y Sloan (1992), al igual que Donnelly y Walker (1995) y Donnelly (1998), analizan la relación del resultado con la rentabilidad bursátil de un horizonte plurianual anterior, lo que conlleva un mayor ERC. Otra manera de abordar el fenómeno de anticipación de los precios ha consistido en incluir como variables independientes en la regresión resultados de diversos años posteriores a la rentabilidad bursátil que se analiza (Warfield y Wild, 1992; Collins *et al.*, 1994). Los resultados confirman el retraso en el reconocimiento contable de los resultados respecto a los precios, aunque la demora depende de la información existente sobre la empresa y de factores como el riesgo y la persistencia del resultado (Donnelly, 1998).

Otra forma de evidenciar la anticipación de los precios a los resultados contables es a través de regresiones invertidas en donde la variable independiente es la rentabilidad bursátil y la dependiente el resultado. Aunque existen precedentes en los años ochenta del uso de esta metodología (Beaver, Lambert y Morse, 1980; Beaver, Lambert y Ryan, 1987), recientemente se ha empleado para comparar las propiedades de los

resultados contables en distintos sistemas contables (Pope y Walker, 1999; Ball, Kothari y Robin, 2000).

En definitiva, las conclusiones de estos trabajos ponen de relieve que el retraso en el reconocimiento contable de los resultados hace que los precios contengan información no reflejada en los resultados (fenómeno conocido en la literatura anglosajona como *prices lead earnings*), lo que explica, en cierta medida, las bajas correlaciones y los reducidos coeficientes de respuesta de los precios. Además, la prolongación del horizonte permite compensar los errores de medición en las variables contables.

3.2. Análisis de la variable independiente: resultados

Con respecto a la variable explicativa de la relación, en esta década se introducen ciertas innovaciones en los estudios a fin de mejorar tanto el R2 de la regresión resultados-precios como el coeficiente de la misma, el ERC. Aspectos sobre los que había llamado la atención de forma muy crítica el profesor Lev (1989). Con tal propósito se analiza el papel de diferencias y niveles de resultados, los componentes de los resultados, además del efecto de otras variables relacionadas con el resultado, todo ello tiene por objeto concretar de una manera más acertada la variable de interés para el mercado. Para facilitar la exposición trataremos en distintos epígrafes cada uno de estos aspectos.

Cambios versus niveles de resultados

Como se ha dicho, en los estudios de contenido informativo se suele utilizar el cambio en el resultado para cuantificar el resultado no esperado, lo que implica suponer que esta magnitud sigue un proceso de recorrido aleatorio. Sin embargo, la presencia de componentes transitorios en el resultado hace que sea difícilmente aceptable dicha suposición, por lo que hay que admitir que existen errores de medida en la variable independiente, lo que puede explicar los malos resultados de los trabajos iniciales (bajos R2 y ERC), tal y como demuestran Ali y Zarowin (1992).

En el trabajo ya indicado de Easton *et al.* (1992), además de prolongar la ventana de análisis, se utilizan niveles de resultados en lugar de cambios. Otra manera de abordar la cuestión ha sido utilizando tanto cambios como niveles de resultados (Easton y Harris, 1991; Dumontier y Labelle, 1998). Los resultados de los trabajos confirman que aumentan el R2 y el ERC al introducir estas alteraciones en los modelos. Por su parte, Dumontier y Labelle (1998) evidencian para el caso francés que las rentabilidades bursátiles están más relacionadas con cambios en los resultados que con niveles, aunque coinciden en que al alargar el horizonte aumenta el poder explicativo. Strong y Walker (1993) incorporan simultáneamente varias de las novedades expuestas; tras analizar varios modelos concluyen que el modelo que ofrece el mayor R2 es

el que las incluye todas: Cambios y niveles de resultados, distintos coeficientes para los componentes de los resultados, así como para distintos años y sectores.

Aspectos que influyen en la respuesta del mercado

Dados los resultados de las investigaciones previas, en esta década se asume que los coeficientes de la regresión pueden depender de las características empresariales, del periodo analizado y de los propios componentes del resultado, entre otros aspectos. Así pues, los estudios de asociación se orientan a identificar los determinantes del ERC, y según se pone de relieve en el trabajo de revisión de Cho y Jung (1991, p. 86), las conclusiones “*sugieren que los determinantes de los ERC son la persistencia en el resultado, el riesgo empresarial, la calidad del resultado, el crecimiento, el tamaño y el sector entre otros factores*”.

Resulta necesario mencionar el trabajo de Kormendi y Lipe (1987) como pionero de este tipo de investigación, pero pasando a esta década destacan: Lipe (1990) que detecta una relación positiva entre persistencia en los resultados y ERC, aunque Basu (1997) evidencia que el efecto de la persistencia es asimétrico, Jeter y Chaney (1992) que encuentran relación entre el endeudamiento y la rentabilidad con el EAC, y Ahmed (1994) que la detecta con ciertas características empresariales, tales como la estructura de costes y el crecimiento, además de la competencia existente en el sector.

Descomposición del resultado

Con la finalidad de profundizar en el estudio de los factores que determinan los precios de mercado, los investigadores han abordado la descomposición del resultado de diversas maneras. En cierta medida estas investigaciones tratan de justificar el análisis fundamental y las normas contables que requieren indicar los componentes del resultado.

Así, en ciertos trabajos se analiza el resultado descomponiéndolo en dos partes: transitorio y permanente (Schadewitz, 1996; Booth *et al.*, 1996). Los resultados confirman que el componente de mayor permanencia tiene mayor ERC.

En otros se consideran directamente los componentes de la cuenta de pérdidas y ganancias, aunque subyace también la idea de que tienen distinta permanencia. Así Barth *et al.* (1992) detectan que el mercado estadounidense atribuye distintos coeficientes a los componentes del coste de pensiones, además éstos son mayores que los coeficientes asignados a otros elementos del resultado, lo que sugiere que el mercado los percibe como menos arriesgados. Elliot y Hanna (1996) examinan la respuesta del mercado a las pérdidas no recurrentes (depreciaciones de activo) y concluyen que el ERC disminuye en presencia de estas partidas especiales. En el ámbito europeo, Strong y Walker (1993) evidencian que la descomposición en resultados ordinarios, excepcionales y extraordinarios mejora los resultados de su investigación referida a Reino Unido, en la medida que aumenta el poder explicativo de la rentabilidad bursátil. Booth

et al. (1997) detectan que algunos componentes de la cuenta de resultados contribuyen a explicar el movimiento en los precios posterior al anuncio del resultado que se produce en Finlandia. A tal efecto consideran ventas netas, resultado operativo, resultado ordinario y resultado neto, además de una medida del resultado ajustado.

Finalmente nos referimos a otros estudios en los que se plantea el papel de la descomposición del resultado en flujos de caja y ajustes al devengo. También la diferente persistencia podría conllevar distinta relevancia, pero aquí hay otros factores adicionales a tener en consideración, como por ejemplo, el potencial de crecimiento, como sugiere Dechow (1994) en relación con los ajustes. Si bien los primeros trabajos realizados llegaron a resultados contradictorios, los de esta década coinciden en afirmar la distinta relevancia de los distintos componentes: capital circulante de las operaciones, flujos de caja operativos, de inversión y financiación, y ajustes al devengo, lo que justifica la desagregación del resultado (Livnat y Zarowin, 1990; Clubb, 1995; McLeay *et al.*, 1997; Garrod y Hadi, 1998). Nos parece interesante indicar que a excepción del primer trabajo referido al New York Stock Exchange, los demás se refieren al London Stock Exchange.

Esta investigación ha desembocado en una sumamente interesante que analiza la manipulación del resultado por parte de la gerencia, sus causas y efectos. Para ello resulta necesario diferenciar entre ajustes contables discrecionales y no discrecionales, y se supone que la respuesta del mercado será diferente entre unos y otros. Subramanyan (1996) concluye que el mercado responde con menor intensidad a los ajustes discrecionales, probablemente porque los considera oportunistas o menos permanentes. En la medida que una de las causas de la manipulación puede ser influir en el mercado, este tipo de investigación supone un test de su eficiencia. Algunos trabajos evidencian que hay una asociación positiva entre ajustes discrecionales y rentabilidad bursátil (Sloan, 1996), lo que podría interpretarse como ineficiencia del mercado.

Medidas alternativas del resultado

Bien es sabido que las distintas normas contables conllevan distintas mediciones del resultado contable. Por otra parte, la SEC (Securities and Exchange Commission) americana obliga a las empresas extranjeras a cumplimentar el formato 20F para cotizar en el NYSE (New York Stock Exchange) o el AMEX (American Stock Exchange). La actual presión por lograr un cuerpo de normas único ha animado a los investigadores a analizar la relevancia de distintos sistemas contables en comparación con los principios estadounidenses, llamados USGAAP, concretamente se centran en la cifra de resultados ajustada a los USGAAP que se muestra en el 20F (Alford *et al.*, 1993; Amir *et al.*, 1993; Bandyopadhyay *et al.*, 1994; Chan y Seow, 1996). Sin embargo, los resul-

tados de los trabajos no justifican la actitud de la SEC, ya que no parece que las cifras obtenidas de acuerdo con los GAAP estadounidense sean más relevantes¹².

Por otra parte, Bao y Bao (1998) comparan la utilidad de distintas variables relacionadas con el resultado (el resultado económico anormal y el valor añadido) para medir la actividad empresarial. Concluyen que el valor añadido es más significativo que el resultado, pero que el resultado económico anormal no es significativo.

Otras variables contables

Si bien la mayoría de trabajos se centran en investigar la relación resultados-variables bursátiles, recientemente se han comenzado a introducir otras variables contables. Así destacamos varios referidos al SFAS 107, en ellos se analiza la relevancia de la información a valor razonable (*fair value*) publicada por los bancos, regresando precios sobre componentes de la cuenta de resultados y el balance. Los resultados de Barth (1994) y Barth *et al.* (1996) evidencian el papel de este criterio de valoración para el mercado. Sin embargo, ni Nelson (1996) ni Eccher *et al.* (1996) detectan evidencia de su relevancia de forma consistente. Por su parte Barth y Clinch (1998) analizan la relevancia de las actualizaciones llevadas a cabo en Australia, y referidas a activos no sólo financieros, sino intangibles y tangibles, detectando que excepto para los últimos, sí existe una asociación positiva.

Para concluir este apartado señalamos otros trabajos de asociación que emplean precios para analizar la relevancia de distintos componentes de los costes de pensiones (Barth *et al.*, 1992), de la información complementaria en sectores de alta tecnología (Amir y Lev, 1996), de los gastos de I+D (Lev y Sougiannis, 1996; Aboody y Lev, 1998), del fondo de comercio (Jennings *et al.*, 1996). En general concluyen que las partidas analizadas son relevantes para el mercado.

3.3. Análisis de la variable dependiente: precios

Diversas variables han sido utilizadas en la investigación MBAR para ver la relación entre información contable y precios de mercado: rentabilidad anormal, rentabilidad y precio. El subrogado empleado para medir la rentabilidad anormal ha sido habitualmente el residuo o error de predicción del modelo de mercado, aunque también se ha utilizado como aproximación al retorno esperado el retorno medio de mercado, y dependiendo del tipo de estudio se acumula en un horizonte de varios días (en los de contenido informativo) o de varios meses, incluso más de un año (en los de asociación). Por otra parte, la medición de la rentabilidad puede hacerse para un periodo de un año

¹² No obstante lo dicho, al emplear la metodología de eventos se observan resultados contradictorios. Así aunque ni Amir *et al.* (1993), ni Bandyopadhyay *et al.* (1994), detectan su utilidad, Rees (1995) sí lo hace.

o incluso más, como se comentó anteriormente, mientras que el precio es el que corresponde a una determinada fecha.

Como diversos trabajos pusieron de manifiesto ya en la década de los ochenta (Beaver *et al.*, 1987; Collins y Kothari, 1989), las conclusiones de las investigaciones no parecen diferir según se utilice el error de predicción del modelo de mercado o la rentabilidad (con o sin dividendos). Sin embargo, como se expuso con anterioridad, sí es importante el horizonte temporal.

Kothari y Zimmerman (1995) analizan las diferencias entre los modelos que emplean rentabilidades y los que utilizan precios. Sostienen que los modelos de precios (que regresan precios sobre resultados por acción) estiman unos ERC mejores que los modelos de rentabilidad (que regresan rentabilidades sobre variables deflactadas). El argumento intuitivo que sostienen es como sigue: Los resultados del periodo reflejan en parte una sorpresa para el mercado, pero también tienen un componente ya conocido. Esta segunda parte es irrelevante para formar la rentabilidad del periodo y constituye un error en la medición de la variable independiente, por lo que sesga el coeficiente del resultado hacia el valor cero, la alternativa es emplear el resultado no esperado, pero aquí se incurre en el problema ya comentado de estimar el componente esperado. Sin embargo, el precio de un título en un momento dado refleja no sólo la sorpresa sino también el componente ya conocido, de modo que no hay sesgo en el coeficiente. No obstante lo dicho, los modelos de precios omiten una variable no correlacionada, lo que reduce su poder explicativo. Esto deriva de que los precios contienen información sobre los futuros resultados que no está incluida en los resultados del periodo. Por último, hay que tener en cuenta que los modelos de precios presentan otros problemas econométricos, como la heteroscedasticidad y los errores de especificación, en mayor medida que los modelos de rentabilidad. Lo cierto es que en muchos trabajos se utilizan tanto precios como retornos como variable dependiente.

4. ESTUDIOS DE MEDICIÓN O VALORACIÓN

La medición del resultado y de otras variables contables, como pasos necesarios para estimar el valor, centran la atención de esta nueva orientación de la investigación, por lo que en cierta medida es heredera de la investigación clásica de los años sesenta. Ahora bien, frente a la posición normativa de ésta, la actual se caracteriza por su fuerte empirismo.

La aparición de esta nueva corriente investigadora se produce en unos momentos en los que se detectan anomalías en el funcionamiento del mercado. De ahí que en cierta medida puede decirse que son éstas las que explican su existencia. En efecto, las

desviaciones de los precios de sus valores intrínsecos justifican la utilización de la información contable para determinar dicho valor y, de esta manera, obtener rendimientos anormales. Pero también se trata de una evolución de los estudios de asociación o relevancia, en los que se admite que, en general, los precios sí funcionan de manera eficiente, por lo que se siguen considerando como el reflejo de las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa, y se investigan las variables contables que se relacionan con ellos. Estos estudios evidenciaron la relevancia de la información contable para los precios, pero carecían de un sustrato teórico que justificase la elección de las variables contables a incorporar en los modelos. Por este motivo la selección de las mismas se realizaba de forma *ad hoc*, y siguiendo fundamentalmente la intuición del investigador.

Este último problema fue resuelto gracias al redescubrimiento por Ohlson (1995) del modelo de beneficio residual o de resultado anormal o EBO, ya comenzado a divulgar a finales de los ochenta. Así pues el sustrato teórico contable para los estudios de medición o valoración lo proporciona este modelo, que gracias a la dinámica de información lineal que incorporan Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995) se convierte en un modelo basado en datos contables conocidos y no en expectativas. Este modelo *“deduce el valor de los atributos básicos del sistema contable, el neto y los resultados, o la rentabilidad financiera, y esto marca una diferencia importante con los modelos que han sido la base de la MBAR, que consideran los dividendos como los portadores del valor”* (Giner, 1999, p. 26). La importancia del modelo para la investigación contable es capital, ya que revela la necesidad del análisis fundamental para determinar el valor¹³.

En esta perspectiva de medición se destacan dos orientaciones, la que profundiza en los modelos de valoración, y la que se orienta a la predicción del valor.

4.1. El modelo EBO: el análisis contextual

Tomando como punto de referencia el modelo de Ohlson (1995), hay una abundante literatura reciente que analiza la relación entre precios y las bases de dicho modelo, el neto y el resultado. Aunque poco difieren metodológicamente estos trabajos de los de asociación o relevancia, hay un trasfondo teórico en éstos que, en nuestra opinión, justifica su ubicación en esta nueva orientación de medición. La inclusión de las variables contables no se debe a la intuición del investigador, sino que responde al desarrollo del citado modelo. De ahí que en ellos se asumen de manera más o menos explícita las hipótesis de Ohlson (1995). Siguiendo la tendencia más reciente de los

¹³ Un análisis más detallado del modelo puede verse en Giner (1999).

estudios de asociación en los que el ERC se suponía distinto para diferentes tipos de empresas, este tipo de investigación ha adoptado generalmente una orientación contextual. Es decir se parte de la base de que la respuesta de los precios a las variables contables está condicionada por determinados factores propios de la empresa que deben ser tenidos en cuenta. Ello se ha realizado o bien mediante la introducción de variables ficticias para captar aspectos diferenciales, o haciendo regresiones distintas para distintos tipos de empresas.

Una de las problemáticas que ha atraído más la atención de los investigadores es la modelización de empresas con pérdidas y beneficios. Barth, Beaver y Landsman (1998) comprueban que el múltiplo del neto es mayor y el del resultado menor cuanto peor es la situación financiera de la empresa. En la misma línea Collins, Pincus y Xie (1999) sugieren que el modelo de capitalización de beneficios está mal especificado en las empresas con pérdidas¹⁴, y que la incorporación del neto corrige el error, lo que demuestran es consistente con el hecho de que éste actúa como un subrogado del valor de abandono o adaptación (Burgsthaler y Dichev, 1997) o bien que es una aproximación de futuros resultados anormales (Penman, 1992; Ohlson, 1995).

También tomando como punto de partida el modelo del beneficio residual, Collins, Maydew y Weiss (1997) analizan la relevancia a lo largo del tiempo del neto y el resultado. Sus resultados sugieren, en contra de lo que inicialmente pudiera pensarse, que la combinación de ambas variables no produce hoy en día una información menos relevante que la de hace cuarenta años. Además, evidencian que la relevancia del neto ha aumentado, en detrimento de la del resultado, según ellos debido a la mayor frecuencia de pérdidas, a la inclusión de partidas excepcionales y a la mayor proporción de empresas de menor tamaño. Aunque el horizonte de estudio es diferente, los trabajos de Ely y Waymire (1999) y Francis y Schipper (1999) llegan a resultados similares. Sin embargo, Brown, Lo y Lys (1999) atribuyen estos resultados a un problema de escala, de modo que al controlar este efecto concluyen que ha habido una disminución en la relevancia. También, Lev y Zarowin (1999) evidencian que la información contable resulta menos relevante en los últimos veinte años, lo que atribuyen a la incapacidad del sistema contable por captar los elementos que generan valor en las empresas, tales como los intangibles. Por su parte Rees (1997) evidencia que en las empresas de menor tamaño el resultado es menos relevante, produciéndose una transferencia hacia a los fondos propios.

¹⁴ Según Hayn (1995) debido a la opción de liquidación, las pérdidas no serán perpetuas, lo que hace que tengan menor poder informativo que los beneficios. Sus resultados son consistentes con esta hipótesis, ya que en la regresión rentabilidad-resultados, el ERC y el R2 son menores en las empresas con pérdidas que en las que tienen beneficios.

Otros trabajos han analizado el papel para el mercado de partidas específicas, tales como los gastos de I+D (Sougiannis, 1994; Green, Stark y Thomas, 1996), los componentes de la cuenta de resultados (Giner y Reverte, 1999), el fondo de comercio (McCarthy y Schneider, 1995), la influencia de la política de dividendos, la estructura de capital y las inversiones (Rees, 1997), o la divulgación de información sobre ventajas post-jubilación (Amir, 1993).

Otro tema de actualidad es el estudio de las diferencias en la relevancia atribuida a cada una de las variables fundamentales, neto y resultados, en distintos países. Harris, Lang y Moller (1994) analizan las relaciones de los precios con los resultados y el neto en los sistemas contables alemán y estadounidense. Los resultados muestran que el poder explicativo del primer sistema es menor que el del segundo, debido sobre todo a la menor relevancia del neto, lo que atribuyen al conservadurismo contable. Joos y Lang (1994) investigan la relevancia de la información contable en tres países europeos, Alemania, Francia y Reino Unido, sus resultados muestran diferencias entre países que, sin embargo, no parecen haber disminuido mediante la armonización producida por las directivas.

Por su parte Garrod y Rees (1998) analizan la relevancia de los datos segmentados proporcionados en el activo y en la cuenta de pérdidas y ganancias correspondientes a empresas con diversificación internacional. Sus resultados revelan que la valoración que el mercado hace de las operaciones en Reino Unido es mayor para las empresas internacionales que para las domésticas, en definitiva que las primeras tienen mayor capitalización de beneficios.

Como conclusión cabe afirmar que los trabajos confirman el papel del neto y el resultado para la formación de los precios, lo que supone que estas variables tienen cierta capacidad predictiva de los futuros resultados. Ahora bien, esto no significa que sean las únicas con poder predictivo.

4.2. Línea predictiva

Los trabajos que iniciaron la orientación de medición y trataron de predecir la rentabilidad mediante ratios fundamentales son los de Ou y Penman¹⁵ (1989a; 1989b) y Lev y Thiagarajan¹⁶ (1993). A ellos hay que añadir el de Ou (1990), en donde se parte prácticamente de la misma relación de ratios financieros que en Ou y Penman (1989a). Estos trabajos evidencian que las cifras contables distintas al resultado proporcionan

¹⁵ Como es bien conocido estos autores emplean un conjunto amplio de ratios de los que figuran en la literatura financiera, que reducen a una cifra manejable mediante un procedimiento estadístico.

¹⁶ Sin embargo, estos autores plantean un modelo en el que incorporan doce variables económicamente justificadas.

información adicional a éste para predecir los futuros beneficios. Además muestran que los precios no se ajustan inmediatamente a la información contable, lo que permite hacer estrategias de inversión rentables. Por su parte Lev y Thiagarajan (1993) revelan que las variables fundamentales tienen capacidad explicativa incremental sobre los beneficios contemporáneos para explicar las rentabilidades anormales anuales y predecir los beneficios futuros. Además incluyen ciertas variables macroeconómicas en los modelos, lo que aumenta su mayor capacidad predictiva y modifica el papel de las propias variables fundamentales.

A estos trabajos pioneros les siguieron algunos que los replicaron, aunque con ciertas variantes, e incluso los ampliaron. En cuanto al mercado estadounidense destacan Holthausen y Larcker (1992), Stober (1992) y Greig (1992); mientras que Setiono y Strong (1998) y Charitou y Panagiotides (1999) y Al-Debie y Walker (1999) se centran en Reino Unido. Los resultados de estos trabajos son consistentes con los obtenidos en los pioneros.

Por su parte, Abarbanell y Bushee (1997) confirman la utilidad de los ratios contables (básicamente los mismos que Lev y Thiagarajan, 1993) para la predicción del resultado futuro. Además detectan que los analistas no utilizan todos los datos para sus predicciones de beneficios. En un trabajo posterior, Abarbanell y Bushee (1998) ponen de relieve que, como consecuencia de que los analistas no utilizan ciertas variables fundamentales, es posible obtener rentabilidades anormales, tal y como Ou y Penman (1989a) habían evidenciado.

Fairfield *et al.* (1996) consideran la capacidad de los componentes de la cuenta de resultados para predecir el resultado. Sus resultados muestran que la clasificación en beneficio operativo, beneficio no operativo, e impuestos, partidas especiales y no recurrentes, es la mejor para dicho objetivo. La descomposición del resultado en flujos de caja y ajustes al devengo para analizar la capacidad de predecir los futuros resultados es realizada por Sloan (1996). Sus resultados sugieren que la mayor subjetividad de los ajustes hace menos valorable el resultado con fines predictivos. Por otra parte el trabajo ya mencionado de Sougiannis (1994) investiga y confirma la utilidad de los gastos de I+D para predecir los resultados futuros y el valor de mercado de la empresa.

Finalmente partiendo de la base de que los precios anticipan los resultados y del modelo EBO, Shroff (1999) compara la capacidad predictiva conjunta sobre los resultados del período siguiente de un modelo que incluye como variables explicativas el resultado, el neto y el precio de la acción con las de varios modelos univariantes. Sus resultados confirman la mayor capacidad predictiva del modelo global.

Este tipo de investigación revela la importancia de la información contenida en los estados financieros, y por lo tanto del análisis fundamental, para la predicción del resultado futuro y la futura rentabilidad bursátil. La posibilidad de utilizar de forma

rentable la información contable sugiere la ineficiencia del mercado, al menos para ciertos títulos y en un determinado horizonte temporal.

Por otra parte, algunos trabajos han concluido que la información es útil para la predicción del riesgo empresarial. Debe tenerse en cuenta que a raíz de los descubrimientos de Fama y French (1992) se cuestiona la relación entre la beta de mercado y la rentabilidad de los títulos, y se sugiere que el tamaño y el ratio neto/precio (*book to market*) contribuyen a explicar la rentabilidad. Dhaliwal y Reynolds (1994) insisten en esta idea, y sugieren que el riesgo de quiebra derivado de la existencia de deudas puede reflejar factores de riesgo no recogidos por la beta de mercado. Sus resultados confirman que el resultado contable no esperado está negativamente relacionado con el riesgo de quiebra, medido a través de las calificaciones de deuda (*bond rating*), después de controlar el efecto de la beta y la persistencia del beneficio.

Por su parte Frankel y Lee (1998) detectan que el ratio valor/precio, en el que el valor se calcula mediante el EBO y tomando las predicciones de analistas, es un buen predictor de los retornos de los títulos a largo plazo, lo que no resulta explicado ni por la beta de mercado, ni por el ratio neto/precio, ni por el valor de capitalización de mercado. Entre sus conclusiones animan a, partiendo del modelo de valoración EBO, investigar en la predicción de resultados, para así predecir el valor de los títulos. También Dechow *et al.* (1999) evidencian que el ratio valor/precio predice la rentabilidad. A tal efecto utilizan el EBO con predicciones del ROE obtenidas a través de series temporales.

Así pues, como señala Lee (1999, p. 421): *“El debate continúa, sobre todo entre los académicos, sobre las implicaciones de estos aspectos en relación con la eficiencia del mercado. En particular si los retornos excesivos de las empresas con alto valor/precio refleja que son más arriesgadas, y si esos retornos reflejan oportunidades de negocio rentables. Sin embargo, muchas empresas de inversión y “quant shops” no están esperando el veredicto del debate académico. Sólo cuatro años después de Ohlson (1995) las técnicas de valoración basadas en el modelo de beneficio residual son ya parte del repertorio contable normal de muchas sociedades de inversión”*.

5. CONCLUSIONES

La línea de investigación contable relacionada con el mercado de capitales surgió a raíz del abandono de la perspectiva económica normativo-deductiva y el cambio de orientación hacia la perspectiva positiva de carácter utilitarista. Sin embargo a pesar de las expectativas que inicialmente generó esta nueva línea de investigación, pronto se comprobó que no permitía determinar lo que era mayor utilidad para los usuarios. Por

ello los investigadores se centraron en contrastar si era o no útil la información, empleando la metodología de eventos. Así pues, los primeros trabajos adoptaron una perspectiva informativa, confirmando en términos generales la utilidad de la información contable para el mercado. En ellos se asume la hipótesis de eficiencia del mercado, por lo que los precios son utilizados como referencia para ver el contenido informativo de la información contable, y se considera que los dividendos son los portadores del valor, admitiéndose que los atributos contables podrían proporcionar información sobre el mismo.

Como continuación de estos trabajos, y en parte para salvar las dificultades inherentes a la metodología de sucesos, relativas a la determinación del componente no esperado de las noticias divulgadas, a la identificación de la fecha exacta de la divulgación, a la determinación de la ventana de análisis y a la eliminación de los efectos de otros acontecimientos, se empezaron a realizar estudios de asociación. En ellos, en lugar de ver el impacto del componente no esperado de la noticia, se analiza la asociación de ésta o de la propia información contable con los precios, por ello la ventana de análisis se amplía a doce meses o más. También en estos trabajos el modelo teórico que subyace es el tradicional modelo de descuento de dividendos. Esta corriente investigadora resulta más interesante para los investigadores preocupados por la contabilidad, ya que se centra en el modelo contable, y trata de dar respuesta a preguntas clave, tales como ¿qué tipo de información se utiliza en el mercado?, ¿es relevante la descomposición del resultado?, ¿tiene utilidad la información a valor razonable? Evidentemente este tipo de preguntas y sobre todo sus respuestas son de indudable interés para los reguladores de la contabilidad. Así pues, son las teorías contables y no las financieras, como sucedía en los estudios de contenido informativo, las que centran la atención de los estudios de asociación.

En los trabajos más recientes enmarcados en la perspectiva de medición o valoración se investiga el papel de la información contable para la determinación del valor de los títulos. Una característica importante de esta nueva línea de investigación es el interés en el análisis fundamental, abandonado a raíz de los planteamientos estrictos del modelo de eficiencia del mercado que subyace en los primeros trabajos de contenido informativo. El vínculo entre las variables contables y el valor ha quedado perfectamente estructurado en el modelo EBO, ya que éste reconoce que el valor depende de las dos variables contables básicas: el neto y el resultado anormal. Por ello el problema se traslada ahora hacia la predicción de estas variables fundamentales, lo que supone el auge del análisis fundamental. Además la aportación de Ohlson (1995) plantea la contribución de otra información no contable para la determinación del valor, y ello constituye una línea de avance potencialmente muy atractiva en la que se trata de determinar qué aspectos contribuyen a generar valor en las empresas y no son captados por el sistema contable.

Para concluir, queremos señalar que la investigación realizada en la década objeto de este estudio, sobre todo la de los últimos cinco años, ha puesto de relieve que las variables contables básicas son importantes para explicar los precios, lo que sugiere que tienen capacidad predictiva, pero también ha evidenciado que las variables contables fundamentales son útiles para predecir la rentabilidad futura, y que ciertas variables pueden tener información sobre el riesgo no contenido en la beta del mercado. Otro aspecto a destacar de la investigación reciente es la importancia atribuida al análisis contextual. En definitiva, estamos ante una línea de investigación en expansión, con grandes perspectivas de futuro, y en la que, a juzgar, por la cantidad de recursos que se dedican, hay muchos interesados. Respecto a las áreas con más potencial de crecimiento resulta tal vez arriesgado hacer una predicción, pero señalaremos algunas: el modelo EBO y sus desarrollos, el análisis de la otra información y del conservadurismo contable en el modelo de Ohlson (1995), la determinación del coste de capital, la predicción del resultado y el papel del análisis fundamental, el estudio de la manipulación del resultado y el consiguiente efecto en los precios y en la eficiencia del mercado, así como el estudio de las propiedades de los datos contables elaborados según distintas normas, lo que en el momento actual, en el que se plantea la uniformidad de los sistemas contables, es sin duda de gran interés.

BIBLIOGRAFÍA

ABAD, C. y LAFFARGA, J. (1999): "Accounting Information and Capital Markets: An Overview", Comunicación presentada al 22 EAA Congress.

ABARBANELL, J. S. y BUSHEE, B. J. (1998): "Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy", *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 1, p. 19-45.

_____ (1997): "Fundamental Analysis, Future Earning, and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, No. 1, p. 1-23.

_____ ; LANEN y VERRECHIA, R. (1995): "Analysts' Forecasts as Proxies for Investor Beliefs in Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, No. 3, p. 31-36.

ABOODY, D. y LEV, B. (1998): "The Value Relevance of Intangibles: the Case of Software Capitalization", *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, p. 161-191.

AHMED, A.S (1994): "Accounting Earnings and Future Economic Rents. An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, p. 377-400.

AL-DEBIE, M. y WALKER, M. (1999): "Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence", *British Accounting Review* 31, p. 261-280.

ALFORD, A.; JONES, J.; LEFTWICH, R. y ZMIJEWSKI, M. (1993): "The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries", *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, p. 183-219.

ALI, A. y ZAROWIN, P. (1992): "Permanent Versus Transitory Components of Annual Earnings and Estimation Error in Earnings Response Coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, p. 245-264.

AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION (1977): *Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance*, AAA, Sarasota.

AMIR, E. (1993): "The Market Valuation of Accounting Information: The Case of Postretirement Benefits other than Pensions", *The Accounting Review*, Vol. 68, No. 4, p. 703-724.

_____ y LEV, B. (1996): "Value-Relevance of Non-financial Information: The Wireless Communication Industry", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, p. 3-30.

_____ y ZIV, A. (1997): "Recognition, Disclosure or Delay: Timing the Adoption of SFAS NO. 106", *Journal of Accounting*, Vol. 35, No. 1, p. 60-81.

ATHANASSAKOS, G. (1996): "Tax Induced Trading Volume around Ex Dividend Days Under Different Tax Regimes: The Canadian Experience 1970-1984". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 4, p. 557-583.

_____ y SMITH, B.F. (1996): "Odd-Lost Cost, Taxes and the Ex date Price Effects of Stock Dividends: Evidence from the Toronto Stock Exchange", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 7, p. 989-1001.

ATIASE, R. y BAMBER, L. (1994): "Trading Volume Reactions to Annual Accounting Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, p. 309-329.

BAGINSKI, S.; HASSELL, J. y WAYMIRE, G. (1994): "Some Evidence on the News Content of Preliminary Earnings Estimates", *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, p. 265-271.

BALL, R. (1992): "The earnings-price Anomaly", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, p. 319-345.

_____ y BROWN, P. (1968): "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn, p. 159-178.

_____ y KHOTARI, S.P. (1991): "Security Returns Around Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Vol. 66, No.4, p. 718-738.

_____ ; _____ y ROBIN, A. (2000): "The Effects of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No. 1, p. 1-51.

BAMBER, L. S. y CHEON, Y.S. (1995): "Differential Price and Volume. Reactions to Accounting Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 3, July, p. 417-441.

_____ ; BARRON, O.E. y STOBBER, T.L. (1997): "Trading Volume and Different Aspects of Disagreement Coincident with Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 4, p. 575-597.

BANDYOPADHYAY, S.P.; HANNA, J.D. y RICHARDSON, G. (1994): "Capital Market Effects of US Canada GAAP differences", *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 2, p. 262-277.

BANKER, R.D.; DAS, S. y DATAR, S.M. (1993): "Complementarity of Prior Accounting Information. The Case of Stock Dividend Announcements", *The Accounting Review*, Vol. 68, No. 1, p. 28-47.

BAO, B.H. y BAO, D.H. (1998): "Usefulness of Value Added and Abnormal Economic Earnings: An Empirical Examination", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, No. 1 y 2, p. 251-263.

BARTH, M.E. (1994): "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks", *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, p. 1-25.

_____ y CLINCH, G. (1998): "Revalued Financial Tangible and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-market-based Value Estimates", *Journal of Accounting Research*, No.1, p. 161-191.

_____ ; BEAVER, W.H. y LANDSMAN, W.R. (1992): "The Market Valuation Implications of Net Periodic Pension Cost Components", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, p. 27-62.

_____ ; _____ y _____ (1996): "Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107", *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, p. 513-537.

_____ ; _____ y _____ (1998): "Reactive Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, p. 1-34.

BARTOV, E. (1992): "Patterns in Unexpected Earnings as an Explanation for Post-Announcement Drift", *The Accounting Review*, Vol. 67, No.3, p. 610-622.

BASU, S. (1997): "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, p. 3-37.

BEATTY, A., CHAMBERLAIN, S. y MAGLIOLO, J. (1996): "An Empirical Analysis of the Economic Implications of Fair Value Accounting for Investment Securities", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, p. 43-77.

BEAVER, E.H. (1968): "The Information Content of the Annual Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, Sup., p. 67-92.

BEAVER, W.H., LAMBERT, R.A. y MORSE, D. (1980): "The Information Content of Security Prices", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 2, p.3-38.

_____ y RYAN, S.G. (1987): "The Information Content of Security Prices: a Second Look", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, p. 139-157.

BERNARD, V. y THOMAS, W. (1990) "Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, p. 305-340.

BLUSHAN, R. (1994): "An Informational Efficiency Perspective on the Post-Earnings Announcement Drift", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, p.45-65.

BOOTH, G.G., J. KALLUNKI Y MARTIKAINEN, T. (1996): "Post-Announcement Drift and Income Smoothing: Finnish Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 8, p. 1197-1209.

_____ ; _____ y _____ (1997): "Delayed Price Response to the Announcements of Earnings and its Components in Finland", *The European Accounting Review*, Vol. 6, No. 3, p. 377-392.

BRINN, T., JONES, M. J. Y PENDLEBURY, M. (1996): "UK Accountants Perceptions of Research Journal Quality", *Accounting and Business Research*, Vol 26, p. 265-278.

BROOKFIELD, D. y MORRIS, R. (1992): "The Market Impact of UK Companies News Announcements", *Journal of Business, Finance and Accounting*, No. 1, p. 585-602.

BROWN, L. y HUEFNER, R (1994): "The Familiarity with and Perceives Quality of Accounting Journals: Views of Senior Accounting Faculty in Leading U.S. MBA Programs", *Contemporary Accounting Research*, No.11, Summer, p. 223-250.

BROWN, S.; LO, K, y LYS, T (1999): "Use of R-squared in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.28, p.83-115.

BURGSTHALER, D.C. y DICHEW, I.D. (1997): "Earnings, Adaptation and Equity Value", *The Accounting Review*, April, p. 187-215.

CHAN, K. y SEOW, G.S (1996): "An Empirical Re-examination of the Cross-section of Expected Returns: UK Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 9 y 10, p. 1435-1451.

CHAN, S.Y. y FONG, W-M. (1996): "Reaction of the Hong Kong Stock Market to the Publication of Second-hand Analysts Recommendation Information", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 8, p. 1121-1139.

CAPMAN FINDLAY III, M. (1977): "On Market Efficiency and Financial Accounting", *Abacus*, June, p.39-54.

CHARITOU, A. y PANAGIOTIDES, G. (1999): "Financial Analysis, Future Earnings and Cash Floes, and the Prediction of Stock Returns: Evidence for the UK", *Accounting and Business Research*, Vol.29, No. 4, p. 281-298.

CHEN, K.C.W. y CHURCH, B.K. (1996): "Going Concern Opinions and the Market's Reaction to Bankruptcy Filings", *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 1, p. 117-128.

CHO, J.Y. y JUNG, K. (1991): "Earnings Response Coefficients: A Sintesis of Theory and Empirical Evidence", *Journal of Accounting Literature*, Vol. 10, p. 85-116.

CLUBB, C.D.B (1995): "An Empirical Study of the Information Content of Accounting Earnings, Funds Flows and Cash Flow in the U.K", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, No.1, p. 35-49.

COLLINS, D.W. y KOTHARI, S.P. (1989): "An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, p. 143-181.

_____ ; _____ ; SHANKEN, J. y SLOAN, R.G. (1994): "Lack of Timeliness and Noise as Explanations for the Low Contemporaneous Return-Earnings Association", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, p. 289-324.

_____ ; MAYDEW, E.L. y WEISS, I.S. (1997): "Changes in the Value-relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, p. 39-67.

_____ ; PINCUS, M. y XIE, H. (1999): "Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity", *The Accounting Review*, January, p. 29-61.

CORNETT, M.; REZAAE, Z. y TEHRANIAN, H. (1996): "An Investigation of Capital Market Reactions to Pronouncements on Fair Value Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, p. 119-154.

CREADY, W.M. y MYNATT, P.G. (1991): "The Information Content of Annual Reports: A Price and Trading Response Analysis", *The Accounting Review*, Vol. 66, No.2. p. 291-312.

DALEY, L.A.; HUGHES, J.S. y RAYBURN, J.D. (1995): "The Impact of Earning Announcements on the Permanent Price Effects of Block Trades", *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, No. 2, p. 317-333.

DAVIES, M.L. (1990): "Differential Market Reaction to Pooling and Purchase Methods", *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 3, p. 696-709.

DECHOW, P. M. (1994): "Accounting Earnings and Cash Flows Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, p. 3-42.

_____ ; HUTTON, A.P. y SLOAN, R.G. (1999): "An Empirical Assesmeent of the Residual Income Valuation Model", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, p.1-34.

DEMPSEY, M.J. (1994): "Interim Earnings Management and the Fourth Quarter Good News Effect", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 21, No. 6, p. 889-908.

DHALIWAL, D. y REYNOLDS, S.S. (1994): "The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient", *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 2, p. 412-419.

DONNELLY, R. (1998): "Cross-Sectional Variation in Price Anticipation of Earnings", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, No. 5 y 6, p. 659-681.

_____ y WALKER, M. (1995): "Share Price Anticipation of Earnings and the Effects of Earnings Persistence and Firm Size", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, No.1, p. 5-15.

DUMONTIER, P. y LABELLE, R. (1998): "Accounting Earnings and Firm Valuation: the French Case", *The European Accounting Review*, Vol. 7, No. 2, p. 163-183.

EASTON, P.D. (1991): "Earnings and Dividends: Is there an Interaction Effect?" *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 18, No. 2, p. 255-266.

_____ (1999): "Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data", *Accounting Horizons*, Vol.13, No.4, December, p. 399-412.

_____ y HARRIS, T.S. (1991): "Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 1, p. 19-35.

_____ ; _____ y OHLSON, J.A. (1992): "Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns. The Case of Long Return Intervals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, p. 119-142.

ECCHER, E.A., RAMESH, K. y THIAGARAJAN, S.R. (1996): "Fair Value Disclosures by Bank Holding Companies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, p. 79-117.

- ELLIOTT, J.A. y HANNA, J.D (1996): "Repeated Accounting Write-offs and the Information Content of Earnings", *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, p. 135-155.
- ELSHARKAWY, A. y GARROD, N. (1996): "The Impact of Investor Sophistication on Price Response to Earnings News", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No.2, p. 221-235.
- ELY, K. y WAYMIRE, G.(1999): "Accounting Standards Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927-93", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, p. 293-317.
- ESPAHBODI, H., STROCK y TEHRANIAN, H. (1991) "Impact on Equity Prices of Pronouncements Related to Nonpension Postretirements Benefits", *Journal of Accounting and Economics*, No. 4, p. 323-346.
- _____ ; ESPAHBODI, P. y TEHRANIAN, H. (1995): "Equity Price Reaction to the Pronouncements Related to Accounting for Income Taxes", *The Accounting Review*, Vol.70, No.4, p. 655-668.
- FAIRFIELD, P.M., SWEENEY, R.J. y LOMBARDI Y.T. (1996): "Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings", *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, p. 337-355.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K. (1992): "The Cross-section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, June, p. 427-466.
- FELTHAM, G. y OHLSON, J. (1995): "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, p. 389-731.
- FORBES, W.P. y SKERRATT, L.C.L. (1992): "Analysts Forecast Revisions and Stock Price Movements", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19. No. 2, p. 555-569.
- FRANCIS, J.; PAGACH, D. y STEPHAN, J. (1992): "The Stock Market Response to Earnings Announcements Released during Trading Versus Non-trading Periods", *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 2, p. 165-181.
- _____ y SCHIPPER, K. (1999): "Have Financial Statement Lost Their Relevance?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, p. 319-353.
- FRANKEL, R. y LEE, C. (1998): "Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Section al Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, p. 283-319.
- GARCIA BENAOU, M.A. y GINER INCHAUSTI, B.(2000): "Perspectiva de Investigación de la contabilidad financiera en el ámbito internacional", Ponencia al IX Encuentro de Profesores de Contabilidad, ASEPUC, p. 55-136.
- GARROD, N. y REES, W. (1998): "International Diversification and Firm Value", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, No. 9 y 10, p. 1256-1281.
- _____ y HADI, M. (1998): "Investor Response to Cash Flow Information". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, nº 5 y 6, p. 613-629.
- GHOSH, C. y WOOLRIDGE, R. (1991): "Dividend Omissions and Stock Market Rationality", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 18, No. 3, p. 315-330 .
- GINER INCHAUSTI, B. (1999): "La vuelta al análisis fundamental en la investigación relacionada con el mercado de capitales", *V Jornada de Análisis Contable*, ASEPUC, Cádiz, Octubre, p.7-44.
- _____ (2000) "Investigación empírica y marco conceptual" , *El Marco Conceptual, Libro de Lecturas*, Tua, J. (coor.), AECA, Madrid, p. 373-401.
- _____ y MORA, A. (1995): "Análisis Crítico de la Eficiencia del Mercado de Capitales en relación con la Información Contable", *Revista de Financiación y Tributación*, Vol. 181, p. 75-122.
- _____ y REVERTE, C. (1999): "The Value Relevance of the Earnings Disaggregation Provided in the Spanish Profit and Loss Account", *The European Accounting Review*, Vol 8, No.4, p. 609-629.
- GRAHAM, R.C. y KING, R.D. (1996): "Industry Information Transfers: The Effect of Information Environment", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 9 y 10, p. 1289-1305.
- GREEN, J., STARK, A. y THOMAS, D.H. (1996): "UK Evidence on the Market Valuation of Research and Development Expenditures", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No.2, p. 191-216.

- GREIG, A.C. (1992): "Fundamental Analysis and Subsequent Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, p. 413-442.
- GRULLON, G.; MICHAELY, R. y SWARY, I. (1997): "Capital Adequacy, Bank Merges, and the Medium of Payment", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, No. 1, p. 97-121.
- HAND, J. R. (1993): "Resolving LIFO Uncertainty: a Theoretical and Empirical Reexamination of 1974-75 LIFO Adoptions and Nonadoptions", *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 2, p. 187-209.
- HAND, J.R. (1990): "A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis", *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 4, p. 740-763.
- HARRIS, T.S., LANG, M. y MOLLER, H.P. (1994): "The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 2, p. 187-209.
- HAYN, C. (1995): "The Information Content of Losses", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, p. 125-153.
- HEW D., L. SKERRATT, N. C. STRONG y WALKER, M. (1996): "Post-earnings Announcement Drift: Some Preliminary Evidence for the UK", *Accounting and Business Research*, No. 3, p. 283-293
- HOLTHAUSEN, R.W. y VERRECHIA, R. E.(1990): "The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behaviour", *The Accounting Review*, January, p. 191-208.
- _____ y LARCKER, D.F. (1992): "The Prediction of Stock Return Using Financial Statement Information", *Journal of Accounting and Economics*, June/ September, p. 373-411.
- HULL, R. y WRIGHT, G. (1990): "Faculty Perceptions of Journal Quality: An update", *Accounting Horizons*, No.4, March, p. 77-98.
- HUSSAIN, S. (1996): "Over Reaction by Security Market Analysts: The Impact of Broker Status and Firm Size", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, No. 9 y 10, p. 1120-1243.
- JENNINGS, R., ROBINSON, J., THOMPSON, R.B. y DUVALL, L. (1996): "The Relation Between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, June, p. 513-533.
- JETER, D. C. y CHANEY, P.K. (1992): "An Empirical Investigation of Factors Affecting the Earnings Association Coefficient", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, No. 6, p. 839-863.
- JONES, F.L. (1996): "The Information Content of the Auditor's Going Concern Evaluation", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 15, p. 1-27.
- JOOS, P. y LANG, M. (1994): "The Effects of Accounting Diversity: Evidence from the European Union", *Journal of Accounting Research*, Vol. 32.(sup), p.141-168.
- KHURANA, I. K. y LOUDDER, M. L. (1994): "The Economic Consequences of SFAS 106 in Rate-Regulated Enterprises", *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 2, p. 364-380.
- KIM, I.W., CHEN, K.H. y NANCE, J. (1992): "Information Content of Financial Leverage: An Empirical Study", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, No. 1, p. 133-147.
- KIM, J.B., LEE, J. y PARK, T.H. (1996): "Transaction Responses to Analysts' Earnings Forecast, New Type and Trader Type", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 7, p. 1043-1055.
- KORMEDI, R. y LIPE, R. (1987): "Earnings Innovations, Earnings Persistence, And Stock Returns", *Journal of Business*, Vol. 60, No. 3, p. 323-345.
- KOTHARI, S. P. y SLOAN, R.G. (1992): "Information in Prices about Future Earnings. Implications for Earnings Response Coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, p. 143-171.
- _____ y ZIMMERMAN, D. J. (1995): "Price and Return Models", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 60, No.3, p. 323-345.
- LEE, C. (1992): "Earnings News and Small Trades: An intraday Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.15, p. 265-302.
- _____ (1999) "Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research", *Accounting Horizons*, Vol.13, No.4, December, p.413-425.

LEONG, K., ZAIMA, J.K. y BUCHMAN, T. (1991): "The Effect of Ownership Control Status on Stock Price Reaction to the Adoption of LIFO Inventory", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 18, No. 3, p. 405-419.

LEV, B. (1989): "On The Usefulness of Earnings: Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, sup, p. 153-192.

_____ y PENMAN, S.H. (1990): "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure and Stock Prices", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, p. 49-75.

_____ y SOUGIANNIS, T. (1996): "The Capitalization, Amortization, and Value-Relevance of R&D", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, p. 107-138.

_____ y THIAGARAJAN, S.R. (1993): "Fundamental Information Analysis", *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 2, p. 190-215.

_____ y ZAROWIN, P. (1999): "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them", *Journal of Accounting Research*, Vol. 3, No. 2, p. 353-385.

LIPE, R. (1990): "The Relation Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information", *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, p. 19-71.

LIVNAT, J. y ZAROWIN, P. (1990): "The Incremental Information Content of Cash Flow Components", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, p. 25-46.

LOBO, G. J. y TUNG, S. (1997): "Relation Between Predisclosure Information Asymmetry and Trading Volume Reaction Around Quarterly Earning Announcements", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, No.6, p. 851-867.

MCCARTHY, M. y SCHNEIDER, D. (1995): "Market Perception of Goodwill: Some Empirical Evidence", *Accounting and Business Research*, Vol. 26, No. 1, p. 69-81.

MCLEAY, S., KASSAB, J. y HELAN, M. (1997): "The Incremental Information Content of Accruals: Evidence Based on the Exponential Smoothing of Levels and Trends in the Pre-Tax Earnings, Funds Flow and Cash Flow", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, No. 7 y 8, p. 1147-1165.

MITRA, D. y OWERS, J.E. (1995): "Dividend Initiation Announcement effects and the Firm's information environment", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, No. 4, p. 551-571.

NARASHIMAN, R. y DAVIES, A. (1997): "An Investigation of European Faculty Perceptions of the Quality of Accounting Journals", *Working Paper*, City University of Hong Kong.

NELSON, K.K (1996): "Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS N° 107", *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 2, p. 161-182.

OHLSON, J. (1995): "Earnings, Book Values, and Dividends In Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, p. 661-687.

OU, J.A (1990): "The Information Content of Nonearnings Accounting Numbers as Earnings Predictors", *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, No. 2, p. 144-163.

OU, J.A. Y PENMAN, S.H. (1989a): "Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, And The Information Content Of Security Prices", *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, sup., p. 111-144.

_____ y _____ (1989b): "Financial Statement Analysis And The Prediction of Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, p. 295-329.

PENMAN, S.H. (1992): "Financial Statement Information and The Pricing of Earnings Changes", *The Accounting Review*, Vol. 67, No. 3, p. 563-577.

POPE, P. e INYANGETE, C.G. (1992): "Differential Information, the Variability of Stock Returns, and Earnings Announcements", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, No. 4, p. 603-623.

_____ y WALKER, M. (1999): "International Differences in Timeliness, Conservatism and Classification of Earnings", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Sup., p. 53-87.

POWNAL, G., WASLEY, C. y WAYMIRE, G. (1993): "The Stock Price Effects of Alternative Types of Management Earnings Forecasts", *The Accounting Review*, Vol. 68, No. 4, p. 896-912.

- REES, L. (1995): "The Information Contained in Reconciliations to Earnings Based on US Accounting Principles by Non-US Companies", *Accounting and Business Research*, Vol. 25, No. 100, p. 301-310.
- REES, W. (1997): "The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, No. 7 y 8, p. 1111-1140.
- SCHADEWITZ, H. (1996): "Information Content of Interim Earnings Components-Evidence from Finland", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 9 y 10, p. 1397-1409.
- SETIONO, B. y STRONG, N. (1998): "Prediction Stock Returns Using Financial Statement Information", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, No. 5 y 6, p. 631-657.
- SHORES, D. (1990): "The Association Between Interim Information and Security Returns Surrounding Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, No. 1, p. 164-181.
- SHROFF, P.K. (1999): "The Variability Between Interim Information and Security Returns Surrounding Earnings Announcements", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 26 No. 7 y 8, p. 863-882.
- SLOAN, R. G. (1996): "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings", *The Accounting Review*, Vol. 71, No.3, p. 289-315.
- SOUGIANNIS, T. (1994): "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D", *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, p. 44-68.
- STICKEL, S. E. (1991): "Common Stock Returns Surrounding Earnings Forecast. Revisions: More Puzzling Evidence", *The Accounting Review*, Vol. 66, No. 2, p. 402-416.
- STOBER, T.L. (1992): "Summary Financial Statement Measures and Analysts' Forecasts of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, June/ September, p. 347-372.
- STRONG, N. y WALKER, M. (1993): "The Explanatory Power of Earnings for Stock Returns", *The Accounting Review*, Vol. 68, No. 2, p. 385-399.
- SUBRAMANYAM, K.R. (1996): "The Pricing of Discretionary Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, p. 249-281.
- TUA PEREDA, J. (1991): *La investigación empírica en contabilidad. La hipótesis de eficiencia del mercado*, ICAC, Madrid.
- WARFIELD, T.D y WILD, J.J (1992): "Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *The Accounting Review*, Vol. 67, No. 4, p. 821-842..
- WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. (1986): *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, New Jersey.