

# LA INFORMACIÓN FINANCIERA: SU PODER DE DESCRIPCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LAS ACCIONES.

Alicia Guerra Guerra  
Universidad de Extremadura

## RESUMEN

Integrado en la corriente de investigación que proclama un retorno al análisis fundamental tradicional, este trabajo se propone contrastar empíricamente la validez de los postulados de dicho análisis fundamental a través de indagar las posibilidades de determinación del valor de las acciones encerradas en la información contable.

A fin de identificar este estudio con el análisis fundamental, estructuramos el mismo en dos bloques empíricos: (i) explicación de las rentabilidades anormales por parte de la información fundamental contemporánea, y (ii) predicción del beneficio imprevisto futuro utilizando dicha información fundamental explicativa.

Nuestros resultados evidencian la veracidad del análisis fundamental tras detectar cómo la información contenida en los estados financieros permite detectar el valor de las acciones diferente de su precio.

## INTRODUCCIÓN.

El examen de la reciente literatura contable nos sitúa ante una nueva corriente de investigación cuya naturaleza se identifica con un retorno al análisis fundamental tradicional. Se trata de una línea de investigación que localiza sus orígenes en la Investigación Contable de los Mercado de Capitales (ICMC) como corriente que le precede y de la que inmediatamente se independiza dado el regreso al análisis fundamental que proclama y su consecuente refutación de la hipótesis de eficiencia<sup>1</sup>.

Cronológicamente surgida en torno al segundo quinquenio de la década de los ochenta, como notas altamente definitorias de esta corriente señalamos su objetivo primario de valoración de acciones – esto aplicando los principios del análisis fundamental–, el consiguiente distanciamiento del Paradigma de Información en el que se basaban los precedentes estudios del contenido informativo, y la también consecuente renuncia a la hipótesis de eficiencia de los mercados.

En respuesta a tales pretensiones, esta línea de investigación se desdobra en dos ramales de estudios: (1) el diseño de estrategias rentables de inversión en acciones, y (2) la explicación de la conducta de los precios de las acciones a partir de la información fundamental contemporánea con ellos.

Ocupándonos en este trabajo de la segunda vía de estudio, la investigación de Lev y Thiagarajan (1993) se constituye en su iniciadora. Su carácter es eminentemente empírico y de información contable distinta del beneficio (no-beneficios); una información contable candidata que es extraída de la publicación de informes de analistas y académicos financieros.

Utilizando esta fuente, diseñan doce variables o *señales fundamentales* consideradas como evaluadoras del comportamiento presente y predictoras de los beneficios futuros del año próximo. Doce señales que implican a las ventas, existencias, derechos de cobro, inversiones, I&D, margen bruto, gastos de administración y ventas, provisiones de deudores morosos, tasa efectiva impositiva, cartera de pedidos, fuerza de trabajo, criterio LIFO-FIFO de valoración de existencias, e informe de auditoría.

Su contraste concluye con la elección final de diez de las doce señales como explicativas de las rentabilidades contemporáneas de las acciones, una conducta explicativa incremental respecto del beneficio presente. Finalmente, sus autores muestran la participación de estas señales en la predicción del beneficio futuro.

Esta evidencia es confirmada más tarde por Abarbanell y Bushee (1995a, b) y profundizada tras encontrar que la predecibilidad del beneficio futuro encerrada en las señales fundamentales es transmitida tan sólo parcialmente por los analistas financieros a sus predicciones de beneficios, incurriendo por tanto los mismos en infrarreacción a tal información. Una infrarreacción padecida igualmente por los inversores, si bien en menor medida.

En este contexto, nuestra aspiración central para con este trabajo es la de contrastar la autenticidad de los principios del análisis fundamental; esto es, decidir la aceptación o no del mismo.

---

<sup>1</sup>-A fin de situar al lector, recomendamos las lecturas de Túa (1991), Lev (1989) y White et al. (1994).

Somos concededores de que el análisis fundamental se asienta en el principio de que la información extraída de los estados financieros permite determinar el valor (intrínseco o fundamental) de las acciones. El mercado encuentra dificultad para reflejar tal valor, por lo que los precios de las acciones padecen desviaciones transitorias del mismo. A esta situación de existencia de acciones infravaloradas y sobrevaloradas por el mercado, le sigue un proceso de reversión final, lenta y gradual, del precio de la acción hacia su valor fundamental.

Representando dicho proceso de reversión hacia el valor una segunda fase de la primera de valoración, nuestro objetivo inicial coincide con el de verificar las facultades valorativas encerradas en la información fundamental. El respeto del valor obtenido a la teoría clásica del valor se convierte en garante de la autenticidad de dicho valor; el análisis del poder predictivo del beneficio futuro contenido en la información explicativa estudiada representa la senda elegida para ello, con lo que esta predecibilidad del beneficio se constituye así en un objetivo instrumental.

Para la implementación, apostamos por la metodología selectiva de análisis de estados financieros con finalidad de valoración de acciones seguida por Lev y Thiagarajan (1993). Así, su información fundamental propuesta como candidata explicativa es sometida a revisión para nuestros mercados nacionales de valores.

Y superponiéndose a todo ello, manifestamos nuestra intención de enfrentar a los beneficios contables con la información fundamental distinta de éstos en nuestro afán de arrojar luz a la abundante evidencia que proclama la inexplicable debilidad explicativa de los precios por parte del beneficio presente<sup>2</sup>.

Precisamente para atender debidamente este último propósito, la herramienta aplicada será el examen del poder incremental de la información de no-beneficios respecto del beneficio. Esto es, la comprobación de la existencia de contenido informativo distinto en la primera respecto del encerrado en el segundo. Esta idea en absoluto implica una superioridad informativa en ese orden<sup>3</sup>. En un plano secundario, estudiaremos el contenido informativo mostrado por el beneficio por sí solo dado que este trabajo nos brinda esta oportunidad al tiempo que encaja dentro de nuestros objetivos iniciales.

Para dar cumplimiento a estos objetivos, tras la presentación de nuestra selección muestral, abordaremos un doble análisis empírico: uno primero de explicación fundamental de los precios presentes de las acciones que contendrá la justificación del mismo, la enunciación de sus hipótesis y el diseño de sus modelos. Le seguirá uno segundo con idéntico planteamiento, esta vez en el ámbito de la predicción fundamental del resultado futuro. Tras un apartado común descriptivo de la metodología aplicada, exponaremos los resultados y conclusiones extraídas para ambos bloques empíricos. Un apartado final de conclusiones sintetizará las más relevantes conclusiones de cierre de nuestro trabajo.

## **SELECCIÓN MUESTRAL.**

Las principales fuentes de información utilizadas para el estudio completo han sido la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, y Diario Expansión.

Partiendo de los estados financieros disponibles y de exclusivamente las firmas no financieras por razones de homogeneidad, aplicamos una secuencia de criterios de selección relacionados con un número mínimo de ejercicios y las variables que utilizaremos. El resultado lo conforma una muestra de 109 empresas (Anexo) y un período muestral general de 1990-1995 ampliado hacia años anteriores y posteriores para análisis muy concretos.

## **ANÁLISIS EMPÍRICO.**

La garantía de que nuestro análisis empírico se identifica con la capacidad valorativa de la información contable sostenida por el análisis fundamental la hallamos primeramente en que el comportamiento de los precios lo hacemos representar por la rentabilidad anormal o inesperada por el mercado para tales acciones. En segundo lugar, en el respeto del valor resultante de estas acciones a la teoría clásica de valoración de acciones concretada en que el valor de las mismas nace del beneficio futuro; esto es,

---

<sup>2</sup>-Entre otros, Lev (1989), Brennan (1991), Easton y Harris (1991), Warfield y Wild (1992), Kothari y Sloan (1992), Strong y Walker (1993), Collins et al. (1987) y Collins et al. (1994).

<sup>3</sup>-A este respecto, consúltese el texto de Biddle y Seow (1993).

esta información contable se convierte en auténticamente valorativa si encierra capacidad para predecir beneficios futuros.

Más exactamente, la justificación de la obtención de rentabilidades anormales presentes por parte de la información fundamental contemporánea con ellas se localiza en la capacidad de previsión del beneficio futuro anormal o imprevisto por el mercado contenida en dicha información; muy sintéticamente, podría reflejarse esta idea como sigue:

Surge así la necesidad de afrontar este doble análisis empírico para satisfacer nuestro objetivo inicial: (I) explicación fundamental de las rentabilidades anormales presentes y (II) predicción fundamental del beneficio anormal futuro.

## **EXPLICACIÓN FUNDAMENTAL DE LAS RENTABILIDADES PRESENTES.**

Si a la extensa evidencia previa de la ICMC proclamadora de la debilidad de la relación contemporánea del beneficio con la rentabilidad de las acciones, superponemos la defensa de la asociación de la rentabilidad presente con el beneficio futuro<sup>4</sup>, inferimos la pobreza predictiva del beneficio futuro por parte del beneficio presente. Esta deducción nos impulsa a creer en la existencia de un poder predictivo del beneficio por parte de la información fundamental distinta del beneficio, un poder, además, incremental respecto al beneficio<sup>5</sup>.

Esta facultad predictiva mostrada por los no-beneficios, acompañada del antes referido vínculo existente entre la rentabilidad presente y el beneficio futuro, nos conduce a sostener la existencia de una asociación explicativa de la rentabilidad de las acciones y la información fundamental de no-beneficios contemporánea con ella. Igualmente, dicho vínculo, junto al mencionado poder predictivo incremental de los no-beneficios respecto al beneficio, nos hace anticipar el carácter explicativo incremental de las rentabilidades presentes por parte de esta información contemporánea de no-beneficios respecto al beneficio también contemporáneo.

Finalmente, la literatura previa ya exponíamos como evidenciaba una pobre asociación contemporánea del beneficio con los precios.

Asistidos por este análisis, planteamos dos hipótesis principales:

H1: La información contable distinta del beneficio posee capacidad explicativa del comportamiento de la rentabilidad contemporánea.

H2: El carácter explicativo de la rentabilidad contemporánea presentado por la información contable de no-beneficios resulta incremental respecto al del beneficio contemporáneo.

Les acompaña una hipótesis de orden secundario:

H3: Los beneficios presentes muestran una débil capacidad descriptiva de las rentabilidades contemporáneas.

El diseño del modelo explicativo se ocupa de las variables objeto y explicativas.

La variable objeto se identifica con la rentabilidad anormal o imprevista acumulada (RAC), desdoblada la misma en los tipos A y B. La especificación de estas variables se recoge a continuación:

---

<sup>4</sup>-Señalamos algunos trabajos: Beaver et al. (1980), Collins et al. (1987), Ou (1990) y Kothari y Sloan (1992).

<sup>5</sup>-Ou (1990) y Lev y Thiagarajan (1993), entre otros, confirman empíricamente este extremo para la información fundamental.

### Rentabilidad.

$$R_{i,j} = \frac{P'_{i,j} + D_{i,j} + DS_{i,j} - P_{i,j-1}}{P_{i,j-1}}, \text{ donde:}$$

R = rentabilidad.

i = acción.

j = mes.

$P'_{i,j}$  = precio de la acción i al cierre del mes j, ajustado por los cambios del valor nominal de las acciones dados ese mes j.

$D_{i,j}$  = dividendos brutos de la acción i distribuidos en el mes j, ajustados por los cambios de valor nominal de las acciones producidos ese mes j.

$DS_{i,j}$  = valor teórico de los derechos de suscripción de la acción i derivados de ampliaciones de capital habidas ese mes j.

$P_{i,j-1}$  = precio de la acción i al cierre del mes j.

Los precios y dividendos son ajustados a los cambios de valor nominal dados ese mes.

#### A-Rentabilidad anormal ajustada al mercado según el IGBM.

Rentabilidad anormal tipo  $A_j = RA_{A_j} = \text{Rentabilidad}_j - \text{Rentabilidad de Mercado}_j = \text{Rentabilidad}_j - \text{Rentabilidad de la cartera de mercado}_j = \text{Rentabilidad}_j - \text{Rentabilidad del Índice General de la Bolsa de Madrid}_j$ .

#### B-Rentabilidad anormal ajustada al riesgo de mercado.

Rentabilidad anormal tipo  $B_j = RA_{B_j} = \text{Rentabilidad}_j - \text{Rentabilidad esperada}_j = \text{Rentabilidad}_j - \text{Rentabilidad determinada conforme al Modelo de Mercado}_j$ .

#### Rentabilidad anormal acumulada:

$$RAC_j = \sum_{T=1}^j (RA_T), \text{ donde:}$$

RAC = Rentabilidad anormal acumulada.

j = mes.

T = número de meses de rentabilidad acumulada.

RA = rentabilidad anormal (tipos A y B).

Las variables explicativas del modelo comienzan con el Beneficio presente, especificado como cambio de beneficios (beneficios no esperados) dado que es precisamente el *cambio* en una variable explicativa el que provoca el *cambio* de precios (rentabilidad); un beneficio esperado que implícitamente, pues, consideramos que se ajusta a un modelo de recorrido aleatorio<sup>6</sup>. La elección del beneficio ordinario responde a que la introducción de los resultados extraordinarios al menos inicialmente parecen restar *calidad* a la variable Beneficios por el componente transitorio del beneficio que por naturaleza representa este resultado extraordinario. La especificación exacta sería:

$$\text{Beneficio no esperado}_t = \text{BPA no esperado}_t = \frac{\text{BPA}_t - \text{BPA}_{t-1}}{\text{Cotización}_{t-1}}, \text{ donde:}$$

- $\text{BPA}_t$ : Beneficio ordinario por acción después de impuestos del ejercicio t.

- $\text{Cotización}_t$  = Cotización de la acción para el mes de publicación de los estados financieros de t.

El resto lo conforma un conjunto de variables fundamentales (*señales fundamentales*) caracterizadas la mayoría de ellas por medio del formato Cambio de Variable:

<sup>6</sup>-Dentro de la ICMC, algunos ejemplos los constituyen Ball y Watts (1972), Watts y Leftwich (1977), Beaver et al. (1980), Kothari y Sloan (1992) y Callen et al. (1993).

$$\text{Cambio de Variable}_t = \frac{\text{Valor de la Variable}_t - E(\text{Variable})_t}{E(\text{Variable})_t}, \text{ donde:}$$

-E(Variable) = Valor esperado para la variable.

Adoptamos un doble tratamiento para estimar el valor esperado de la variable:

-Modelo random walk (recorrido aleatorio) (r-w):  $E(\text{Variable})_t = \text{Variable}_{t-1}$

-Modelo promedio (m.p.):  $E(\text{Variable})_t = (\text{Variable}_{t-1} + \text{Variable}_{t-2}) / 2$

El modelo explicativo se bifurcará, pues, para atender a este doble tratamiento.

Las señales fundamentales que finalmente forman parte de nuestro modelo<sup>7</sup> se recogen en el Cuadro-1. Para todas ellas se anticipa un signo esperado negativo.

**CUADRO-1: SEÑALES FUNDAMENTALES DEL MODELO EXPLICATIVO.**

| SEÑAL FUNDAMENTAL | NOMBRE                          | FORMATO   |
|-------------------|---------------------------------|---|
| 1                 | EXISTENCIAS                     | CAMBIO DE EXISTENCIAS-CAMBIO DE VENTAS                                |
| 2                 | DERECHOS DE COBRO               | CAMBIO DE DERECHOS DE COBRO-CAMBIO DE VENTAS                          |
| 3                 | INVERSIÓN                       | CAMBIO DE INVERSIONES DEL SECTOR-CAMBIO DE INVERSIONES DE LA EMPRESA  |
| 4                 | MARGEN BRUTO                    | CAMBIO DE VENTAS-CAMBIO DE MARGEN BRUTO                               |
| 5                 | PROVISIONES DE DEUDORES MOROSOS | CAMBIO DE DERECHOS DE COBRO-CAMBIO DE PROVISIONES DE DEUDORES MOROSOS |
| 6                 | TASA EFECTIVA IMPOSITIVA        | $BPA AT_T (T_{T-1} - T_T) / \text{COTIZACIÓN}_T$                      |
| 7                 | FUERZA DE TRABAJO               | CAMBIO EN LA RENTABILIDAD DE LA MANO DE OBRA                          |
| 8                 | INFORME DE AUDITORÍA            | DICOTÓMICA: 1(0) INFORME CON SALVEDADES O ADVERSO (SIN SALVEDADES)    |

Donde:

-BPA AT = BPA antes de impuestos.

-T = Tasa de impuestos =

Impuesto sobre Beneficios

Beneficio ordinario antes de impuesto

El resultado de este proceso de diseño del modelo explicativo es la formalización del siguiente conjunto de modelos:

| MODELO | VARIABLE OBJETO (DEPENDIENTE) | VARIABLES EXPLICATIVAS (INDEPENDIENTES)                             |
|--------|-------------------------------|---|
| I.1.   | RAC TIPO A                    | BENEFICIO NO ESPERADO PRESENTE                                      |
| I.2.   | RAC TIPO B                    | BENEFICIO NO ESPERADO PRESENTE                                      |
| II.1.  | RAC TIPO A                    | BENEFICIO NO ESPERADO PRESENTE Y EL CUERPO DE SEÑALES FUNDAMENTALES |
| II.2.  | RAC TIPO B                    | BENEFICIO NO ESPERADO PRESENTE Y EL CUERPO DE SEÑALES FUNDAMENTALES |

Los modelos I.1. y I.2. serán denominados genéricamente Modelo principal I, y los dos restantes Modelo principal II. Los dos modelos últimos, a su vez, se desdoblarían para contemplar el doble tratamiento de r-w y m.p. indicado, si bien no recogemos esta subdivisión en el cuadro anterior con la intención de simplificar.

<sup>7</sup>-Algunas de las señales originales resultan eliminadas dadas nuestras restricciones muestrales.

## PREDICCIÓN FUNDAMENTAL DE LOS BENEFICIOS FUTUROS.

El cuerpo de hipótesis de este apartado se desprende plenamente de las justificaciones que ofrecíamos para las correspondientes hipótesis explicativas H1, H2 y H3.

Así, procedemos a investigar si las hipotéticas facultades explicativas de la información fundamental de no-beneficios responden realmente y de forma directa a la propiedad de esta información para pronosticar el beneficio futuro; un beneficio futuro imprevisto por el mercado dado que la información que consideramos que lo pronostica genera rentabilidades anormales o imprevistas por el mercado.

Asímismo, pretendemos la confirmación empírica de la capacidad predictiva incremental del beneficio futuro mostrada por esta información de no-beneficios en relación con el beneficio, precisamente un argumento que nos inclinaba más arriba al enunciado de la hipótesis H2. Cerraríamos con la verificación de la pobreza predictiva del beneficio por parte del beneficio presente derivada de la hipótesis H3.

En virtud de todo ello, nos planteamos las siguientes hipótesis predictivas de beneficios vinculadas directamente con este análisis explicativo:

H4: La información contable de no-beneficios permite la predicción de los beneficios futuros inesperados.

H5: La capacidad predictiva del resultado futuro imprevisto mostrada por la información contable de no-beneficios resulta incremental respecto de la poseída por los beneficios.

A las que sumamos una hipótesis de segundo nivel:

H6: Los beneficios presentan un muy limitado poder predictivo del beneficio futuro imprevisto.

El contraste de estas hipótesis exige, por tanto, la estimación de unos modelos predictivos de beneficios cuyas variables regresoras coinciden totalmente con las explicativas de sus respectivos modelos explicativos. Resultan así los siguientes modelos predictivos:

| MODELO | VARIABLE OBJETO (DEPENDIENTE) | VARIABLES PREDICTIVAS (INDEPENDIENTES)         |
|--------|-------------------------------|--|
| PI.    | BENEFICIO NO ESPERADO FUTURO  | VARIABLE INDEPENDIENTE DEL MODELO PRINCIPAL I. |
| PII.1. | BENEFICIO NO ESPERADO FUTURO  | VARIABLES INDEPENDIENTES DEL MODELO II.1.      |
| PII.2. | BENEFICIO NO ESPERADO FUTURO  | VARIABLES INDEPENDIENTES DEL MODELO II.2.      |

Para simplificar, nombraremos estos dos grupos de modelos como modelos PI y PII, respectivamente.

Anotamos que el horizonte temporal para el beneficio futuro es el año próximo por fidelidad a nuestra investigación de referencia.

## METODOLOGÍA.

Todas nuestras estimaciones lo son por medio del modelo clásico de regresión lineal normal dadas las estimaciones por intervalos y contrastes de hipótesis implícitos de nuestros tests. Esta elección nos fuerza a comprobar para cada modelo estimado el grado de cumplimiento de los requisitos exigidos para dicho modelo<sup>8</sup>.

La posible presencia de multicolinealidad en los modelos multivariantes es combatida por medio de la aplicación de un análisis de multicolinealidad basado en una técnica que combina el Índice de Condicionamiento, Factor de Incremento de la Varianza y Matriz de correlación.

Los valores atípicos son eliminados en todos los procesos. De entre los dos indicadores de bondad de ajuste,  $R^2$  y  $R^2$  ajustado, para las comparaciones entre modelos multivariantes nos decidimos por el segundo dada la frecuente diferencia de variables regresoras entre los modelos comparados.

Los modelos explicativos son estimados anualmente con la intención de comprobar la consistencia de los resultados. Coherentemente, se realizan estimaciones anuales de los modelos predictivos.

<sup>8</sup>-Linealidad del modelo, distribución normal de residuos de media cero y homocedásticos, incorrelación entre las perturbaciones aleatorias, independencia entre los valores de variable independiente y residuos, y modelo de regresión correctamente especificado. Para estas comprobaciones, recurrimos a métodos gráficos y numéricos.

## RESULTADOS.

Comenzando por el análisis explicativo y, dentro de él, por el correspondiente al Modelo principal I (Tabla-1), se observan unos signos mayoritariamente negativos y débiles significaciones estadísticas en los coeficientes estimados, así como una indecisión entre ambos formatos de rentabilidades atendiendo a los  $R^2$  y F.

En cuanto a la valoración del comportamiento general del Modelo, los reducidos niveles de  $R^2$  así como la calidad en las significaciones estadísticas de los modelos nos inclinan a calificar al mismo como de escasamente explicativo de las rentabilidades contemporáneas.

Para el Modelo principal II (Tabla-2), por su parte, contemplamos un abanico de signos que oscila desde el mediano al buen comportamiento a través de los modelos, los formatos de rentabilidades y los años muestrales; por tanto, razonablemente admisibles. Igualmente, una fluctuante significación estadística para las variables con un balance de entre escasa y moderada. Por señales, el beneficio (0) y el juicio emitido por el auditor (8) parecen mostrar el mejor comportamiento atendiendo al signo y significación estadística. La significación estadística de los modelos se muestra entre débil y mediana.

Comparando estos modelos, se prefiere el tratamiento r-w al m.p., así como a la RAC tipo A respecto al tipo B (recordemos que el B es ajustado al riesgo).

Frente a los pobres resultados en significación, unos niveles de  $R^2$  y  $R^2$  ajustado desde razonables para los modelos en conjunto a elevados para los modelos r-w nos devuelven el optimismo. Así, amparándonos en la existencia nada despreciable de modelos agraciados al mismo tiempo en  $R^2$  ajustado y en significación estadística, ambos parejos por modelo, así como en esta presencia de  $R^2$  en general aceptables, concluimos que estos modelos de beneficios y no-beneficios son explicativos de la evolución de los precios contemporáneos.

TABLA-1. PODER EXPLICATIVO DE LOS BENEFICIOS.

| AÑO      | RENTABILIDAD (MODELO) | COEFICIENTE ESTIMADO | SIGNIFICACIÓN ESTADÍSTICA T | $R^2$ ( $R^2$ AJUSTADO) |
|----------|-----------------------|----------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 1990 (A) |                       |                      |                             |                         |
| 1991     | RAC TIPO A (I.1)      | -2513,06             | 0,992                       | 0,000 (-0,029)          |
|          | RAC TIPO B (I.2) (B)  |                      |                             |                         |
| 1992     | RAC TIPO A (I.1)      | -157410              | 0,402                       | 0,012 (-0,005)          |
|          | RAC TIPO B (I.2) (B)  |                      |                             |                         |
| 1993     | RAC TIPO A (I.1)      | 111524               | 0,015                       | 0,077 (0,065)           |
|          | RAC TIPO B (I.2)      | -10409,2             | 0,902                       | 0,000 (-0,015)          |
| 1994     | RAC TIPO A (I.1)      | 27710,5              | 0,380                       | 0,007 (-0,002)          |
|          | RAC TIPO B (I.2)      | 45055,4              | 0,386                       | 0,008 (-0,002)          |
| 1995     | RAC TIPO A (I.1)      | -36392,2             | 0,253                       | 0,014 (0,003)           |
|          | RAC TIPO B (I.2)      | -136903              | 0,017                       | 0,061 (0,051)           |

Notas.-

(a): No estimado por indisponibilidad de datos para la variable independiente ese año.

(b): No estimado porque no existen datos disponibles para esa rentabilidad ese año.

TABLA-2. PODER EXPLICATIVO DE LOS BENEFICIOS Y NO-BENEFICIOS.

| AÑO      | TRATAMIENTO | RENTABILIDAD (MODELO) | VARIABLES EXPLICATIVAS DEL MODELO | COEFICIENTES ESTIMADOS                                       | SIGNIFICACIÓN T                                     | $R^2$ AJUSTADO<br>SIGN. F (A) |
|----------|-------------|-----------------------|-----------------------------------|--|---|-------------------------------|
| 1990 (B) |             |                       |                                   |  |   |                               |
| 1991     | R-W         | RAC TIPO A (II.1)     | 0,1,2,3,4,5,7,8 (C)               | 380E4; 0,288; -0,095; 0,009; 0,171; -5,09E-7; -0,061; -0,041 | 0,045; 0,6; 0,72; 0,248; 0,515; 0,958; 0,907; 0,865 | 0,276<br>-0,046<br>0,569      |
|          |             | RAC TIPO B (II.2) (B) |                                   |  |   |                               |
|          | M.P.        | RAC TIPO A (II.1) (A) |                                   |  |   |                               |

| AÑO  | TRATAMIENTO | RENTABILIDAD (MODELO) | VARIABLES EXPLICATIVAS DEL MODELO | COEFICIENTES ESTIMADOS  | SIGNIFICACIÓN T   | R <sup>2</sup> AJUSTADO<br>SIGN. F (A) |
|------|-------------|-----------------------|-----------------------------------|---|---|--|
|      |             | RAC TIPO B (II.2) (B) |                                   |   |   |  |
| 1992 | R-W         | RAC TIPO A (II.1)     | 0,3,4,5,7,8                       | 21E5; -9,58E-4;<br>0,004; 1,02E-5;<br>0,091; 0,329                            | 0,003; 0,775;<br>0,927; 0,292;<br>0,729; 0,071                  | 0,448<br>0,337<br>0,004                |
|      |             | RAC TIPO B (II.2) (B) |                                   |   |   |  |
|      | M.P.        | RAC TIPO A (II.1)     | 1,2,3,4,7,8                       | 0,444; -0,535;<br>-0,010; -0,761;<br>-2,964; 0,144                            | 0,674; 0,663;<br>0,731; 0,409;<br>0,0075; 0,834                 | 0,288<br>0,074<br>0,276                |
|      |             | RAC TIPO B (II.2) (B) |                                   |   |   |  |
| 1993 | R-W         | RAC TIPO A (II.1)     | 0,1,3,4,5,6,8                     | 17E4; 0,018;<br>8,43E-4; -<br>0,016; 4,42E-7;<br>-12E5;<br>-0,111             | 0,059; 0,575;<br>0,822; 0,256;<br>0,878; 0,217;<br>0,364        | 0,125<br>0,040<br>0,193                |
|      |             | RAC TIPO B (II.2)     | 0,3,4,5,6,7,8                     | -11E4; -0,014;<br>0,027; -4,79E-<br>6; -25E5;<br>0,021; 0,423                 | 0,503; 0,174;<br>0,295; 0,709;<br>0,162; 0,767;<br>0,079        | 0,099<br>-0,006<br>0,479               |
|      | M.P.        | RAC TIPO A (II.1)     | 0,1,2,3,4,8                       | 14E4; 0,295;<br>-0,470; 0,010;<br>-0,062; -0,142                              | 0,136; 0,025;<br>0,038; 0,138;<br>0,260; 0,399                  | 0,275<br>0,157<br>0,052                |
|      |             | RAC TIPO B (II.2)     | 0,1,2,3,4,8                       | -18E4; 0,124;<br>-0,333; 0,005;<br>-0,011; 0,142                              | 0,184; 0,489;<br>0,318; 0,590;<br>0,878; 0,558                  | 0,103<br>-0,060<br>0,705               |
| 1994 | R-W         | RAC TIPO A (II.1)     | 0,1,3,4,5,6,7,8                   | 54E3; -0,026;<br>-0,002; -0,097;<br>-1,49E-6; -<br>23E4;<br>-0,167; -0,078    | 0,004; 0,643;<br>0,559; 0,000;<br>0,629; 0,829;<br>0,080; 0,432 | 0,306<br>0,242<br>0,000                |
|      |             | RAC TIPO B (II.2)     | 0,2,3,4,5,6,7,8                   | 53E3; 0,014;<br>-8,57E-4;<br>-0,002; 1,97E-<br>6; 22E4; -<br>0,098;<br>-0,140 | 0,073; 0,876;<br>0,849; 0,940;<br>0,683; 0,759;<br>0,495; 0,376 | 0,048<br>-0,044<br>0,835               |
|      | M.P.        | RAC TIPO A (II.1)     | 0,1,2,3,4,7,8                     | 23E3; -0,189;<br>0,348; -4,93E-<br>4; 2,91E-4;<br>0,097;<br>-0,117            | 0,538; 0,313;<br>0,278; 0,514;<br>0,978; 0,663;<br>0,582        | 0,030<br>-0,059<br>0,936               |
|      |             | RAC TIPO B (II.2)     | 0,1,2,3,4,7,8                     | 44E3; 0,17;<br>-0,434; 1,90E-<br>4; 0,004; -<br>1,01E-4; 0,054                | 0,479; 0,589;<br>0,422; 0,880;<br>0,807; 0,100;<br>0,882        | 0,019<br>-0,079<br>0,986               |
| 1995 | R-W         | RAC TIPO A (II.1)     | 0,1,3,4,5,6,7,8                   | 65E4; 0,050;<br>-7,08E-4;<br>-0,029; 5,96E-<br>7; 34E4; -<br>0,088;<br>-0,170 | 0,000; 0,186;<br>0,748; 0,059;<br>0,885; 0,021;<br>0,515; 0,037 | 0,335<br>0,261<br>0,000                |
|      |             | RAC TIPO B (II.2)     | 0,2,3,4,5,6,7,8                   | -27E3; 0,139;<br>-0,002; -0,024;<br>-3,11E-6; -<br>29E4; -0,0303;<br>-0,210   | 0,905; 0,203;<br>0,635; 0,284;<br>0,622; 0,213;<br>0,873; 0,098 | 0,067<br>-0,043<br>0,7682              |

| AÑO  | TRATAMIENTO | RENTABILIDAD (MODELO) | VARIABLES EXPLICATIVAS DEL MODELO | COEFICIENTES ESTIMADOS   | SIGNIFICACIÓN T  | R <sup>2</sup> AJUSTADO<br>SIGN. F (A) |
|------|-------------|-----------------------|-----------------------------------|--|--|--|
| 1995 | M.P.        | RAC TIPO A (II.1)     | 0,1,2,3,4,7,8                     | 44E4; -0,018;<br>0,058; -0,006;<br>-0,003; 0,021;<br>-0,222        | 0,004; 0,764;<br>0,622; 0,539;<br>0,791; 0,802;<br>0,016 | 0,199<br>0,122<br>0,020                |
|      |             | RAC TIPO B (II.2)     | 0,1,2,3,4,7,8                     | -88E3; 9,71E-4;<br>-0,0757;<br>0,013; 0,011; -<br>0,041;<br>-0,022 | 0,759; 0,994;<br>0,741; 0,494;<br>0,579; 0,799;<br>0,900 | 0,022<br>-0,076<br>0,978               |

Notas.-

(a): Significación estadística F.

(b): Datos no disponibles para ese año. Por tanto, modelos no estimados.

(c): Numeración seguida en el Cuadro-1. Variable 0: Beneficio no esperado.

Un último apunte lo constituye la comparación de los pesos explicativos de los dos modelos principales I y II: los mayoritariamente mejores valores de R<sup>2</sup> ajustado para el Modelo principal II le otorgan el rango de más explicativo en relación con el Modelo principal I. Ello se interpreta como que las cifras de no-beneficios contienen información acerca del comportamiento de la rentabilidad no reflejada en los beneficios: es decir, aquéllas contienen poder explicativo incremental respecto a éstos.

Nos encontramos ya en disposición de dar debida respuesta a nuestras hipótesis<sup>9</sup>:

H1: *aceptamos* esta hipótesis dados principalmente los niveles de R<sup>2</sup> y R<sup>2</sup> ajustado razonables, e incluso elevados puntualmente, alcanzados por el Modelo principal II y tras confirmar, por medio de la comparación de sus R<sup>2</sup> ajustados con los respectivos del Modelo principal I, que tal poder explicativo no obedece en exclusividad a la variable beneficios incluida en el Modelo principal II.

H2: *aceptamos* esta hipótesis una vez evidenciada la superioridad que en R<sup>2</sup> ajustado manifiesta el Modelo principal II frente al Modelo principal I.

H3: *aceptada* esta hipótesis secundaria tras observar básicamente el muy recortado valor alcanzado por R<sup>2</sup> para el Modelo principal I.

Por lo que hace referencia al análisis predictivo del beneficio futuro, en el modelo PI (Tabla-3) parece observarse tan sólo una ligera preferencia por el signo negativo. Exhibe el modelo incluso un muy aceptable poder de predicción en función de su bondad de ajuste y significación estadística, máxime para 1991<sup>10</sup>. La superioridad, si bien no sólida, en el número de años de buen comportamiento predictor nos inclina a un veredicto favorable al mismo.

El modelo PII (Tabla-4) demuestra una incluso generosa facultad predictiva dados sus generalmente muy aceptables valores de R<sup>2</sup> (algo menores para R<sup>2</sup> ajustado) y aceptable significación. La significación estadística de las variables a través de los modelos supera la correspondiente al modelo explicativo II; destaca la consistente significación de la variable 7: la rentabilidad de la mano de obra parece pronosticar con gran intensidad los beneficios futuros; le siguen la relación del margen bruto con las ventas y el beneficio.

Detectamos una indecisión por RAC tipo A frente al B, entre el tratamiento r-w y m.p., así como una elevada aproximación entre los signos positivos y negativos de los coeficientes estimados, dejándose entrever una ligera negatividad en los mismos.

<sup>9</sup>-Reafirmábamos la aceptación de la hipótesis H3 por medio de un análisis complementario de robustez de la misma consistente en considerar representaciones alternativas para el beneficio y la rentabilidad. Asimismo, demostrábamos empíricamente que los resultados explicativos de la información fundamental se ven influenciados por la coyuntura económica contemporánea. Ambos estudios no se incluyen aquí por las limitaciones propias de este texto.

<sup>10</sup>-Causan extrañeza los resultados para 1994 e, incluso, 1995. Más tarde tropezaremos nuevamente con este anómalo resultado para 1994 en el modelo predictivo PII.

TABLA-3. CAPACIDAD PREDICTIVA DEL MODELO PRINCIPAL I.

| AÑO      | MODELO | COEFICIENTE ESTIMADO | SIGNIFICACIÓN ESTADÍSTICA T | R <sup>2</sup> (R <sup>2</sup> AJUSTADO) |
|----------|--------|----------------------|-----------------------------|--|
| 1990 (A) |        |                      |                             |  |
| 1991     | PI.    | -1,544               | 0,000                       | 0,734 (0,727)                            |
| 1992     | PI.    | 1,302                | 0,000                       | 0,502 (0,494)                            |
| 1993     | PI.    | -0,441               | 0,000                       | 0,398 (0,390)                            |
| 1994     | PI.    | 0,007                | 0,553                       | 0,004 (-0,007)                           |
| 1995     | PI.    | -0,077               | 0,291                       | 0,013 (0,002)                            |

Notas.-

(a): No estimado por indisponibilidad de datos para la variable independiente ese año.

TABLA-4. CAPACIDAD PREDICTIVA DEL MODELO PRINCIPAL II.

| AÑO      | TRATAMIENTO | MODELO     | VARIABLES PREDICTIVAS DEL MODELO | COEFICIENTES ESTIMADOS  | SIGNIFICACIÓN T  | R <sup>2</sup> AJUSTADO<br>SIGN. F |
|----------|-------------|------------|----------------------------------|---|--|------------------------------------|
| 1990 (A) |             |            |                                  |   |  |                                    |
| 1991     | R-W         | PII.1.     | 0,1,2,3,4,5,7,8                  | -1,9; -1,7E-6; 6,5E-7; -5,1E-9; -1,03E-7; 2,6E-11; -2,06E-8; -1,48E-6 | 0,692; 0,323; 0,522; 0,836; 0,903; 0,294; 0,990; 0,075 | 0,322<br>-0,280 0,805              |
|          |             | PII.2. (A) |                                  |   |  |                                    |
|          | M.P.        | PII.1. (A) |                                  |   |  |                                    |
|          |             | PII.2. (A) |                                  |   |  |                                    |
| 1992     | R-W         | PII.1.     | 0,1,2,3,4,5,7,8                  | -1,13; -6,87E-7; -1,69E-7; 4E-9; 2,08E-7; 4,69E-11; 1,40E-7; -5,3E-7  | 0,717; 0,772; 0,930; 0,777; 0,456; 0,328; 0,964; 0,630 | 0,283<br>0,044<br>0,359            |
|          |             | PII.2. (A) |                                  |   |  |                                    |
|          | M.P.        | PII.1.     | 1,2,3,4,7,8                      | 1,88E-7; -1,44E-7; 7,03E-9; 7,48E-7; 7,9E-7; 1,65E-7                  | 0,681; 0,728; 0,678; 0,024; 0,138; 0,505               | 0,614<br>0,420<br>0,042            |
|          |             | PII.2. (A) |                                  |   |  |                                    |
| 1993     | R-W         | PII.1.     | 0,1,3,4,5,6,8                    | 0,02; -1,24E-8; 2,94E-10; 4,05E-9; -6,91E-13; 0,85; 1,92E-7           | 0,805; 0,508; 0,892; 0,608; 0,677; 0,141; 0,007        | 0,161<br>0,081<br>0,066            |
|          |             | PII.2.     | 0,3,3,5,6,7,8                    | 0,10; -1,06E-11; -2,76E-11; -7,56E-13; 1,11; -5,58E-8; 1,57E-7        | 0,338; 0,996; 0,719; 0,633; 0,043; 0,011; 0,018        | 0,229<br>0,156<br>0,006            |
|          | M.P.        | PII.1.     | 0,1,2,3,4,8                      | -4,29; 5,25E-7; -5,09E-7; -5,44E-9; -2,12E-7; 3,72E-7                 | 0,000; 0,179; 0,450; 0,783; 0,204; 0,476               | 0,870<br>0,848<br>0,000            |
|          |             | PII.2.     | 0,1,2,3,4,8                      | -4,29; 5,25E-7; -5,09E-7; -5,44E-9; -2,12E-7; 3,72E-7                 | 0,000; 0,179; 0,450; 0,783; 0,204; 0,476               | 0,869<br>0,848<br>0,000            |
| 1994     | R-W         | PII.1.     | 0,1,3,4,5,6,7,8                  | 0,01; 4,24E-8; -1,9E-9; -8,22E-9; -1,7E-12; 0,01; -1,5E-7; -2,09E-8   | 0,579; 0,286; 0,358; 0,491; 0,419; 0,973; 0,024; 0,768 | 0,088<br>-0,001<br>0,454           |

| AÑO  | TRATAMIENTO | MODELO | VARIABLES PREDICTIVAS DEL MODELO | COEFICIENTES ESTIMADOS  | SIGNIFICACIÓN T   | R <sup>2</sup> AJUSTADO<br>SIGN. F |
|------|-------------|--------|----------------------------------|---|---|------------------------------------|
|      |             | PII.2. | 0,2,3,4,5,6,7,8                  | 0,01; 9,02E-8;<br>-1,8E-9; -3,3E-9; -<br>2,09E-12; -0,02; -<br>1,7E-7; -3,9E-8    | 0,341; 0,020;<br>0,344; 0,774;<br>0,311; 0,911;<br>0,006; 0,571 | 0,132<br>0,050<br>0,136            |
|      | M.P.        | PII.1. | 0,1,2,3,4,7,8                    | 0,01; -3,50E-8;<br>-2,18E-8;<br>-1,39E-11;<br>1,60E-9;<br>-1,53E-7; 5,04E-8       | 0,380; 0,588;<br>0,843; 0,964;<br>0,660; 0,048;<br>0,504        | 0,097<br>0,006<br>0,391            |
|      |             | PII.2. | 0,1,2,3,4,7,8                    | 0,01; -3,50E-8;<br>-2,18E-8;<br>-1,39E-11; 1,60E-9;<br>-1,53E-7; 5,04E-8          | 0,380; 0,588;<br>0,843; 0,964;<br>0,660; 0,048;<br>0,504        | 0,097<br>0,006<br>0,391            |
| 1995 | R-W         | PII.1. | 0,1,3,4,5,6,7,8                  | 0,13; 9,57E-8;<br>-1,89E-9; 2,3E-8; -<br>2,5E-12; 0,003;<br>-1,29E-7;<br>-7,09E-8 | 0,162; 0,000;<br>0,199; 0,022;<br>0,370; 0,976;<br>0,155; 0,184 | 0,504<br>0,444<br>0,000            |
|      |             | PII.2. | 0,2,3,4,5,6,7,8                  | 0,11; 5,15E-8;<br>-1,3E-9; 3,88E-8; -<br>1,9E-12; 0,04;<br>-1,07E-7;<br>-2,13E-8  | 0,013; 0,045;<br>0,074; 0,000;<br>0,164; 0,342;<br>0,017; 0,419 | 0,759<br>0,729<br>0,000            |
|      | M.P.        | PII.1. | 0,1,2,3,4,7,8                    | 0,27; 3,95E-9;<br>4,58E-8; 4,84E-9;<br>1,16E-8;<br>-8,68E-8; -5,75E-8             | 0,000; 0,891;<br>0,431; 0,277;<br>0,019; 0,030;<br>0,180        | 0,475<br>0,421<br>0,000            |
|      |             | PII.2. | 0,1,2,3,4,7,8                    | 0,27; 3,95E-9;<br>4,58E-8; 4,84E-9;<br>1,16E-8;<br>-8,68E-8; -5,75E-8             | 0,000; 0,891;<br>0,431; 0,277;<br>0,019; 0,030;<br>0,180        | 0,475<br>0,421<br>0,000            |

Notas.-

(a): Datos no disponibles para ese año. Por tanto, modelos no estimados.

Abordamos la comparación de ambos modelos predictivos con sus correspondientes explicativos comenzando por el modelo PI. Nos admiramos del respetable superior valor de  $R^2$  y  $R^2$  ajustado, así como de significación estadística, del modelo predictivo respecto al explicativo<sup>11</sup>.

Juzgando, veíamos, de aceptable en general el modelo PI, y muy aceptable para los años 1991, 1992 y 1993, junto con la debilidad explicativa manifestada por el Modelo principal I, deducimos que pudieran ser explicaciones alternativas de estas discrepancias predictivas-explicativas (i) la absoluta incapacidad del mercado para captar plenamente el contenido informativo predictivo encerrado en el beneficio imprevisto, o (ii) el retraso en la captura total de tal información por parte del mercado, o bien (iii) la no consideración por el mercado del beneficio futuro como atributo relevante para el valor.

No obstante, la relativa coincidencia en los signos explicativos y predictivos (negativos, mayormente en el modelo explicativo) parece ratificar la consideración por parte de la teoría clásica del valor del beneficio como parámetro de signo positivo. Es decir, un incremento (disminución) del beneficio presente pronostica una disminución (aumento) del beneficio futuro; esta situación provocaría una disminución (incremento) del precio presente de las acciones<sup>12</sup>. Esta deducida positividad del beneficio futuro con los precios presentes acrecienta las posibilidades de que el mercado se encuentre considerando el beneficio futuro como atributo de valor, descartándose así el supuesto anterior (iii) a favor de uno de los dos restantes o una combinación ellos.

<sup>11</sup>-Para los años de buen comportamiento predictivo: 1991, 1992, 1993.

<sup>12</sup>-Este hallazgo de que los precios presentes descuentan el beneficio futuro se veía reforzado por un análisis empírico complementario, no recogido aquí, que muestra cómo el cambio de precios presentes se halla asociado con los beneficios acumulados durante cinco y seis ejercicios futuros.

En el modelo PII se aprecia una superioridad importante y prácticamente unánime de la capacidad predictiva sobre la explicativa correspondiente del Modelo principal II, en algunos supuestos abrumadora superioridad. De ahí que sean de aplicación de nuevo los tres supuestos que para el modelo anterior intentaban justificar esta asimetría entre la predicción y explicación; igualmente aquí, la tendencia a la negatividad de los signos en la predicción y en la explicación, evidencian por lo menos indicios de una valoración del mercado del parámetro beneficios futuros.

En suma, deducimos por tanto la relativamente escasa captura del mercado del poder predictivo del beneficio futuro encerrado en esta información fundamental de beneficios y no-beneficios, si bien ahora el menor distanciamiento predictivo-explicativo denota una menor ignorancia por parte del mercado de dicha información predictiva.

Precisamente estas interpretaciones nos conducen hacia el siguiente planteamiento: si ambos modelos explicativos permiten predecir beneficios futuros inesperados, muy destacadamente el segundo – como veremos-, y al mismo tiempo explicar, mayormente el segundo, los precios de las acciones, el mercado utiliza (en parte) dicha información contable, fundamentalmente la de beneficios junto con no-beneficios por tanto, para ajustar sus beneficios futuros esperados y, en función de ello, aumentar (disminuir) los precios de las acciones ante un incremento (reducción) de tales expectativas de beneficio futuro. Enfrentando los comportamientos predictivos de ambos modelos PI y PII, y basándonos en el valor de  $R^2$  ajustado por la desigualdad de variables de estos modelos, concluimos la superioridad del modelo PII. La igualmente superioridad explicativa del Modelo principal II sobre el I reafirma la consideración del beneficio futuro como atributo de valor.

Todo lo anterior nos permite ya contestar a nuestras hipótesis formuladas<sup>13</sup>:

H4: *aceptada* dados los muy aceptables niveles de  $R^2$  y  $R^2$  ajustado, así como de significación F, alcanzados por el modelo PII, y toda vez que se comprueba, por medio de comparar su  $R^2$  ajustado con el del modelo PI, que tal poder no se debe en exclusividad a los beneficios incluidos en este modelo PI.

H5: *aceptamos* esta hipótesis en base a la superioridad en  $R^2$  ajustado que demuestra el modelo PII en relación con PI.

H6: la superioridad en el número de años muestrales con una muy aceptable capacidad para predecir beneficios futuros por parte del modelo PI respecto de los años con tal capacidad muy recortada (basándonos en  $R^2$  y significación estadística del modelo) nos invita a *rechazar* esta hipótesis secundaria. Globalmente, podemos admitir que el modelo PI muestra un aceptable poder de anticipación del beneficio futuro.

En definitiva, las cifras contables presentes de no-beneficios encierran una carga informativa predictora del beneficio futuro inesperado que resulta incremental respecto de la contenida en el beneficio presente imprevisto, mas la mostrada por este último en nada resulta desdeñable dado que este beneficio presente anticipa razonablemente el beneficio futuro. Un beneficio cuyo potencial predictor, habida cuenta de su bajo nivel explicativo, en muy poco es trasladado a precios si se admite, como así parece evidenciarse, que el mercado acepta el beneficio futuro como parámetro de valor.<sup>14</sup>

## CONCLUSIONES.

Aspirando este trabajo contrastar la validez del análisis fundamental, entre las conclusiones más sobresalientes figuran las siguientes.

La información fundamental distinta del beneficio muestra la facultad de predecir beneficios futuros imprevistos por el mercado.

Dicho poder predictivo resulta incremental respecto del encerrado en el beneficio contable. Un beneficio contable que, por otra parte, presenta la facultad de predicción de beneficios futuros imprevistos para el año próximo.

La información contable de no-beneficios anterior predictiva del beneficio explica la conducta de las rentabilidades contemporáneas de las acciones. Una capacidad explicativa incremental respecto a la

---

<sup>13</sup>-Nos complace comprobar la elevada coincidencia entre el resultado de estas tres hipótesis y un conjunto de hipótesis que, en muy similares términos, formulábamos en otro apartado empírico aquí no recogido y al que aplicábamos diferentes variables predictoras y especificación para el beneficio futuro, así como distinta metodología. Esto dota de consistencia a los resultados aquí expuestos.

<sup>14</sup>-Conviene anotar que en los modelos explicativos y predictivos estimados se aprecian unos ligeros incumplimientos de los requisitos exigidos a todo modelo clásico de regresión lineal normal, lo que nos inclina a tomar con cierta prudencia los resultados obtenidos.

incluida en los beneficios. Por su parte, el beneficio encierra un pobre poder explicativo de tales rentabilidades presentes.

Deducimos cómo el origen de la capacidad explicativa de las rentabilidades contemporáneas mostrada por la información fundamental estudiada se localiza en el poder predictivo del beneficio futuro de la misma. Ésta y otras pruebas complementarias confirman los postulados de la teoría clásica de valoración de acciones dado que se evidencia que el mercado recurre a la previsión del beneficio futuro para valorar acciones.

No obstante, el mercado infrutiliza esta información contable (de beneficios y no-beneficios) predictiva del beneficio futuro.

En suma, la capacidad explicativa de las rentabilidades contemporáneas (imprevistas) encerrada en la información fundamental y el origen de la misma localizado en su poder predictivo del beneficio futuro (imprevisto), junto con la infrarreacción del mercado a esta información, permiten admitir los postulados del análisis fundamental tradicional.

## ANEXO.

### EMPRESAS QUE INTEGRAN LA MUESTRA

|   |   |
|---|---|
| Aceites y Proteínas, S.A.                         | Inmobiliaria Alcázar, S.A.                        |
| Acerías y Forjas de Azcoitia, S.A.                | Inmobiliaria Electra, S.A.                        |
| Acerinox, S.A.                                    | Inmobiliaria Metropolitana Vasco Central, S.A.    |
| Agromán, Empresa Constructora, S.A.               | Inmobiliaria Urbis, S.A.                          |
| Algodonera de San Antonio, S.A.                   | Koipe, S.A.                                       |
| Amper, S.A.                                       | Mapfre Inmuebles, S.A.                            |
| Asland, S.A.                                      | Marco Ibérica, Distribución de Ediciones, S.A.    |
| Asturiana del Zinc, S.A.                          | Max Center-Leisa, S.A.                            |
| Azkoyen, S.A.                                     | Naarden Internacional, S.A.                       |
| Bodegas y Bebidas.                                | Natra, S.A.                                       |
| BP Oil España, S.A.                               | Nicolás Correa, S.A.                              |
| Cementos Lemona, S.A.                             | Pascual Hermanos, S.A.                            |
| Cementos Portland, S.A.                           | Pescanova, S.A.                                   |
| Centros Comerciales Pryca, S.A.                   | Portland Valderribas, S.A.                        |
| Citroën Hispania, S.A.                            | Prim, S.A.  |
| Cointra   | Prima Inmobiliaria, S.A.                          |
| Compañía Auxiliar de Distr. Eléc. Cobra, S.A.     | Prosegur, Compañía de Seguridad, S.A.             |
| Compañía Española de Petróleos, S.A.              | Puleva Unión Industrial y Agro-ganadera, S.A.     |
| Compañía Española de Viviendas en Alquiler, S.A.  | Radiotrónica, S.A.                                |
| Compañía Inmobiliaria Valenciana, S.A.            | Repsol, S.A.                                      |
| Compañía Sevillana de Electricidad, S.A.          | Roberto Zubiri, S.A.                              |
| Compañía Transmediterránea, S.A.                  | S.A. El Águila                                    |
| Compañía Valenciana de Cementos Portland, S.A.    | S.A. Metalogenia                                  |
| Construcciones Laín, S.A.                         | Sarrió, S.A.                                      |
| Corporación Industrial y Financ. de Banesto, S.A. | Sniace, S.A.                                      |
| Cristalería Española, S.A.                        | Sociedad Española de Carburos Metálicos, S.A.     |
| Cubiertas y Mzov, S.A.                            | Sociedad Española del Acumulador Tudor, S.A.      |
| Dragados y Construcciones, S.A.                   | Sociedad Española del Oxígeno, S.A.               |
| Ebro Agrícola Cía. de Alimentación, S.A.          | Sociedad Financiera y Minera, S.A.                |
| Electra de Viesgo, S.A.                           | Sociedad General Azucarera de España, S.A.        |
| Eléctricas Reunidas de Zaragoza, S.A.             | Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.      |
| Empresa Nacional de Electricidad, S.A.            | Sociedad General de Obras y Const. Obrascón, S.A. |
| Ercros  | Sotogrande, S.A.                                  |
| Estacionamientos Subterráneos, S.A.               | Tabacalera, S.A.                                  |
| European Paper and Packing Inv. Corp., S.A.       | Tableros de Fibra, S.A.                           |
| Fabricación de Automóviles Renault España, S.A.   | Telefónica de España, S.A.                        |
| Faes, Fáb. Esp. Productos Químicos y Farm., S.A.  | Transportes Ferroviarios Especiales, S.A.         |
| Filo, S.A.  | Trenzas y Cables de Acero, S.A.                   |
| Finanzauto, S.A.                                  |   |

|   |   |
|---|---|
| Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. | Tubacex, C.E. de Tubos por Extrusión, S.A.          |
| Fuerzas Eléctricas de Cataluña, S.A.        | Uniland Cementera, S.A.                             |
| Gas Natural SDG, S.A.                       | Unión Eléctrica Fenosa, S.A.                        |
| General de Estudios e Inversiones, S.A.     | Unipapel, S.A.                                      |
| Grupo Anaya, S.A.                           | United Dutch España, S.A.                           |
| Grupo Duro Felguera, S.A.                   | Uralita, S.A.                                       |
| Grupo Fosforera, S.A.                       | Urbanizadora Santa Clara, S.A.                      |
| Grupo Hispano Suiza, S.A.                   | Vallehermoso, S.A.                                  |
| Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A.         | Vías y Construcciones, S.A.                         |
| Hornos Ibéricos Alba, S.A.                  | Vidrala, S.A.                                       |
| Huarte, S.A.                                | Vidriera Leonesa, S.A.                              |
| Iberdrola, S.A.                             | Viscofán Indust. Navarra de Envolv. de Celul., S.A. |
| Ibérica del Frío, S.A.                      | Volkswagen Aktiengesellschaft                       |
| Inbesós, S.A.                               | Xey, S.A.   |
| Indo Internacional, S.A.                    | Zardoya Otis, S.A.                                  |
| Industrias del Curtido, S.A.                | Zeltia, S.A.  |

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- ABARBANELL, J.S. Y BUSHEE, B.J. (1995A): ABNORMAL RETURNS TO A FUNDAMENTAL ANALYSIS STRATEGY". *WORKING PAPER*. UNIVERSITY OF MICHIGAN. JULY.
- \_\_\_\_ Y \_\_\_\_ (1995B): "FUNDAMENTAL ANALYSIS, FUTURE EARNINGS, AND STOCK PRICES". *WORKING PAPER*. UNIVERSITY OF MICHIGAN. JULY. POSTERIORMENTE PUBLICADO EN: *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*. 1, SPRING (1997): 1-24.
- BALL, R. Y WATTS, R.L. (1972). "SOME TIME SERIES PROPERTIES OF ACCOUNTING INCOME". *THE JOURNAL OF FINANCE*. 27, JUNE: 663-681.
- BEAVER, W.H.; LAMBERT, R. Y MORSE, D. (1980). "THE INFORMATION CONTENT OF SECURITY PRICES". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*. 2: 3-28.
- BIDDLE, G. Y SEOW, G. (1993). "RELATIVE VERSUS INCREMENTAL INFORMATION CONTENT". *WORKING PAPER*. UNIVERSITY OF WASHINGTON, UNIVERSITY OF CONNECTICUT. JULY.
- BRENNAN, M.J. (1991). "A PERSPECTIVE ON ACCOUNTING AND STOCK PRICES". *THE ACCOUNTING REVIEW*. 66, JANUARY: 67-79.
- CALLEN, J.L.; CHEUNG, C.S.; KWAN, C.C.Y. Y YIP, P.C.Y. (1993). "AN EMPIRICAL INVESTIGATION OF THE RANDOM CHARACTER OF ANNUAL EARNINGS". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND FINANCE*. 8, SPRING: 151-165.
- COLLINS, D.W.; KOTHARI, S.P. Y RAYBURN, J.D. (1987). "FIRM SIZE AND THE INFORMATION CONTENT OF SECURITY PRICES WITH RESPECT TO EARNINGS". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*. 9, JULY: 111-138.
- \_\_\_\_ ; \_\_\_\_ ; 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*. 18: 289-324.
- EASTON, P.D. Y HARRIS, T.S. (1991). "EARNINGS AS AN EXPLANATORY VARIABLE FOR RETURNS". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*. 29, SPRING: 19-36.
- GARCÍA-AYUSO COVARSI, M. (1995). "LA NECESIDAD DE LLEVAR A CABO UN REPLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN EN MATERIA DE ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA". "FUNDAMENTAL ANALYSIS, FUTURE EARNINGS, AND STOCK PRICES". *ANÁLISIS FINANCIERO*. 66, SEGUNDO CUATRIMESTRE: 36-104.
- \_\_\_\_ Y JIMÉNEZ CARDOSO, J.M. (1996). "UNA REFLEXIÓN CRÍTICA SOBRE EL CONCEPTO Y ÁMBITO DEL ANÁLISIS FINANCIERO Y LOS OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN EN MATERIA DE ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA". *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD*. 25, ABRIL/JUNIO: 403-427.
- GREIG, A.C. (1992). "FUNDAMENTAL ANALYSIS AND SUBSEQUENT STOCK RETURNS". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*. 15: 413-442.
- GUERRA GUERRA, A. Y MONTERREY MAYORAL, J. (1995). "RECIENTES DESARROLLOS EN ANÁLISIS FUNDAMENTAL". *ANÁLISIS FINANCIERO*. 65, PRIMER CUATRIMESTRE: 8-18.
- GUJARATI, D.N. (1992): *ECONOMETRÍA*. 2ª EDICIÓN. (MÉJICO: MCGRAW-HILL INTERAMERICANA DE MÉJICO).
- HOLTHAUSEN, R.W. Y LARCKER, D.F. (1992). "THE PREDICTION OF STOCK RETURNS USING FINANCIAL STATEMENT INFORMATION". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*. 15: 373-411.
- KOTHARI, S.P. Y SLOAN, R.G. (1992). "INFORMATION IN PRICES ABOUT FUTURE EARNINGS". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*. 15: 143-171.
- LARCKER, D.F. (1989). "DISCUSSION OF ACCOUNTING MEASUREMENT, PRICE-EARNINGS RATIOS, AND THE INFORMATION CONTENT OF SECURITY PRICES". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*. 27, SUPPLEMENT: 145-152.
- LEV, B. (1989). "ON THE USEFULNESS OF EARNINGS AND EARNINGS RESEARCH: LESSONS AND DIRECTIONS FROM TWO DECADES OF EMPIRICAL RESEARCH". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*. 27, SUPPLEMENT: 153-192.
- \_\_\_\_ Y THIAGARAJAN, S.R. (1993). "FUNDAMENTAL INFORMATION ANALYSIS". *WORKING PAPER*. FEBRUARY. POSTERIORMENTE PUBLICADO EN: *JOURNAL OF FINANCIAL RESEARCH*. 31, AUTUMN (1993): 190-215.
- MORTON, R.M. Y SHANE, P.B. (1993). "FIRM-SIZE AND THE PREDICTIVE ABILITY OF FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS". STEPHEN A. BUTLER (ED.): *EARNINGS QUALITY* (PP. 87-110). THE UNIVERSITY OF OKLAHOMA, CENTER OF ECONOMIC AND MANAGEMENT RESEARCH.
- OU, J.A. (1990). "THE INFORMATION CONTENT OF NONEARNINGS ACCOUNTING NUMBERS AS EARNINGS PREDICTORS". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*. 28, SPRING: 144-163.

- \_\_\_\_ Y PENMAN, S.H. (1989A). "FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS AND THE PREDICTION OF STOCK RETURNS". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*. 11: 295-329.
- \_\_\_\_ Y \_\_\_\_ (1989B). "ACCOUNTING MEASUREMENT, PRICE-EARNINGS RATIO, AND THE INFORMATION CONTENT OF SECURITY PRICES". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*. 27, SUPPLEMENT: 111-144.
- \_\_\_\_ Y \_\_\_\_ (1993). "FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS AND THE EVALUATION OF MARKET-TO-BOOK RATIOS". *WORKING PAPER*. UNIVERSITY OF CALIFORNIA. APRIL.
- PEÑA SÁNCHEZ DE RIVERA, D. (1987). *ESTADÍSTICA. MODELOS Y MÉTODOS. 2: MODELOS LINEALES Y SERIES TEMPORALES*. (MADRID: ALIANZA EDITORIAL).
- SANTODOMINGO, A. (1995). *MANUAL DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL*. (MADRID: INVERSOR EDICIONES).
- STOBER, T.L. (1992). "SUMMARY FINANCIAL STATEMENT MEASURES AND ANALYSTS' FORECASTS OF EARNINGS". *JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS*. 15: 347-372.
- STRONG, N. Y WALKER, M. (1993). "THE EXPLANATORY POWER OF EARNINGS FOR STOCK RETURNS". *THE ACCOUNTING REVIEW*. 68, APRIL: 385-399.
- TÚA PEREDA, J. (1991). *LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA EN CONTABILIDAD: LA HIPÓTESIS DE EFICIENCIA DEL MERCADO*. (MADRID: INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS).
- WARFIELD, T.D. Y WILD, J.J. (1992). "ACCOUNTING RECOGNITION AND THE RELEVANCE OF EARNINGS AS AN EXPLANATORY VARIABLE FOR RETURNS". *THE ACCOUNTING REVIEW*. 67, OCTOBER: 821-875.
- WATTS, R. Y LEFTWICH, R.W. (1977). "THE TIME SERIES OF ANNUAL ACCOUNTING EARNINGS". *JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH*. 15: 253-271.
- WHITE, G.I.; SHONDI, A.C.; Y FRIED, D. (1994). *THE ANALYSIS AND USE OF FINANCIAL STATEMENT*. (NEW YORK (ETC.): JOHN WILEY & SONS).