

<b>CONTABILIDAD</b>	<b>INFORMACIÓN FINANCIERA EN MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL. PERCEPCIONES DE LOS ANALISTAS SOBRE SU RELEVANCIA, UTILIDAD Y LIMITACIONES</b>	<b>Núm. 13/2004</b>
---------------------	--	-------------------------



**ISABEL MARTÍNEZ CONESA**  
**ESTHER ORTIZ MARTÍNEZ**

*Universidad de Murcia*

Este trabajo ha sido seleccionado y ha obtenido el **Accésit Premio Estudios Financieros 2003** en la Modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Manuel VELA PASTOR, doña Matilde FERNÁNDEZ BLANCO, doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Jesús GIL FERRER, don Juan Francisco LATORRE SÁEZ y don Vicente SERRA SALVADOR.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de las autoras.

**Extracto:**

El apego de las normas contables al entorno jurídico y económico en el que se emiten dificulta el análisis financiero internacional. El objetivo de este trabajo es cuestionar el impacto relativo de la diversidad contable dentro del proceso de análisis fundamental, en el entendimiento de que el sesgo que introduce la diversidad de normas contables es relativamente menor al que introducen otros factores, tales como el entorno macroeconómico en el que actúa la empresa, el sector al que pertenece o las políticas de las compañías en la elección de los métodos contables. El trabajo adopta un doble enfoque: teórico-analítico, y empírico. En primer lugar se estudia cuál es la importancia relativa de los factores que introducen diversidad en el análisis financiero internacional, sus efectos, en especial el efecto de la diversidad contable, y sus posibles soluciones. La segunda parte del trabajo es una derivación lógica de estos resultados y tiene por objetivo comprobar cuáles son las apreciaciones de los analistas financieros en el mercado de capitales español respecto a este mismo tema. Gracias a la colaboración del Instituto Español de Analistas Financieros enviamos un cuestionario a los miembros del Instituto en el que se preguntaba a los analistas su opinión sobre la utilidad e importancia de los recursos informativos, métodos de valoración, factores que introducen mayor diversidad en el análisis financiero internacional, así como los métodos para corregir dicha diversidad.

.../...

.../...

Los resultados avalan la precisión de los analistas al valorar la importancia de estos factores, puesto que consideran que las políticas de la compañía y el sector al que pertenecen son los factores que condicionan en mayor medida las variables contables, opinión acorde con valorar los contactos directos con la compañía como el recurso informativo más importante, seguido por las cuentas consolidadas. A pesar de que el «efecto normativa» queda relegado al último lugar por los analistas, los mismos establecen su propia clasificación de utilidad y sesgo de los ratios financieros, tratando de paliar la mayor disparidad de criterios que introducen principalmente las cifras contables de beneficio neto, beneficio ordinario y patrimonio neto, así, pasan a ocupar un lugar privilegiado ratios que se consideran poco sesgados (como valor de la empresa/EBITDA) que desplazan a los tradicionales como es el caso de la prueba ácida, ratios que en realidad proporcionan medidas relativas al crecimiento permitiendo conocer en qué parte del ciclo de ganancias se encuentra la empresa o el sector y comprender cómo afectarán esos datos a las predicciones de los analistas, lo que nos hace poder concluir que son más valoradas las medidas de evolución y crecimiento que los valores absolutos.

---

## Sumario:

---

1. Introducción.
2. En torno al contenido del análisis contable internacional y los obstáculos con que se enfrenta.
3. La medición del efecto conjunto de la diversidad en el análisis contable internacional. Una utopía.
4. Análisis contable internacional. Información relevante y elección de los instrumentos.
5. No es un problema teórico ¿cómo se aborda el problema por los analistas financieros en el mercado de capitales español?
6. Consideraciones finales.

Bibliografía.

Anexo I. Normativa aplicable a los estados contables depositados en los mercados de valores.

## 1. INTRODUCCIÓN

El análisis financiero, cuando se plantea en el entorno internacional, debe enfrentarse a numerosos obstáculos que incrementan la incertidumbre con la que trabaja el analista. Nuestra hipótesis de partida es que la incertidumbre provocada por la diversidad contable en el proceso de análisis no es la única ni la más importante, ya que otros factores derivados del país, sector e incluso las políticas de la compañía en la elección de los métodos contables tienen un mayor impacto. El Reglamento 1606/2002 de 19 de julio, establece la obligación de elaborar cuentas consolidadas de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el IASB, para empresas europeas cotizadas. En este contexto resulta de especial trascendencia valorar el impacto de utilización de normas uniformes (NIIF) en el proceso de análisis fundamental. Nuestro objetivo es valorar qué aspectos introducen diversidad en el análisis financiero internacional, y dentro de éste, qué papel ocupan los aspectos contables. Nos centramos en la diversidad contable y los mecanismos para atajarla siguiendo el siguiente itinerario deductivo: preguntarnos si estas diferencias son apreciadas por el mercado de capitales atribuyendo distinta relevancia a las variables contables según los países, para posteriormente estudiar las causas que introducen diferencias en el valor de los indicadores y cómo un modelo robusto de análisis puede corregir en conjunto los anteriores aspectos.

Son en este sentido, abundantes los estudios que abordan las implicaciones de la diversidad contable en el análisis financiero, así como la influencia en los propios métodos de análisis según los países y la distinta relevancia de las variables contables, básicamente resultado y patrimonio neto, en relación con los precios o las rentabilidades anormales en los mercados de valores. Por ello, este trabajo, tomando como base los estudios anteriores, trata de enfocar el tema invirtiendo los términos: «el análisis financiero pese a la diversidad contable», se trata, no tanto de demostrar que la diversidad existe y que provoca diferencias a distintos niveles, sino de asumirla y enfatizar las características del proceso de análisis, la influencia en los propios métodos y sus conclusiones para los analistas financieros en mercados de capitales.

## 2. EN TORNO AL CONTENIDO DEL ANÁLISIS CONTABLE INTERNACIONAL Y LOS OBSTÁCULOS CON QUE SE ENFRENTA

Para plantear el contenido del análisis contable en el ámbito internacional partimos de la tesis generalmente aceptada de que «*la información contable se configura, valora, analiza e interpreta de un modo distinto de un país a otro, lo cual tiene sus efectos en las respuestas que puedan obtenerse del análisis de estados contables que traspasan las fronteras del país en que se ha elaborado... el problema se centra en transmitir al lector extranjero el mismo mensaje que recibiría un lector nativo*» (LAÍNEZ, 1999, pág. 116). Sin embargo, el alcance y la dimensión del problema, como tal acto de comunicación de información económica, no afecta por igual en todos los casos. Por ello, para abordar pormenorizadamente las barreras con que se enfrenta en cada caso, hemos de partir del significado de la contabilidad desde un enfoque utilitarista, tratando de concretar cuáles son los objetivos del analista de estados contables, las premisas bajo las cuales desarrolla su trabajo y los instrumentos que utiliza.

La diversidad contable en el análisis financiero internacional no es más que uno de los factores que influyen en un acto de comunicación de información económica, por ello no se puede dejar de lado en ningún momento la vinculación de la contabilidad al entorno en que se gesta como respuesta a unas determinadas necesidades de información de los usuarios principales o de más poder, tal y como exponen GRAY (1988) o PERERA (1989), creándose así una subcultura contable, expresión de unos valores contables singulares, unas características predeterminadas de comportamiento y un marco conceptual específico (BELKAOUI, 1990) (BELKAOUI y PICUR, 1991), así como un específico relativismo lingüístico (BELKAOUI, 1995).

De esta forma, el analista financiero, un profesional que cumple la característica de comprensividad, debería valorar en conjunto una serie de aspectos que introducen diversidad en el proceso de análisis internacional de la empresa derivados, bien del distinto entorno económico de la compañía analizada, bien de los condicionantes del sujeto emisor en la elección de los métodos contables, o bien de los propios condicionantes culturales del analista, para finalmente contemplar el distinto sistema de codificación del mensaje, a lo que denominaremos diversidad contable:

- Como primer paso en el proceso de análisis <sup>1</sup> debe valorar *el entorno jurídico, económico y financiero* al que se vincula el emisor (en este caso distinto del receptor) que condiciona estructural y operativamente a las empresas, así como su exposición a las variables macroeconómicas bajo las que opera (tasa de crecimiento de la economía o del sector, nivel de inflación, tipos de interés o tipos de cambio). No debemos olvidar que los datos contables no son las únicas variables de interés en el análisis. Debe valorarse también el grado de exposición de la compañía a tales variables en función de la globalización de sus opera-

---

<sup>1</sup> El análisis del entorno en que actúa la empresa constituye el primer paso en cualquier metodología de análisis contable (LARRÁN *et al.*, 1999, pág. 697).

ciones a nivel económico y financiero, y de su tamaño. Para que el analista pueda llegar a valorar la situación de la compañía deberá situarla dentro del sector y entorno empresarial en que actúa, teniendo en cuenta aspectos cualitativos como políticas innovadoras o conservadoras, estrategias y proyectos de la compañía.

- Considerar *los condicionantes del sujeto emisor* en el acto de comunicación nos obliga a introducir un factor adicional: los objetivos de la compañía sobre el impacto deseado del mensaje y su efecto en la elección de los métodos contables (teoría positiva de la elección contable). Aunque pueda parecer que este factor no está condicionado por el carácter internacional del mensaje, ha de tenerse en cuenta que la influencia de la fiscalidad en la elección de los métodos contables (FIFO frente a LIFO, criterios de amortización), o la distinta relevancia de las variables contables según los países, implicarán la elección de aquellos métodos contables que mejoren dicha variable de interés. Otros factores a considerar en la elección serían el tipo de usuario principal de la información contable, en relación con el tamaño de la empresa y de si cotiza o no en uno o varios mercados de valores.
- Han de valorarse también *los condicionantes culturales del analista* cuyas percepciones de utilidad o bondad de las variables que maneja en su proceso de decisión pueden ser distintas. Además, la extensión del análisis y los distintos métodos a utilizar variarán según se trate de analista interno o externo, y de la naturaleza de la decisión que deba tomarse: inversión, adquisición, evaluación de la gestión, selección de carteras en mercados de valores u otras. De esta forma, la delimitación de distinto usuario principal conduce a diferencias en la información aportada en los distintos países, lo que tradicionalmente ha provocado diferencias en la orientación seguida por los analistas financieros en los países anglosajones y continentales, tal y como demuestra el estudio realizado por BELKAOUI *et al.* (1977). No obstante, estudios sobre recursos informativos y métodos de análisis financiero en mercado de capitales <sup>2</sup> demuestran que en la actualidad no existen grandes diferencias; teniendo en cuenta el creciente desarrollo de los mercados de capitales e integración de los intermediarios en estos mercados, las diferencias en los métodos seguidos por los analistas financieros entendemos que tenderán a desaparecer.
- En último lugar y como respuesta a todo lo anterior, encontraríamos un distinto *sistema de codificación contable*: un distinto marco conceptual con diferente modelo operativo vinculado al entorno del emisor. No obstante, aunque las normas del IASC fueran adoptadas en todo el mundo no se resolverían todos los problemas de comparabilidad (CAIRNS, 1988, pág. 9.3), ya que la cultura y el entorno legal de un país pueden tener un impacto más importante en el significado de los valores contables, por encima y junto a la distorsión producida por distintos métodos contables (BLAKE, 1990, pág. 28).

<sup>2</sup> Así en el ámbito del Reino Unido encontramos los trabajos de ARNOLD y MOIZER (1984); comparando el Reino Unido y los Estados Unidos encontramos el trabajo de ARNOLD *et al.* (1984); para Estados Unidos, Reino Unido y Nueva Zelanda el trabajo de CHANG *et al.* (1983); comparando el Reino Unido y Alemania el trabajo de PIKE *et al.* (1993); para Países Bajos el trabajo de VERGOOSEN (1993); para Suecia el trabajo de OLBERT (1994); y para España el trabajo de LARRÁN y REES (1999).

La diversidad en el análisis financiero internacional no se puede limitar a los aspectos de codificación contable exclusivamente; por el contrario, entendemos que las diferencias que encontramos en los estados contables emitidos por empresas de dos países, posiblemente se deriven más que de las diferencias en los principios contables nacionales, de las diferencias de las economías subyacentes (CHOI, 1998, pág. 3). Así, deben contemplarse todas las anteriores variables en su conjunto, máxime si tenemos en cuenta que su impacto será distinto entre empresas según el grado de globalización de sus operaciones, tanto en el ámbito económico como financiero, de si cotizan o no en uno o varios mercados de valores y de su tamaño.

Por ello, es necesario referirnos a diferencias económicas y culturales (diferencias reales) frente a diferencias contables (en su caso, artificiales) según el tipo de empresa, puesto que nos ayudará a enfocar el proceso de análisis de cada una, valorando la adecuación entre entorno y normativa contable, tal y como plantean CHOI y LEVICH (1991a) y que reproducimos en el **cuadro 1**.

**CUADRO 1. DIVERSIDAD Y TRATAMIENTO CONTABLE**

		Situación económica de las dos firmas	
		Similar	Distinta
Tratamiento Contable	Similar	<b>I</b> Práctica Aceptable Resultados comparables	<b>II</b> Puede o no ser aceptable Resultados pueden o no ser comparables
	Distinto	<b>III</b> Práctica inaceptable Resultados no comparables	<b>IV</b> Práctica Aceptable Resultados pueden no ser comparables

FUENTE: CHOI, F.D.S. y LEVICH, R.M. [1991a), pág. 75].

De esta forma, *a priori* según los anteriores planteamientos aconsejaremos trabajar con información original cuando ésta sea la que mejor refleje las características del entorno, es decir, cuando el tratamiento contable distinto derive de un entorno distinto (IV) y nos cuestionaremos la utilidad de realizar ajustes de principios contables en los casos en que artificialmente la contabilidad presenta diferencias en entornos empresariales similares (III).

Para el caso de las empresas multinacionales cotizadas, *global players*, éstas carecen de ataduras culturales y económicas, pues más bien son exportadoras de una «pseudo-cultura» (GINER, 1998, pág. 71), motivo por el que no tiene sentido mantener la diversidad normativa en contabilidad, en especial en Europa con la introducción del euro que creará la ficción de similitud en la información financiera, y con las expectativas de creación de una bolsa paneuropea<sup>3</sup> con un volumen de negociación tal que la convertirá en la primera plaza a escala mundial. Por ello, aunque es en los grupos empresariales donde la diversidad exclusivamente contable es mayor, las instituciones y el propio mercado operan reduciendo su efecto. Como consecuencia de los últimos acuerdos internacionales (IASB con IOSCO y la UE, IASB y FASB), en la mayoría de los mercados se permite presentar información financiera de acuerdo con las normas del IASB e inclusive con normas americanas o de Reino Unido<sup>4</sup>.

Las *empresas cotizadas en mercados locales* al ser competidoras de las *global players* en los mercados de capitales también presentarán menores diferencias económicas y culturales que el resto de empresas, la globalización de los mercados de capitales y la creciente movilidad de los inversores extranjeros que prefieren acudir directamente a los mercados domésticos a adquirir sus valores, implica una ruptura de estas empresas con sus ataduras culturales (*vid.* SÁNCHEZ *et al.*, 1999, págs. 4-10; GARCÍA *et al.*, 1999, págs. 11-17). En relación con la diversidad contable, las diferencias normativas son grandes ya que lo usual es que se exija información financiera según sus estándares locales aunque, en línea con lo expuesto para las multinacionales, tiende a reducirse ante la flexibilidad de algunos mercados al permitir presentar información elaborada según las Normas Internacionales de Contabilidad. Adicionalmente, dos aspectos deben tenerse en cuenta, de un lado que la diversidad material (de hecho) difiere de las diferencias normativas (de derecho) al valorarse el efecto imitación y la mayor importancia de las políticas contables de la entidad frente a lo estrictamente normativo, y de otro, la valoración positiva del mercado frente a incrementos en la revelación de información superior a lo requerido legalmente<sup>5</sup> que intenta compensar la mayor incertidumbre.

Es en las *empresas grandes no cotizadas* donde la diversidad conjunta: cultural y contable es mayor. Cultural por estar menos expuestas a los procesos de globalización, y contable por la amplia variedad de sus operaciones, y sobre todo por tratarse usualmente de grupos empresariales con la importante diversidad existente tanto en la definición del perímetro de consolidación como en los propios métodos (T.<sup>a</sup> económica, financiera o una mezcla de las dos). Ha de valorarse además que obtienen menores ventajas directas de la revelación de información financiera adicional a la requerida legalmente.

<sup>3</sup> En julio de 1998 se plantea inicialmente un enlace Londres-Frankfurt, que se amplía con el acuerdo en mayo de 1999 para la creación de una bolsa paneuropea entre las principales ocho bolsas europeas: Amsterdam, Bruselas, Frankfurt, Londres, Milán, Madrid, París y Suiza, planteándose la introducción en el acuerdo de las bolsas de Lisboa, Irlanda y Luxemburgo, y la armonización de las reglas de todas las bolsas integrantes en junio del año 2000. El 20 de marzo de 2000 se presenta oficialmente la fusión de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, que se denomina en conjunto Eurotext, y en mayo de 2000 firman una alianza el mercado Nasdaq en Europa con la International Exchange (iX) resultante de la unión de la Bolsa de Londres y la Bolsa alemana. Ambas uniones no suponen ningún freno a la futura Alianza europea de valores, constituida por las ocho bolsas europeas que pretenden integrarse, cuyas negociaciones siguen adelante, aunque a partir de ahora, y debido a la fusión entre bolsas, los actores que intervendrán serán menos pero con mayor tamaño y peso.

<sup>4</sup> Las bolsas que permiten presentar cuentas según normas del IASC, US GAAP, o UK GAAP sin reconciliación se pueden consultar en [http://www.iasc.org.uk/frame/cen1\\_10.htm](http://www.iasc.org.uk/frame/cen1_10.htm)

<sup>5</sup> Existen numerosos estudios que demuestran la relación entre información voluntaria y una serie de parámetros de la empresa como la cotización bursátil, el tamaño, o la penetración en los mercados internacionales; entre otros puede verse para el caso de España, GARCÍA y MONTERREY (1993), GINER (1995) (1997), y WALLACE *et al.* (1994).

Finalmente las *PYMES* están apegadas a la cultura de su entorno que las condiciona estructuralmente y en cuanto a su funcionamiento; por ello, deben ser analizadas atendiendo a su normativa contable local ya que es la que refleja más fielmente tales características. Sin embargo, la diversidad contable se reduce porque disminuye el tipo de transacciones que realizan, siendo las diferencias contables bien formales, o bien de tipo real, ya que influyen sobre los flujos de caja de la entidad y por tanto en la evaluación de la empresa.

### 3. LA MEDICIÓN DEL EFECTO CONJUNTO DE LA DIVERSIDAD EN EL ANÁLISIS CONTABLE INTERNACIONAL. UNA UTOPIA

Visto el efecto conjunto de los factores que influyen en el análisis contable internacional, intentar medir la diversidad global es una utopía. No obstante, mucho se ha avanzado en el conocimiento de la diversidad contable internacional en los últimos 30 años, lo que ha permitido a todos los agentes que intervienen en el proceso de comunicación (empresas, reguladores, mercados de valores, analistas financieros y usuarios en general) conocer sus puntos fuertes y sus puntos débiles, corregir sus deficiencias y aprovechar sus debilidades. Evidentemente esto produce un avance en la normalización internacional, pero su poder es muy limitado; nuevamente serán los grupos de presión (principalmente mercados de valores y organismos reguladores) los que generen el clima político adecuado para avanzar en un acuerdo sobre homogeneización de prácticas contables a escala internacional.

Así, los obstáculos impuestos por la diversidad presente en la información financiera además de tener un impacto distinto según el tipo de empresa, tienen distintas implicaciones en el proceso de análisis, pudiéndolos clasificar en problemas formales y problemas derivados de la naturaleza y contenido de la información contable. En cuanto a los problemas formales, tales como idioma, moneda o formatos, parece que en la actualidad existe consenso, no exento de un amplio debate previo<sup>6</sup>, sobre la solución más aceptable para abordarlos por su carácter «ampliamente mecánico» (CHOI y MUELLER, 1984, pág. 312), por lo que constituyen problemas «salvables» en el proceso de análisis. Podemos diferenciar entre ellos:

1. Idioma, y especialmente la terminología que exige un esfuerzo adicional del analista internacional, pero que cuando se conoce se relativiza; en la actualidad cualquier libro de contabilidad internacional contiene un glosario de términos específicamente contables en varios idiomas (distinguiendo entre los distintos países anglosajones), además muchos informes ofrecen entre paréntesis una traducción (p.e. stock –shares–). En cualquier caso deben evitarse las traducciones literales, pues introducen distorsiones en el mensaje (CHOI, 1998, pág. 1). Este problema se traslada desde el analista a la empresa que informa cuando el idioma en el que elabora sus cuentas es minoritariamente conocido, ya que es la misma empresa la que suele presentar una traducción al inglés.

<sup>6</sup> Son numerosos los autores que relatan durante los años 80/90 los problemas que introducen en el análisis las diferencias idiomáticas o de medida. Puede verse: MCLEAY (1988); ARCHER y MCLEAY (1989); GONZALO y TUA (1988); NOBES (1989); BELKAOUI (1990); FLOWER (1991) y CHOI (1998), entre otros.

2. Moneda; su efecto desaparece cuando hablamos de instrumentos de análisis como ratios o tendencias utilizados en la línea expuesta con anterioridad. Sin embargo, dada la comodidad de trabajar con monedas conocidas por el analista y la necesidad de tener alguna base de la dimensión empresarial (cifra de negocio o total activos, entre otros) suele ser adecuado convertir todas las partidas de los años disponibles a una sola moneda, planteándose en este punto la disyuntiva de la elección de la referencia para la conversión. Una de las soluciones propuestas pasa por convertir todas las partidas al tipo de cambio al cierre del último año, de tal forma que al introducir una constante no se modifican ratios ni tendencias.
3. Formatos; tal y como expone el profesor LAÍNEZ (1999, pág. 123), en el ámbito normativo dentro de los países la diversidad es grande, ya que en muchos casos bien no se regula (Estados Unidos, Austria), o se regula incluyendo variedad de formatos (Reino Unido, Dinamarca), pese a que tradicionalmente se puede observar una predisposición en cada país hacia una determinada presentación. Por ello, consideramos que la información relevante se puede reconducir mediante una clasificación funcional oportuna que elimine las diferencias en la presentación de los estados financieros, y que, por su carácter fundamental en el análisis contable, incluso permitiría en ciertos casos el ajuste de distintas prácticas contables.
4. Oportunidad y frecuencia de la información contable; de los aspectos formales consideramos que éste es el más trascendente y el menos justificado, tal y como plantean SPEIDELL y BAVISHI (1992, pág. 63), ya que mientras que muchas de las diferencias filosóficas pueden estar sujetas a un debate interminable, las diferencias cualitativas en cuanto al contenido, oportunidad y frecuencia, no. Sin embargo, éste es un problema que en mercado de valores se resuelve por competencia, por lo que no creemos en el «síndrome del mínimo común denominador» al que alude SCHUETZE (1994, pág. 333). Aunque en España las exigencias de información trimestral se reducen a una cuenta de resultados abreviada y un breve comentario de las operaciones, en los últimos tiempos son cada vez más las empresas que presentan mayor información. La justificación se encuentra en la valoración positiva del mercado ante la buena disposición informativa de la entidad, por lo que el problema se plantea en aquellas que no obtienen beneficios de la revelación, donde son importantes las diferencias en el contenido informativo según las exigencias de los países.

Por otro lado, si nos referimos a los problemas derivados de la naturaleza y contenido de la información, encontramos diferencias en el acceso y fiabilidad de la información y en los criterios de reconocimiento y valoración, cuya corrección en el proceso de análisis resulta dudosa. De estos obstáculos podemos citar:

1. Acceso y Fiabilidad; éste sí es un gran problema cuando el analista pretende establecer términos de comparación con empresas no cotizadas en mercados de valores. El problema de la fiabilidad de las bases de datos limita la validez de las conclusiones; así, aquellas que se presentan en formato normalizado pueden introducir sesgo en función de la clasificación funcional establecida (*Vid. HASKINS et al.*, 1996, pág. 120), con efectos nefastos cuando se trata de empresas con estructuras contables diferenciadas, como ocurre con las entidades financieras, o marcos conceptuales distintos, agregando partidas no homogéneas en cuanto a definición y valoración.

2. Diversidad de criterios de reconocimiento y valoración; aunque éste es un problema que ha dado lugar a un importante debate a nivel internacional, entendemos como el profesor LAÍNEZ (1999, pág. 130) que la diversidad de criterios contables «en ocasiones no sólo se presenta al analizar empresas extranjeras sino también cuando empresas de un mismo país eligen opciones distintas entre las permitidas en las normas»; aún diríamos más, el peso de las políticas de la compañía agresivas o conservadoras, sus propios intereses en cuanto a la imagen deseada son casi tan importantes, pero hemos de tener en cuenta que es la normativa la que permite la discrecionalidad, situación que se evita con unas normas de calidad tal y como argumenta Arthur LEVITT (1999), presidente de la US-SEC. La contabilidad da una imagen según las convenciones aplicadas, el objetivo no es dar la «verdadera imagen», aquí no hay verdadero o falso, hay información adaptada a las demandas de unos usuarios principales que permiten discrecionalidad o no, lo que determina su transparencia.

Si nos centramos en la diversidad de criterios de reconocimiento y valoración contable, consideramos que hay aspectos cuya importancia es trascendental y quedan en el campo de la definición de los conceptos más que en las prácticas, tales como:

1. Definición de resultado como *clean surplus* o *dirty surplus*.
2. Definición de patrimonio neto como importe residual del activo menos pasivo o su consideración como fondos propios.
3. Definición del concepto de fondo, como recursos permanentes, tesorería o tesorería y activos cuasilíquidos.
4. Definición del valor añadido, bien de las ventas o la producción, bien a su valor bruto o neto.
5. Definición del perímetro de consolidación, así como la valoración y afectación de partidas en el balance consolidado en las diferentes normativas de los países según se adopte la teoría financiera, la teoría económica o una mezcla de las dos.

Inciendo en este último aspecto, si tenemos en cuenta los argumentos sobre el impacto de la diversidad en la tipología de empresas, será en las cuentas consolidadas donde el impacto de la diversidad exclusivamente contable es mayor (RIVERO *et al.*, 1998, págs. 113-132). Las diferencias en la práctica se encontrarán, sin ser exhaustivos, en:

- a) Definición del perímetro de consolidación: definición de control, definición de control conjunto, causas de exclusión de filiales.
- b) Valoración de los activos de la filial en las cuentas consolidadas por su valor razonable o por el valor en libros más el incremento hasta el valor razonable según el porcentaje de control.
- c) Valoración de los fondos propios, con inclusión o no de los intereses minoritarios.

- d) Valoración de los intereses minoritarios según su participación en el patrimonio neto ajustado o en el patrimonio neto contable.
- e) Resultado consolidado, como resultado global (grupo más minoritarios) o tan sólo el correspondiente al grupo.
- f) Tratamiento de las diferencias de primera consolidación tanto positivas (activación y amortización o compensación) como negativas (pasivo exigible o ingreso a distribuir).
- g) Método de conversión de filiales expresadas en moneda extranjera (circulante/no circulante, monetario/no monetario; temporal o tipo de cambio al cierre) con efecto bien en el resultado consolidado o en los fondos propios consolidados.
- h) Tratamiento de las acciones de la sociedad dominante en las cuentas consolidadas.
- i) Valoración de filiales excluidas del perímetro de consolidación.
- j) Valoración de empresas multigrupo.

De esta forma, se corrobora que la principal diversidad exclusivamente contable se va a encontrar en los grandes grupos empresariales, al tiempo que la información financiera incluida en las bases de datos de empresas cotizadas europeas y americanas (Compustat, Extel, entre otras) así como la utilizada por los analistas financieros es la información consolidada no la individual (LARRÁN y REES, 1999, pág. 29), por lo que creemos conveniente desarrollar en relación con éstas el resto de la argumentación; hemos de tener en cuenta además, que este tipo de diversidad difícilmente se puede ajustar por falta de información en las memorias. Por ello, si la información relevante se encuentra en las cuentas consolidadas y la diversidad implícita es imposible de corregir, si la diversidad de formatos y de criterios contables es usual dentro de un mismo país, y si además las empresas utilizan esta discrecionalidad a su favor, nos encontramos con que el analista financiero, acostumbrado a trabajar con altos grados de incertidumbre, se encontrará que el análisis contable internacional le va a exigir mayores dosis de «creatividad» y mayor información contextual.

#### **4. ANÁLISIS CONTABLE INTERNACIONAL. INFORMACIÓN RELEVANTE Y ELECCIÓN DE LOS INSTRUMENTOS**

Asumiendo que la diversidad contable no es más que una parte de la diversidad existente en el análisis financiero internacional, nos resta hablar de los mecanismos para atajarla. Para ello, creemos que es conveniente contestar a las siguientes preguntas:

1. ¿La diversidad contable internacional afecta a la relevancia de la información en los mercados de valores?

2. ¿Cuál es la importancia relativa de las causas que determinan las diferencias en el valor de los ratios?
3. ¿Es aconsejable traducir los estados financieros de empresas extranjeras a la normativa local del analista o a una normativa de general aceptación?
4. ¿Cómo puede evitarse, corregirse o abordarse la diversidad contable por parte de los analistas financieros?

#### 4.1. ¿La diversidad contable internacional afecta a la relevancia de la información en los mercados de valores?

Cuando hablamos de relevancia, hemos de tener en cuenta que aunque el estudio de la diversidad de prácticas contables en el ámbito internacional pudiera suponer una aproximación a las diferencias contables entre las cuentas de dos países, el amplio grado de discrecionalidad existente en las normativas no permite generalizar esa conclusión. Esto implica trasladar el enfoque desde los estudios de la diversidad de prácticas hacia los estudios que se basan en el producto de tales prácticas: la información ofrecida por las empresas en el ámbito internacional. Por ello, cuando se plantea la gran influencia de las prácticas contables sobre los ratios de rentabilidad económica, y principalmente, financiera, hemos de pensar que se trata de un indicador clave muy sesgado, puesto que relaciona las dos magnitudes más influenciadas por el conservadurismo. Al tiempo, representa los parámetros sobre cuyas expectativas se basa el análisis fundamental, por lo que el problema se reduce a resolver la siguiente cuestión: ¿el mercado es capaz de leer y valorar de distinta forma ambos parámetros dependiendo de la normativa contable a la que obedecen?

Son abundantes los estudios realizados en mercados de capitales que analizan la relevancia valorativa de resultados y cifra de recursos propios, así como el grado de asociación entre precio de las acciones y ambas variables (medido a través de  $R^2$ )<sup>7</sup>, evidenciando diferencias tanto en el coeficiente y significatividad asignable a estas variables como en el grado de correlación. Estos estudios mayoritariamente se basan en las cuentas consolidadas sin tener en cuenta cualquier tipo de segmentación de la muestra. Así los trabajos de ALFORD *et al.* (1993), JOOS y LANG (1994), REES (1999), y ARCE y MORA (2000) obtienen como conclusión que las variables resultados y fondos propios tienen diferente peso explicativo dependiendo del país; normalmente los coeficientes de ambas son mayores en países de tradición continental-legalista que justifican como consecuencia de los efectos del conservadurismo, presentándose también en estos modelos una mayor asociación entre precio de las acciones y neto, y entre precio y resultado para países de tradición anglosajona; hipótesis

---

<sup>7</sup> Los trabajos de relevancia valorativa citados parten de la metodología basada en FELTHAM y OHLSON (1995), la cual se inspira en el modelo de Edward BELL OHLSON, manteniendo sus hipótesis básicas, siendo la primordial la de mantenimiento del resultado como *clean surplus*, aunque a nivel internacional se constata que existen sistemáticas violaciones de esta hipótesis que tienen mucho que ver con las características del sistema contable, por ejemplo, en sistemas de tendencias legalistas es más probable que se viole esta hipótesis que en países de tendencias anglosajonas.

que no se contrastan en todos los casos empíricamente. Con carácter general, para aquellos estudios en los que se dispone tanto de cuentas consolidadas como individuales [ALFORD *et al.* (1993), ARCE y MORA (2000)] se comprueba que las cuentas consolidadas presentan un valor explicativo incremental, porque se supone y comprueba que la elaboración de información consolidada está menos influenciada por otro tipo de variables como pueden ser las fiscales <sup>8</sup>.

En otros trabajos como los de HARRIS *et al.* (1994) y JOOS (1997) además se segmenta la muestra, en el primero según sector y tamaño de la empresa, añadiéndose en el segundo además volatilidad o permanencia de los resultados, riesgo y crecimiento, obteniendo conclusiones similares a las de aquellos trabajos en los que no se introducían variables de corte transversal.

Sin embargo, tal y como se deduce del trabajo de COLLINS *et al.* (1997) al analizar la relevancia de los beneficios y el valor en libros de los recursos propios en Estados Unidos en los últimos cuarenta años, las diferencias en la relevancia de los parámetros contables no sólo se deben achacar a las diferencias normativas en contabilidad; es por ello que los resultados de aquellos trabajos que comparan la relevancia de la información contable en distintos países, no pueden asignar totalmente dichas diferencias a la mayor o menor bondad desde el punto de vista utilitarista de los sistemas contables en cada país, sin considerar adicionalmente otras cuestiones como, distribución del tamaño de las empresas en la muestra, distribución por sectores, distribución del accionariado (inversores individuales frente a inversores institucionales), régimen fiscal, profundidad y liquidez de los mercados, evolución de los indicadores macroeconómicos, estructura financiera de las empresas o los analistas que siguen el mercado, entre otras.

La ventaja de esta línea de investigación frente a otras en contabilidad internacional es, de un lado, la posibilidad de trabajar con muestras grandes de datos públicos y, de otro, su objetividad, porque no obliga a hacer ajustes discrecionales a los datos disponibles. Sin embargo, su principal inconveniente se deriva de la falta de control de los investigadores sobre las variables causales, por lo que sus conclusiones no son más que una potencial interpretación de los resultados (*vid.* FROST y LANG, 1996, págs. 99-100) que en algún caso incluso no corroboran las hipótesis planteadas inicialmente, ofreciendo una justificación a veces dudosa. El trabajo realizado por FRANKEL y LEE (2000), incorpora al modelo EBO uno de resultados residuales, para de este modo obtener valoraciones para las empresas que sean internacionalmente comparables a pesar de la diversidad de sistemas contables. Este valor residual se manifiesta como muy útil para predecir los valores de las acciones, incluso cuando el punto de origen son sistemas contables tan diversos como los que componen la muestra <sup>9</sup>. Concluyen que el modelo de resultados residuales es una buena solución para el problema de la diversidad contable, incluso mejor que una combinación lineal de resultados y fondos propios, pero también subrayan que se obtienen evidencias de que el modelo opera mejor en países de tendencias anglosajonas que en países legalistas.

<sup>8</sup> Estos resultados son congruentes con los obtenidos para el caso español en ABAD *et al.* (2000).

<sup>9</sup> La muestra se obtiene de los datos del I/B/E/S (*Institutional Brokers Estimation System*) y de una base de datos anual para la industria (Compustat) para los años comprendidos entre 1987 y 1994.

#### 4.2. ¿Cuál es la importancia relativa de las causas que determinan las diferencias en el valor de los ratios?

Partiendo de que el mercado aprecia de distinta forma los datos contables, pasamos a justificar, de acuerdo con nuestros razonamientos anteriores, cuáles son los factores que determinan las diferencias en el valor de los ratios, ya que estas diferencias deben ser conocidas por el analista a fin de llegar a una conclusión sobre la situación relativa de la compañía y poder realizar sus previsiones. Coincidimos con Haskins *et al.* (1996) en destacar las siguientes causas:

1. *Factores relacionados con el país*; tales como, naturaleza de la regulación, nivel de competencia, sistema social, sistema financiero (estructura de la propiedad y forma de financiación de las empresas).
2. *Factores relacionados con el sector*; la distinta actividad desarrollada determina una singular estructura patrimonial y de resultados, que a su vez se ve influenciada por distintos aspectos económicos, tales como la fase cíclica en que se encuentra el sector (expansión o recesión), o la evolución en el precio de las existencias, o grado de exposición a las variaciones en los tipos de cambio, entre otras.
3. *Circunstancias y sucesos exteriores*; donde se incluirían tanto la situación macroeconómica (inflación, tipos de interés, tipos de cambio, etc.) como los cambios en el entorno legal de la compañía (impuestos, regulación sobre el producto, sobre aspectos medioambientales, entre otros).
4. *Situaciones económicas internas* consecuencia de las decisiones empresariales que provoquen cambios, tales como, política comercial o financiera, política de I+D, combinaciones empresariales; aspectos éstos que dotan de especial trascendencia al conocimiento/contactos con la compañía a analizar y que habitualmente no se encuentran en las memorias.
5. *Políticas contables y cambios en dichas políticas*; donde incluiríamos tanto las diferentes prácticas contables en el ámbito internacional, y la elección que, entre aquellas permitidas, realice la empresa, así como las variaciones en dichas políticas que provoquen cambios cosméticos que no influyan en los flujos de caja de la compañía.

Así pues, los anteriores factores pueden sintetizarse en tres: el *efecto país* que comprendería la diversidad debida a los aspectos citados en primer y tercer lugar, el *efecto sector* comentado en segundo lugar, y el *efecto normativa* citado en quinto lugar. Las situaciones económicas internas consideramos que no son específicas del contexto internacional. No obstante, el factor de diversidad consecuencia de las diferencias en el tamaño y políticas de las empresas no puede dejarse de lado, influyendo sustancialmente en los valores que se obtienen para ciertos ratios de análisis financiero; así, el trabajo de LANGENDIJK *et al.* (2000), siguiendo la misma línea que el realizado previamente por GOMES y RAMASWAMY (1999), obtiene como conclusión que el efecto «tamaño y estrategias de la empresa» también introduce diferencias considerables en el análisis, y en este caso, hace

pensar en un «grado óptimo de multinacionalidad»; o el trabajo de MCLEAY y FIELDSEND (1987) en torno a la asunción de proporcionalidad de los ratios, en el que encuentran en la mayoría de los casos diferencias significativas e importantes en el comportamiento de quince ratios financieros en función de aspectos, tales como, la estructura sectorial y la distribución del tamaño de las firmas, obteniendo mejor comportamiento de los ratios cuando se refieren a cortes transversales por sectores y tamaños. La cuestión que se plantea, vista la importancia de trabajar dentro de valores sectoriales, es ¿cómo obtener una estimación fiable del efecto normativa y efecto país?

CHOI *et al.* (1983) comparan once ratios financieros de compañías americanas con otras coreanas y japonesas usando agregados estadísticos para muestras amplias de empresas industriales en cada país. Las empresas coreanas y japonesas aparecen con menor grado de liquidez (hasta un 55% menor que las americanas dependiendo de los sectores), menos rentables (con diferencias que pueden alcanzar hasta un 93% en el sector textil) y más endeudadas que las procedentes de los Estados Unidos (hasta un 74% superiores), ¿la diferencia se debe a distintas prácticas contables o está relacionada con diferencias estructurales en la financiación de las empresas? Para tratar de dar una respuesta a esta pregunta recalculan los ratios trasladando los estados financieros de las compañías japonesas y coreanas a US GAAP y encuentran que los ajustes contables han tenido un pequeño efecto sobre las diferencias entre países en relación con la liquidez y el endeudamiento. Por tanto, las diferencias en los ratios no se pueden achacar a los aspectos contables, sino que básicamente se deben al efecto país al existir diferencias institucionales, culturales, políticas e impositivas que se justifican en el estudio. En concreto, la fuerte independencia entre los bancos y las empresas coreanas y japonesas, donde la deuda asume algunas de las características que en otros países le corresponden al mercado de valores, asumiendo los intereses el papel de los dividendos, la importancia de la financiación a corto plazo, más barata, que reduce los ratios de liquidez, así como la mirada hacia resultados a largo plazo de las empresas coreanas y japonesas que no tienen que depender de una imagen hacia los accionistas, dan lugar a resultados más bajos e inversiones más importantes. Concluyen así que los valores contables representan simplemente «números» que tienen un significado e importancia que se deriva, y depende, de comprender el entorno en el que dichos números se dibujan, tanto como de la relación entre los valores y los fenómenos económicos subyacentes que son los verdaderos términos de interés (CHOI *et al.*, 1983, pág. 126).

Se trataría de establecer un modelo estadístico que pueda ser usado para facilitar un estimador robusto de los valores característicos de los ratios financieros y permita distinguir los efectos atribuibles a la naturaleza del entorno operativo (efecto país) y también otros importantes efectos tales como el tipo de actividad industrial (efecto sector). NOBES y PARKER (1991, págs. 415-425), los cuales obtienen similares resultados a los obtenidos en el trabajo anterior, plantean un modelo estadístico sobre el ratio de liquidez (*current assets/current liabilities*) que partiendo de la media geométrica para todas las empresas contempla un término intercepto variable que representa el efecto país y otro que representa el efecto sector, más un residuo que contempla el resto de efectos. La muestra consta de un conjunto de empresas japonesas, americanas e inglesas, de los siete principales sectores. Los resultados demuestran que las diferencias entre los sectores son extremadamente importantes dentro de los tres países, pero aún resultan sustancialmente más significativas las diferencias en el ratio entre países. Si unimos las diferencias entre países y sectores se produce un aumen-

to de la significatividad, siendo más importantes que las diferencias entre países exclusivamente. En conclusión «*las diferencias internacionales en el ratio de liquidez de las empresas son sustanciales, pero son mucho más significativas cuando incluimos además las diferencias entre sectores*» (NOBES y PARKER, 1991, pág. 124). En cualquier caso el residuo representa un porcentaje muy alto de poder explicativo.

En resumen, de entre las causas analizadas, en primer lugar el efecto país y, en segundo lugar el efecto sector, resultan ser las más relevantes en la determinación de la cuantía de los ratios frente al efecto provocado por la distinta normativa. Este razonamiento justifica la clasificación de las diferencias en el análisis contable internacional según la tipología de empresas que propusimos, al tiempo que nos aconseja introducir en nuestros modelos de análisis internacional variables macroeconómicas que reflejen el efecto país (como crecimiento de la economía, inflación, tipos de cambio o tipos de interés). Nos restaría cuestionarnos ¿qué hacemos con el efecto normativa?

#### **4.3. ¿Es aconsejable traducir los estados financieros de empresas extranjeras a la normativa local del analista o a una normativa de general aceptación?**

Visto que el mercado aprecia de distinta forma las variables fundamentales en los distintos países, visto que el valor de los ratios depende básicamente de tres efectos: efecto-país, efecto-sector y efecto-normativa, pasamos a plantear la actuación del analista financiero cuando se propone estudiar una empresa extranjera. Suponiendo que el analista controla el efecto país y el efecto sector comentado con anterioridad, para corregir el efecto normativa puede reaccionar de la siguiente forma:

- a) No haciendo nada al considerar que el sesgo que introduce es pequeño de tal forma que el mayor riesgo asumido se compensa exigiendo mejores niveles de la variable enjuiciada.
- b) Utilizando los servicios de analistas financieros familiarizados con la normativa del país.
- c) Traduciendo los estados financieros a la normativa local del analista o a una normativa contable internacional.
- d) Dando mayor importancia a la evolución de las magnitudes y los ratios que a su valor absoluto.
- e) Utilizando ratios con variables poco sesgadas por la diversidad contable.

Nuestro parecer inicial es trabajar con los estados financieros originales ya que la traducción suele ser a menudo, por un lado, laboriosa e inexacta, y por otro, desvincula a la contabilidad del entorno en que se gestó y que justifica sus peculiaridades, salvo que las diferencias exclusivamente contables fueran las más importantes como sucedería en el caso de las *global players*. En este mismo sentido se manifiesta HASKINS *et al.* (1996, pág. 121) considerando, no obstante, que la traducción podría realizarse cuando:

- a) Existe una alta probabilidad de que la traducción afectara materialmente a los resultados del análisis financiero y cuando el coste y el esfuerzo de la traducción aparentemente merecen la pena.
- b) Los estados financieros no reflejan adecuadamente la sustancia económica de las transacciones o situaciones.
- c) Diferentes métodos contables han sido usados para informar transacciones o sucesos similares.
- d) Existe suficiente información disponible para llevar a cabo una traducción informativa.

Bajo las anteriores premisas queda bastante acotado el campo en el que es oportuno realizar traslaciones de normativa: empresas globalizadas, con la limitación de que exista información suficiente para no introducir arbitrariedad en los ajustes, y con la limitación coste/beneficio. En estos casos, coincidimos con SPEIDELL y BAVISHI (1992, pág. 59) al considerar que la diversidad de normas contables puede entenderse no como un desincentivo a la inversión, sino como una oportunidad de obtener inversiones rentables si se sabe ajustar convenientemente la información, ofreciendo estos autores una serie de técnicas de ajuste y reconciliación que aunque reconocen que no son perfectas, pueden ser oportunas. Por tanto, la cuestión a dilucidar es si además de oportuno desde el punto de vista teórico, es relevante en la práctica, es decir, si las reconciliaciones ofrecen un contenido informativo incremental. Son varios los estudios empíricos que analizan los ajustes al resultado según US GAAP que la US-SEC exige presentar a las empresas extranjeras que cotizan en la NYSE <sup>10</sup> dentro del formato 20F; a fin de evidenciar si las reconciliaciones a US GAAP son relevantes partiendo de información contable elaborada bajo otros principios. Resulta complicado medir la relevancia de las conciliaciones empíricamente, por lo que la mayoría de las investigaciones <sup>11</sup> la hacen depender del grado de asociación incremental entre los precios de las acciones o los retornos anormales y los términos de las reconciliaciones, para lo cual se utilizan dos metodologías:

- Investigaciones que se basan en estimar una regresión del precio de las acciones o los retornos anuales en relación con el patrimonio neto y las ganancias según los datos originales y sobre los montantes de las reconciliaciones, donde encontramos los trabajos de AMIR *et al.* (1993), POPE y REES (1993), BARTH y CLINCH (1996), BANDYOPADHYAY y RICHARDSON (1994), CHAN y SEOW (1996) y FULKERSON y MEEK (1998). En general estos trabajos ponen de manifiesto la asociación entre los precios de las acciones y la información ofrecida en las reconciliaciones, pero no facilitan la evidencia de si tales reconciliaciones son oportunas, ni si tienen contenido informativo incremental o si expresan información que es usada directamente por los inversores para su valoración. Encuentran que el hecho de que las dife-

<sup>10</sup> Ya sea por cotización directa o que coticen como ADR (*American Depositary Receipt*), un recibo negociable representativo de un conjunto de títulos emitido por un banco americano, depositario de los ADS (*American Depositary Shares*).

<sup>11</sup> Investigaciones que vuelven a usar como herramienta básica el modelo EBO.

rencias entre las ganancias según normativa americana y según otros estándares esté asociada con los precios o los retornos, no necesariamente apoya la conclusión de que tales reconciliaciones sean necesarias. Por el contrario, las que resultan más relevantes podrían ser reconstruidas de los datos contables originales.

- Investigaciones que se basan en la metodología de eventos, examinando la asociación entre la información de las reconciliaciones y los retornos de las acciones computados en una ventana corta alrededor de la fecha inicial en que se hace pública la reconciliación. La asociación significativa implicaría que la información facilitada al mercado está siendo útil para valorar las acciones de una compañía. Encontramos los trabajos de McQUEEN (1993) y REES (1995)<sup>12</sup>, los cuales, contradictoriamente a los trabajos citados con anterioridad, encuentran evidencia de asociación significativa que soporta la idea de que las reconciliaciones tienen contenido informativo incremental para el mercado. Aunque esta metodología ofrece una justificación más clara de la importancia de las reconciliaciones, posee la dificultad de determinar cuándo llegan al mercado dichas reconciliaciones.

El mayor inconveniente de este tipo de estudios deriva del pequeño tamaño de las muestras<sup>13</sup>, lo que podría implicar falta de representatividad. Hemos de tener en cuenta que las empresas extranjeras que cotizan en los mercados americanos son aquellas que pueden obtener beneficios indirectos de la cotización supuestamente superiores a los importantes costes en tiempo y recursos para cumplir las exigencias de la US-SEC, por lo que no son representativas de las empresas en general (FROST y LANG, 1996, pág. 100).

Como hemos podido observar los resultados son contradictorios, aunque en su mayoría no encuentran que tales ajustes ofrezcan contenido informativo incremental, por lo que podría entenderse que los inversores pueden interpretar la información elaborada bajo normas locales. Tampoco es clara la utilidad para las propias empresas de las reconciliaciones que exige la US-SEC a las empresas extranjeras, lo que también se evidencia en el trabajo realizado por DE BOS *et al.* (2000), en el que se realiza una encuesta a los responsables de elaboración de los estados financieros de las 103 compañías europeas que cotizaban a 23 de junio de 1998 en la Bolsa de Nueva York, obteniéndose como conclusión que las percepciones de la necesidad de reconciliación a US GAAP varían dependiendo de que la empresa sea partidaria de la «traducción de estados contables» o no. Aunque no existen casi diferencias cuantitativas entre partidarios o detractores del uso de US GAAP (el 42% de la muestra es partidario de la traducción y el 58% restante no lo es), los no defensores de la «traducción» a US GAAP argumentan que el entorno nacional es definitivo para configurar las características de los estados financieros y la «traducción» puede llevar a confusión a los inversores, lo que

<sup>12</sup> Los resultados ofrecidos por REES (1995) son contradictorios con los ofrecidos anteriormente por AMIR *et al.* (1993) que utilizando en una parte del trabajo la metodología de eventos no encuentra contenido informativo incremental, lo que justifica el primero por la inclusión de empresas canadienses en la muestra y el uso de una definición alternativa del evento.

<sup>13</sup> A fecha de febrero de 1999 cotizaban en la bolsa de Nueva York las siguientes empresas extranjeras: Bélgica: 1; Dinamarca: 2; Finlandia: 3; Francia: 14; Alemania: 8; Grecia: 1; Guernesey: 1; Hungría: 1; Irlanda: 4; Italia: 12; Luxemburgo: 1; Holanda: 17; Noruega: 5; Portugal: 3; Federación Rusa: 3; España: 7 +4; Suecia: 3; Suiza: 4; Reino Unido: 46. Disponible en <http://www.nyse.com/public/intview/4-1/4-1-5/415fm.htm>

implica que descartan la posibilidad de que el mercado pueda ser eficiente; mientras que los que abogan por esta práctica, mantienen que las ventajas que puede obtener la empresa y el mercado de capitales son importantes consideraciones a tener en cuenta.

Por otro lado, ADAMS *et al.* (1999) cuestionan la importancia relativa (materialidad) de los ajustes para una muestra de empresas británicas. De esta forma, queda en entredicho la cuestión que planteamos: la oportunidad y relevancia de trasladar los estados contables de empresas extranjeras a una normativa general de referencia; es de nuestro parecer que sólo en ciertos casos resultaría oportuno, coincidiendo con TODD y SHERMAN (1991, pág. 9.39) al afirmar que en la mayoría de las situaciones no existe necesidad de trasladar los estados financieros a otra normativa, bastaría con utilizar tendencias y ciertos ajustes en partidas conflictivas, como tendremos ocasión de comentar.

#### **4.4. ¿Cómo puede evitarse, corregirse o abordarse la diversidad contable por parte de los analistas financieros?**

Llegamos a la conclusión de que el analista financiero debe asumir un conjunto de especificidades existentes cuando trabaja en el entorno internacional y que la simple traslación a una normativa general de referencia no soluciona el problema, se trataría mas bien de desarrollar una capacidad multiprincipios (*multiple principles capability*) tal y como exponen CHOI y LEVICH (1991b, pág. 7.8), aceptando las peculiaridades del entorno en que se gestó e introduciendo variables de éste en nuestro modelo. Por el contrario, para reducir la incertidumbre del analista, siempre se podría apostar por ampliar la revelación de información por parte de las empresas. Así, podemos incluir en el modelo de análisis las variables que generan diversidad: de un lado los aspectos macroeconómicos como crecimiento de la economía, nivel de inflación, tipos de interés (efecto país), y de otro una medida de valor de referencia a fin de posicionarla: valor medio en empresas homogéneas (efecto sector); y si no se dispone de tal valor de referencia se dará mayor importancia a la evolución.

TODD y SHERMAN (1991) apuestan por trabajar con información original, planteando un modelo en el que se incide en la importancia de las tendencias tanto de año en año, como en porcentajes de crecimiento geométrico (advierten de la importancia en la selección del año base, además de la eliminación de los valores negativos), y proponen ajustar partidas especialmente conflictivas en las que existe gran diversidad como las amortizaciones, la valoración de existencias (FIFO/LIFO), creación de reservas con cargo a resultados, ajuste en pasivos estimados por garantías, pensiones y otras que puedan ser utilizadas para alisar los resultados.

En este sentido, son numerosos los trabajos que advierten que el distinto grado de conservadurismo convierte al resultado, como variable fundamental, en un parámetro altamente sesgado. Por ello, son abundantes las referencias de analistas financieros que sustituyen esta medida por otras alternativas ajustadas eliminando partidas discrecionales. GRAY (1980) al estudiar el grado de conservadurismo en Francia, Alemania y Reino Unido, ya alude al Método de la Federación Europea

de Sociedades de Analistas Financieros, el que denomina «método europeo», diseñado para el especial propósito de superar los problemas al realizar comparaciones internacionales entre la situación de dos compañías. Se propone ajustar el resultado eliminando los elementos subjetivos y no recurrentes, tales como resultados extraordinarios, provisiones/reservas por expectativas de gastos o pérdidas, o partidas creadas principalmente para la obtención de ventajas fiscales a corto plazo (ajuste en la valoración de las existencias y las amortizaciones). Reconoce que esta proposición representa un intento útil de tratar el problema de la diversidad de principios contables, pero no significa una solución ideal o necesariamente representativa del «verdadero resultado», es más, existen diferencias importantes que no se pueden ajustar por falta de datos, tales como, la consolidación de filiales, el tratamiento de empresas asociadas o el impacto de la inflación. Planteamiento similar encontramos en HARRIS *et al.* (1994), GRAHAM *et al.* (1992) y REES *et al.* (1992), los cuales aluden al método seguido por el Instituto Alemán de Analistas Financieros (DVFA) apostando por el cálculo del resultado-DVFA que aproxima una medida de las «ganancias permanentes»<sup>14</sup> en el que encuentran un mayor poder explicativo y un valor informativo incremental comparado con el del resultado en relación con los retornos.

No tenemos más que revisar algunos informes de analistas para observar que la relatividad del resultado obliga a establecer otras variables menos sesgadas que sirvan de apoyo en el modelo de decisión, tales como, las diversas medidas del *cash flow* como recursos generados (b.º + amortizaciones), el *Cash-earnings* (resultado ajustado por las partidas que no implican flujos de dinero, como amortizaciones, provisiones, subvenciones o diferimientos) o el EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation*) en términos financieros y el NOPLAT (*Net Operating Profit less adjusted taxes*) en términos operativos<sup>15</sup>. Así, en un reciente trabajo de investigación desarrollado por Morgan Stanley Dean Witter (1999) para Europa, concluyen que aunque el ratio PER (*price earnings ratio*) sigue siendo todavía el más utilizado, nunca suele utilizarse solo, por el contrario, otras medidas van obteniendo mayor popularidad como EV/EBITDA<sup>16</sup>, el cálculo del resultado residual (V)<sup>17</sup> como medida de las rentabilidades anormales, o medidas relativas al crecimiento que permitan conocer en qué parte del ciclo de ganancias se encuentra la empresa o el sector y comprender cómo eso afectará a sus predicciones. Por ello, es tan usual el estudio de los flujos de caja en sus distintas modalidades, dado su mayor carácter predictivo (LARRÁN y REES, 1999), al tiempo que presentan menor sesgo en relación con la diversidad contable.

<sup>14</sup> DVFA ganancias se obtiene excluyendo del resultado los resultados inusuales y no recurrentes, las depreciaciones especiales, las *write-up* de activos, los resultados de las grandes ventas de activos incluidos los *leaseback*, depreciaciones temporales de inversiones, transferencias entre reservas por revalorización de activos, depreciaciones fiscales de los inventarios, dotaciones a partidas con carácter de reserva, ajustes a la provisión para pensiones y otras, traslación de ganancias o pérdidas y resultados de cambios en los métodos contables. Por su parte los gastos de establecimiento se considerarán como gasto íntegramente y el fondo de comercio se compensará con el neto en el ejercicio de su adquisición.

<sup>15</sup> NOPLAT = beneficio operativo + incremento de reservas LIFO + incremento de diferencias permanentes en impuestos + incremento de amortización del fondo de comercio + incremento de pérdidas extraordinarias + incremento de gastos amortizables e I+D + otras reservas y provisiones.

<sup>16</sup> EV= valor de la empresa = capitalización bursátil + deuda + minoritarios.

<sup>17</sup>  $V = IC + PV \{ROE - Ke\} * E$ , donde IC = *invested capital at book value*; PV = *discounted present value*; ROE = *return on equity*; ke = *cost of equity*; E = *book value of equity*.

La importancia de valorar el crecimiento también se demuestra en el trabajo de OU y PENMAN (1989) que, aunque no ofrece justificaciones conceptuales para la elección de variables y el comportamiento de las más significativas, no queremos dejar de comentar algunos de sus resultados, por cuanto implican una evidencia de la capacidad predictiva de algunas variables que no están muy afectadas por la posible diversidad contable, al venir recogidas en términos de variación, tales como la variación anual en la rotación de *stocks*, la variación anual del ratio inventarios/activo total, o la variación anual de inventarios. En este trabajo, la capacidad predictiva de las distintas variables es evaluada en dos horizontes temporales diferenciados con objeto de corroborar la persistencia del modelo en el tiempo. Los resultados del modelo evidencian que es posible predecir cambios anormales en el precio de las acciones, a través de pronosticar los cambios anormales en el beneficio por acción. Con las dieciocho variables elegidas para cada período se llega a evaluar correctamente el 79%, aproximadamente, de las variaciones anormales del beneficio por acción, y el 66% de los retornos inusuales de las acciones.

Sin embargo, a nuestro parecer, el trabajo que presenta una solución más acertada al problema de la diversidad en el análisis financiero internacional, aun sin estar entre sus objetivos, es el de LEV y THIAGARAJAN (1993), en el cual presentan un modelo de análisis fundamental que precisamente establece todos los aspectos que a lo largo de nuestra argumentación hemos considerado oportunos: parámetros del entorno para corregir el efecto país, y medidas poco sesgadas por la diversidad de métodos contables, basadas en la mayoría de los casos en tendencias, y referencias de tipo sectorial para corregir el efecto sector. Identifica un conjunto de variables financieras fundamentales útiles para la valoración de acciones que ofrecen un valor relevante incremental sobre las ganancias <sup>18</sup>, basándose en las variables financieras relevantes de los analistas financieros (evidencia empírica), y en la teoría económica selecciona doce señales que representamos en el **cuadro 2**.

Podemos observar que *a priori* el modelo incorpora variables poco sesgadas por la diversidad de métodos contables, motivo por el que nos decidimos a introducirlo en nuestro razonamiento, máxime cuando observamos que en una segunda fase plantea la consideración de variables macroeconómicas para segmentar la muestra y obtiene resultados más significativos, elevándose su capacidad de predicción desde el 39% hasta un 60%. Los parámetros que incorpora del entorno son: cambio en el coeficiente de inflación (IPC), cambio en el coeficiente de crecimiento económico del país (PIB), y cambio en el nivel de actividad de la empresa, medido como cambio en el nivel de inventarios. Echamos de menos la consideración de la variación de los tipos de interés, no sólo por lo sensible que resultan los mercados de valores a esta variable como afirman MONTERREY y SÁNCHEZ (1994, pág. 784) sino también por el distinto significado de las variables fundamentales ante los diversos niveles de tipos de interés.

<sup>18</sup> Aproximadamente para los años 80 ofrece un incremento sobre el poder explicativo de las ganancias de un 70% de media.

## CUADRO 2. SEÑALES DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL

Señal	Medida	Señal negativa
1. Inventarios .....	$\nabla$ Inventario – $\nabla$ Ventas	(+)
2. Cuentas a cobrar .....	$\nabla$ Cuentas a cobrar – $\nabla$ Ventas	(+)
3. Inversiones .....	$\nabla$ Inversiones sector – $\nabla$ Inversiones de la firma	(+)
4. Actividades de I+D .....	$\nabla$ I+D sector – $\nabla$ I+D firma	(+)
5. Margen bruto .....	$\nabla$ Ventas – $\nabla$ Margen bruto	(+)
6. Costes comerc. + admón .....	$\nabla$ Costes comerc. y admón – $\nabla$ Ventas	(+)
7. Provisión insolvencias .....	$\nabla$ Bruto de las cuentas a cobrar – $\nabla$ Dotación prov. insolv.	(+)
8. Tipo impositivo real .....	$\nabla$ Tipo real = PTE ( $T_{t-1} - T_t$ )	(+)
9. Cartera de pedidos .....	$\nabla$ Ventas – $\nabla$ Cartera de pedidos	(+)
10. Fuerza de trabajo .....	$\nabla$ Ventas/empleado	(–)
11. Empleo LIFO .....	Dicotómica 0 (LIFO)/1 (FIFO, PMP...)	1
12. Salvedades de auditoría .....	Dicotómica 0 (salvedades o adverso)/1 (limpio)	0

**FUENTE:** LEV y THIAGARAJAN (1993, pág. 193) y elaboración propia. El tanto por uno de variación ( $\nabla$ ) se calcula sobre la base del valor de la variable en el momento  $t$  y el valor esperado de ésta, el cual se obtiene sobre la media para esa variable de los dos ejercicios anteriores <sup>19</sup>.

La consideración del efecto país se obtiene en este estudio del distinto significado de las variaciones en las señales fundamentales cuando se produce una modificación en los parámetros macroeconómicos. Naturalmente una modificación de las señales no tiene el mismo significado en un entorno de crecimiento que de depresión; por ejemplo, la señal (2) cuentas a cobrar y la (7) provisión para insolvencias, resultan de una gran importancia estadística en épocas de elevada inflación, sin embargo, cuando nos encontramos en una etapa de estabilidad en los precios, el crecimiento de los derechos de cobro sobre las ventas, o de las cuentas a cobrar sobre la variación de la provisión para insolvencias, no siempre debe entenderse como una señal negativa; por el contrario, la señal (9) de pedidos atrasados incrementa su nivel de significado con descensos de la inflación ya que su incremento no se debe al crecimiento de los precios. En este mismo sentido, en épocas de crecimiento de la economía, la señal (1) inventarios y (6) costes comerciales y de administración resultan ser menos significativas ya que, de un lado es normal el crecimiento de los inventarios, y de otro, existe menos preocupación de los analistas por el control de estos gastos en épocas de crecimiento económico; por el contrario, la señal (3) inversiones sólo es significativa con altos crecimientos del PIB ya que sugiere que durante la expansión de la firma se espera que incrementen las inversiones. El interés de este estudio reside en corroborar la importancia de introducir variables macroeconómicas para juzgar acertadamente los valores de las señales, la importancia de atender a las variaciones en los

<sup>19</sup> El cálculo del valor esperado de las variables se comprobó que daba idénticos resultados según un recorrido aleatorio y como media aritmética de los dos ejercicios anteriores, por lo que se optó por esta última opción.

indicadores más que a sus valores absolutos, y la necesidad de referenciar estos cambios sobre la base de la evolución experimentada por el sector al que pertenece la compañía, aspectos que creemos haber avalado suficientemente.

Las predicciones y opiniones emitidas por los analistas además de ser el resultado de un previo proceso de análisis en el que deben haber salvado la diversidad, influyen sobre los precios en la medida en la que poseen valor informativo. GLEASON y LEE (2000) identifican las características de las revisiones de predicciones que se asocian a mayores impactos sobre el precio con distintas ventanas temporales (en el momento de la emisión de la información y entre los 6 y 24 meses posteriores). Se comprueba en qué medida las predicciones sobre resultados hechas por analistas influyen en los precios de las acciones, ya que los inversores quieren saber qué predicciones de resultados son informativas sobre los precios, y cuáles otras sólo proporcionan información redundante; así, las características de las predicciones que se asocian con un mayor impacto sobre los precios son clasificadas en dos grupos: atributos de las señales y atributos de los analistas. Los atributos de las señales los obtienen de datos incluidos en el I/B/E/S, mientras que las cualidades de los analistas se establecen según el *ranking* contenido en el *Institutional Investor Magazine* y *Wall Street Journal*. Concluyen que los analistas que pertenecen al grupo de los más influyentes poseen un gran poder para impactar sobre las predicciones de resultados, y por lo tanto sobre los precios de las acciones, por encima de las propias señales que informan sobre las características de la empresa. Esta conclusión nos hace ver que la opinión de los analistas no sólo nos muestra la resolución de problemáticas en la práctica, sino que a su vez debe estar bien fundada pues es un arma de poder.

## 5. NO ES UN PROBLEMA TEÓRICO ¿CÓMO SE ABORDA EL PROBLEMA POR LOS ANALISTAS FINANCIEROS EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL?

### 5.1. Antecedentes.

Hemos llegado a una conclusión sobre los obstáculos con que se encuentra el análisis internacional, y hemos propuesto «unas líneas de actuación», siempre discutibles, para abordar en conjunto los problemas de la diversidad; sin embargo, después de nuestros razonamientos se plantea la incógnita de qué hacen los analistas financieros internacionales, puesto que ellos son los que diariamente se enfrentan a analizar estados contables de compañías extranjeras, nos cuestionamos si la diversidad contable es realmente un problema para ellos, y en su caso cuáles son los mecanismos oportunos para abordarla.

Sólo encontramos como evidencia empírica de las respuestas a la diversidad contable en el análisis financiero los trabajos realizados por CHOI y LEVICH (1990) y MILES y NOBES (1998). En el primero entrevistaron a 52 individuos entre inversores institucionales, empresas emisoras, entidades de inversión y aseguradoras, organismos reguladores y agencias de *rating* de Alemania, Japón, Suiza,

Reino Unido y Estados Unidos. Encontrándose que la mitad de los entrevistados consideran que sus decisiones en el mercado de capitales se ven afectadas por la diversidad contable, y la otra mitad encuentra mecanismos para hacer frente a la diversidad y no se encuentra afectada por ésta.

Del estudio se deduce que:

1. Los más afectados son los inversores institucionales y las entidades de inversión y aseguradoras.
2. Los aspectos que introducen mayor diversidad se refieren a la elaboración de cuentas consolidadas, valoración de inventarios, traslación y conversión en moneda extranjera, provisión para insolvencias, contratos a largo plazo, contingencias, depreciación, fondo de comercio, arrendamiento financiero e inversiones financieras.
3. Los mayores problemas sobre el contenido informativo hacen relación a la información segmentada, métodos de valoración de activos, información sobre operaciones extranjeras, frecuencia y contenido de la información intermedia, descripción de las inversiones, reservas ocultas y operaciones fuera de balance.

Así, se pueden deducir unos patrones de actuación de los inversores que resultan ser los más afectados. Aquellos que se consideran afectados por la diversidad en su mayoría (casi 80%) proponen trasladar los estados financieros a una normativa más familiar, no resultando suficiente para resolver sus problemas, por resultar la conversión burda y aproximada, el resto prefieren limitar sus inversiones en el extranjero a bonos del tesoro o adoptar una metodología «*top-down*» en la elección de sus inversiones. Por el contrario, aquellos que consideran que la diversidad no es un problema que afecte a sus decisiones en el mercado de capitales, en su mayoría (60%) apuestan por desarrollar una capacidad multiprincipios, de tal forma que adoptan una perspectiva local cuando analizan estados financieros extranjeros; el resto utilizan variables de decisión menos sensibles a los tratamientos contables: descuento de dividendos, variables macroeconómicas, y otras.

En realidad cada uno de los grupos entrevistados opina que:

- En cuanto a los inversores, la diversidad contable sí que afecta a sus decisiones de inversión en uno u otro mercado, aunque no es suficiente para solucionarla con traducir los estados contables a principios internacionalmente reconocidos o a los principios del país del analista, y la solución del desarrollo de una capacidad multiprincipios es poco común, aunque en realidad ninguno de los inversores mencionaba de forma voluntaria la necesidad de un conjunto de normas contables armonizadas.
- En cuanto a los emisores, el 40% reconoce que la diversidad contable afecta a sus decisiones, y en la mayoría de los casos la nacionalidad del emisor juega un papel fundamental a la hora de sentirse o no afectado por esta diversidad.

- En el grupo de aseguradores la mayoría considera que la diversidad contable es importante porque refleja las respuestas de su heterogénea clientela.
- Según los reguladores, la demanda de normas contables armonizadas no parece emanar de la mayoría de los reguladores nacionales aunque se apoyan los esfuerzos emprendidos a nivel internacional siempre y cuando no establezcan desventajas entre los mercados a la hora de atraer a inversores extranjeros.

Entre los destinatarios de este estudio no se encontraban los analistas, mientras que para el caso de MILES y NOBES (1998), al entrevistar a analistas ingleses sobre la diversidad de tratamientos a nivel internacional en tres controvertidas parcelas contables (fondo de comercio, métodos de valoración de inventarios e impuestos diferidos), obtienen que los analistas no son conscientes de la pluralidad de normas existentes en el mundo, y que apenas tienen cierta noción de los tratamientos de estas problemáticas, a pesar de conocer algo sobre US GAAP. Por ello es relevante no olvidar según estos resultados, que solamente los analistas sectoriales eran conscientes en algunos casos de las prácticas americanas, además de comprobar que cuando los analistas encuentran alguna evidencia de sectores o países problemáticos tratan de evitarlos.

Siguiendo con estas líneas propuestas, aunque con variaciones en cuanto a la metodología, nos cuestionamos cuál es la opinión de los analistas cuando comienza otro milenio y nos encontramos con un mercado globalizado, donde los inversores acuden directamente a los mercados locales.

## 5.2. Metodología.

En una fase previa, el cuestionario que finalmente se haría llegar a los analistas financieros, se testó mediante la realización de entrevistas personales telefónicas, de este modo se corrigió el formato original de las preguntas e incluso se incluyeron preguntas que no habían sido consideradas en la etapa inicial de elaboración del cuestionario, como resultado de las sugerencias de los propios analistas.

El cuestionario que se envió a los analistas financieros está formado por 20 apartados.

En primer lugar se recogen los datos del encuestado con el objeto de poder determinar las características de la muestra, así como el número de empresas que analiza, la nacionalidad de las mismas y el porcentaje de tiempo que dedica a estas tareas. Seguidamente se recogen las características y tipo de compañía en la que el analista desarrolla su labor.

La mayoría de los apartados del cuestionario se desarrollan a través de escalas de valoración de Likert, proporcionando una escala dividida en cinco tramos, de los que el analista debe asignar un valor a cada una de las opciones que se le plantean. Las posibilidades objeto de valoración a través de esta escala se encuentran numeradas del 1 al 5, siendo siempre el 1 el mínimo valor y el 5 el

máximo, aunque al final de la enumeración se plantea una opción abierta para que el encuestado aporte algún elemento que eche en falta en el listado proporcionado. Para la elección de la batería de ratios que se incluye en la pregunta 15 del cuestionario, analizamos los informes de las principales empresas de inversión, con el objeto de que las respuestas aportaran datos más significativos.

También se han empleado preguntas en las que se plantean opciones cerradas a elegir una de ellas por el analista. Y por último, se incluyen preguntas abiertas, en las que directamente se le pregunta su opinión al analista o se le plantea la pregunta sin presentar ningún tipo de posibilidad en las respuestas. En algunos casos se han encadenado unas preguntas a otras, es decir, condicionada la contestación de una pregunta a la respuesta que se haya dado en la anterior.

El envío del cuestionario por correo se realizó en diciembre de 1999 gracias a la colaboración del Instituto Español de Analistas Financieros que lo circularizó casi a la totalidad de sus socios. En la actualidad se compone de 1.389 miembros, 1.332 en territorio nacional y 57 en el extranjero, aunque en realidad de estos miembros, aproximadamente 400, son los que se dedican a realizar labores de análisis.

Junto con el cuestionario a cada analista se le adjuntaron dos cartas de presentación, una escrita por el Secretario General del Instituto Español de Analistas Financieros, y otra por nosotros, en las que se introducía nuestro trabajo y se solicitaba la colaboración de los analistas a través del reenvío del cuestionario una vez completado; para facilitararlo, también se adjuntaba un sobre de retorno con todos nuestros datos y sello.

Una vez recibidas las contestaciones se concretaron en una base de datos con formato Excel, para posteriormente tratarlas estadísticamente con el programa SPSS con el que se calcularon las frecuencias de los datos obtenidos, los estadísticos descriptivos que nos parecían más relevantes para cada caso, y se cruzaron determinadas variables con el resto de variables definidas a partir de la encuesta. Así las variables escogidas para la obtención de las tablas de contingencia fueron las siguientes:

- % de tiempo dedicado por el analista a analizar la compañía, que a su vez recodificamos en dos tramos: hasta el 50% del tiempo total de trabajo del analista, y por encima del 50% del tiempo del analista;
- años de experiencia del analista, recodificada en cuatro tramos: entre 0 y 5 años, entre 5 y 10 años, entre 10 y 15 años, y más de 15 años de experiencia;
- n.º de empresas extranjeras analizadas por el analista, recodificada en tres tramos: ninguna, entre 1 y 9, y más de 9 empresas;
- diversidad contable afecta a las decisiones de inversión, cuyas posibilidades de respuesta aparecían en la encuesta: sí, no, y ns/nc; y
- tamaño de la empresa a la que pertenece el analista, que también mantenía las mismas respuestas que aparecían en la encuesta: grande o no tan grande.

Para completar el estudio nos planteamos también el cálculo de algún test que pudiera medir el grado de significatividad de las relaciones previamente obtenidas a través de las tablas de contingencia, en las que aparecía el cruce de todas las respuestas obtenidas en la encuesta con las variables escogidas y previamente recodificadas cuando hubiera sido necesario. Elegimos el test de Mann-Whitney, ya que dadas la dimensión y características de la muestra (la mayoría de las preguntas estaban estructuradas a través de una escala de Likert discontinua) consideramos que no era muy adecuado usar un test paramétrico, y el test de Mann-Whitney se configura como una alternativa poderosa al aplicarse cuando se trata de grupos de variables independientes, de una escala de medida ordinal, y no se siguen los supuestos paramétricos. Además, tomamos como significativas aquellas relaciones entre variables para las que la probabilidad de equivocarse al rechazar la hipótesis nula fuera menor a 0,05, es decir, el porcentaje de error aceptado al rechazar la hipótesis nula es de un 5%.

A la hora de proceder al tratamiento estadístico de las respuestas obtenidas no podemos olvidar el realizar un análisis previo de los datos perdidos (*Missing data*), ya que el hecho de que los analistas contesten o no a ciertas preguntas no se puede tratar estadísticamente sin más, obviando estas respuestas inexistentes, ya que de ellas también podemos extraer cierta información interesante que complementa la obtenida a partir de las preguntas que sí se completaron. La presencia de datos ausentes puede ser debida a dos razones (MARTÍNEZ, 1999, págs. 49-50):

- cualquier proceso sistemático externo a los sujetos (problemas en la recogida de datos, errores de grabación, etc.);
- o alguna acción por parte de los sujetos, como rehusar a responder.

Los que se derivan de la primera causa son fáciles de solucionar, son los que provienen del segundo motivo los que raramente son conocidos y deben estudiarse cuidadosamente. Distinción que hemos tratado de realizar al estudiar las respuestas a nuestra encuesta y que hemos incluido en cada uno de los subapartados correspondientes.

### 5.3. Composición de la muestra.

Tan sólo hemos recibido 54 respuestas, de las que 4 no se incluyeron en la muestra por argumentar los encuestados «no encontrarse en situación de contestar». Por ello la muestra se compone finalmente de 50 individuos. En nuestro caso, por lo tanto, podemos considerar un porcentaje de respuesta del 12,5% (50 respuestas sobre 400 cuestionarios de los miembros del IEAF que realizan labores de análisis).

De los pocos estudios que se han realizado a través de cuestionarios por correo que incluyan dentro de la muestra a España podemos citar el realizado por ROBERTS y SALTER (1999) y LARRÁN y REES (1999). ROBERTS y SALTER (1999) incluyen una tabla con el porcentaje de respuestas obtenido en cada uno de los 23 países incluidos en la muestra, presentando para España un 8,2% de respuestas, el menor porcentaje de respuestas, que hace que los autores se planteen la exclusión de nues-

tro país de la muestra, como sucede con el caso de Chile, y para el estudio de LARRÁN y REES (1999) el porcentaje de respuestas es del 14,5%. Cifras que nos ayudan a asumir el hecho de que en nuestro país la colaboración frente a iniciativas de este tipo es escasa.

Los analistas pertenecen en un 48% a sociedades y agencias de valores y en un 14% a entidades de crédito (datos incluidos en la tabla 1). La nacionalidad del capital de estas compañías a las que pertenecen los analistas es en un 82% española, 9% americana y 9% europea (excepto España). En cuanto al tamaño de las compañías, el 56% de los encuestados considera que la empresa es grande y en un 64% con estructura descentralizada.

**TABLA 1. Compañías a las que pertenecen los analistas de la muestra.**

	Sociedades y agencias de valores	Entidades de crédito	Compañía de seguros	Fondo de inversión	Otros	No contestan
%	48	14	2	6	20	10

**TABLA 2. Características de la muestra.**

	X	$\sigma$	Cuartiles			Moda
			25%	50%	75%	
Edad .....	38,26	10,45	29	35,5	47,25	28
Experiencia .....	12,77	8,79	6	10	20	6
N.º empresas que analiza regularmente .....	26,42	31,74	8	12	30	10
N.º empresas extranjeras que analiza regularmente .....	11,61	21,05	1,75	4,5	10	0
% de tiempo dedicado a analizar compañías .....	52,67	28,5	30	55	80	30

La edad media de los analistas es de 38,26 años y el 75% de ellos es menor de 47 años, con lo que nuestra muestra es relativamente joven, tal y como se muestra en la tabla 2, lo que podemos relacionar con la experiencia media que poseen, que se sitúa en 12,77 años, con un valor central de 10 años, es decir, la mitad de la muestra tiene una experiencia de 10 años. El número de empresas que analizan regularmente es de 26,42, si bien sólo el 76% de los encuestados analizan empresas extranjeras, con una media de 11,61 empresas extranjeras analizadas, media que se eleva con algunos datos extremos de tal forma que un 75% no analiza más de 10 empresas extranjeras. El tiempo destinado a analizar empresas es como media de un 52,64%, aunque sólo la mitad de los encuestados dedica más de un 55% de su tiempo a analizar empresas.

**TABLA 3. Formación y especialización sectorial de la muestra.**

		%
Formación	Diplomado .....	2
	Licenciado .....	86
	Doctor .....	10
	Otros .....	2
Especialización Sectorial	No especializado .....	24
	Alimentación .....	6
	Banco/Finanzas .....	11
	Cartera/Inversión .....	11
	Comunicaciones .....	7,5
	Gas/Electricidad .....	17
	Metal/Mecánica .....	4,5
	Otras industrias y servicios .....	12
	Petroleos/Químicas .....	7,5

La muestra se compone en un 86% por licenciados, el 10% son doctores, y un 24% no están especializados por sectores, estando el mayor porcentaje de especialización en gas y electricidad con un 17% (**tabla 3**).

#### 5.4. Utilidad de los métodos de valoración y recursos informativos.

Entre los métodos de valoración <sup>20</sup> la práctica totalidad de los encuestados considera que el análisis fundamental es útil o muy útil (96%), frente al análisis técnico o el análisis beta considerado útil o muy útil sólo minoritariamente (**tabla 4**). Se comprueba que el análisis fundamental es el más utilizado, mientras que para el caso del análisis técnico y beta el nivel de percepción de su utilidad por parte de los analistas es más bajo y apenas diferente entre uno y otro tipo, resultado que coincide con el obtenido en estudios previos (LARRÁN y REES, 1990).

<sup>20</sup> Los métodos de valoración los dividimos en tres: análisis fundamental, en el que se consideran factores relacionados con la evolución del sector y de la economía, parámetros contables tales como: ganancias, dividendos o *cash flow*, así como aspectos relacionados con la gestión; análisis técnico, relacionado con factores del mercado y los precios de las acciones; y análisis beta que recoge el riesgo sistemático sobre la base de la respuesta del precio de la acción ante cambios en un índice general del mercado.

TABLA 4. Utilidad de los métodos de análisis.

Utilidad (%)	Análisis fundamental	Análisis técnico	Análisis Beta
Muy útil (96-100%) .....	76	14	6
Útil (66-95%) .....	20	22	30
Algo útil (36-65%) .....	2	30	40
No muy útil (6-35%) .....	2	22	16
Nada útil (0-5%) .....	0	12	6
Total .....	100	100	98
No contestan .....	0	0	2
X .....	4,72	3,26	3,31
$\sigma$ .....	,54	1,1	,85
ORDEN .....	1	3	2

Con respecto a los métodos de valoración también preguntamos a los analistas si modifican los métodos de valoración usados al analizar una compañía que posee filiales en distintos países en función del país y su normativa contable, obteniendo en un 43,5% una respuesta afirmativa, y en un 45,7% negativa, correspondiendo el resto a aquellos que no saben o no contestan. La conclusión que podemos obtener de estos datos es que no existen diferencias significativas a la hora de aplicar métodos de valoración aunque se analicen filiales de otros países muchas veces sometidas a normativa contable distinta, en realidad, las respuestas se asemejan a las que obtenemos en el apartado relativo al impacto y las reacciones ante la diversidad, es decir, respuestas afirmativas y negativas están muy igualadas y parece ser que la percepción que se tiene desde una esfera teórica de tanta disparidad en el ámbito contable, no es la que tienen los analistas en los mercados de capitales.

En cuanto a la relación entre la utilización de distintos métodos de valoración y otras variables, hemos podido comprobar que los analistas que consideran que la diversidad sí afecta a las decisiones de inversión son los que tienden a usar distintos métodos de valoración dependiendo del país (50%), y así al contrario, si consideran que la diversidad no les afecta no modifican los métodos de valoración (54,4%), y que cuanto menor tiempo dedican al análisis la tendencia es a usar un único método de valoración (57,9%).

Los recursos más valorados por los analistas españoles resultan similares a los obtenidos en otros trabajos (LARRÁN y REES, 1999) siendo (los resultados obtenidos aparecen recogidos en la **tabla 5**):

1. En primer lugar, el balance y la cuenta de resultados consolidada, que se consideran en un 76,6% como muy importantes y en un 8% como importantes.
2. Los contactos con directivos de las compañías son valorados en segundo lugar.
3. Complementando lo anterior, el Informe Anual de la Empresa y la Memoria Consolidada se valoran como muy importantes por un 62,5% y 61,2% de los encuestados, y como importantes por un 29,2% y un 32,7%, respectivamente.

4. Sucesivamente encontramos en cuanto a su valoración la Cuenta de Resultados Analítica, los Anuncios de Operaciones de la compañía, Estadísticas del Sector, Cuadro de Financiación, el Informe de Auditoría, y la Información Contable Trimestral.
5. Finalmente, los recursos menos valorados serían: la Carta del Presidente, las Juntas Generales, Información del Registro Mercantil, Revistas de Negocios y al mismo nivel Prensa Financiera e Informes y Pronósticos realizados por otros analistas.

Según la prelación obtenida, los analistas valoran por encima de todos los recursos informativos las cuentas consolidadas, tal y como también se constata también en los trabajos de LEE y TWEEDIE (1981), ARNOLD y MOIZER (1984) y DAY (1986), a pesar de que, según se desprende también de las conclusiones obtenidas en el apartado del cuestionario destinado a las causas de la diversidad contable, la consolidación de estados contables origina diversidad. Los contactos con los directivos de la compañía se configuran también como un recurso informativo importante, por debajo de la información contable, resultados coincidentes con los obtenidos por BRETON y TAFFLER (1995) y BARKER (1998). El motivo es que las compañías cada vez emplean más esfuerzos en que su información financiera sea interpretada y entendida por mayor número de analistas <sup>21</sup>, aunque para una total comprensión e interpretación de la información financiera sea necesario recurrir a los directivos de la empresa, a través de los cuales también se intenta salvar el factor de diversidad que los analistas, como más adelante tendremos ocasión de comentar, aprecian como más importante: las políticas de la compañía. Se pone así de manifiesto que la comunicación financiera entre inversores, analistas y empresa se está convirtiendo en la herramienta clave para conocer el valor real y potencialidad de las empresas, lo que se refleja en el surgimiento de servicios como el de Relaciones con inversores o Atención a inversores y accionistas (SÁNCHEZ, 2000), servicios en los que se han invertido una gran cantidad de recursos con el objeto de incrementar la calidad de la información emitida en general, siendo el resultado de la presión de las fuerzas del mercado y del deseo de disminuir el riesgo de equívocos o malas interpretaciones (HOLLAND, 1998, pág. 37) (HOLLAND, 1998, pág. 42).

Aunque los resultados de esta encuesta no les otorgan un valor preponderante, existen trabajos que comprueban el valor informativo incremental de los anuncios preliminares y de los estados intermedios, mientras que sólo hay una pequeña reacción por parte del mercado ante la emisión del informe y las cuentas anuales. Éste es el caso de RIPPINGTON y TAFFLER (1995) que continúan la corriente de trabajos empezada por BALL y BROWN (1967) (1968). BARKER (1998b) expresa una opinión más radical cuando afirma que las diferencias puntuales en los estados financieros creadas por distintas normativas contables suponen «complicados problemas contables» para los analistas, y la mayoría de las veces el coste que supone tratar de solventarlos no supera a las ventajas que se obtienen de ello. Por ello, en la práctica, más que en los estados financieros, que la mayoría de las veces se hacen públicos con mucho retraso, el analista se basa en los anuncios de resultados para tomar decisiones a corto plazo.

<sup>21</sup> En los estudios realizados por HOLLAND (HOLLAND y STONER, 1996) (HOLLAND, 1998), se subraya la posición privilegiada de los analistas en la pirámide de jerarquías de comunicación en el mercado (HOLLAND, 1998, págs. 58-59) de ahí la importancia de los contactos directos con la empresa.

El último lugar lo ocupan todos aquellos recursos que se podrían definir como complementarios frente a la información obtenida de los estados financieros de la empresa y los contactos con los directivos (Carta del Presidente, Juntas Generales, Información del Registro Mercantil, Revistas de Negocios y Prensa Financiera e Informes y Pronósticos realizados por otros analistas), tal es así, que los informes y pronósticos realizados por otros analistas se valoran muy por debajo de toda una serie de recursos, es como si se prefiriera recurrir a la información original que a otra que previamente ya ha sido procesada por otro analista.

Aunque los resultados obtenidos de la aplicación del test de Mann-Whitney, nos muestran que existe relación entre el porcentaje de tiempo que el analista dedica a analizar compañías y la importancia que otorga a los Informes y pronósticos realizados por otros analistas como recurso informativo (Sig. Asintót. 0,011), de tal manera que un 57,1% de aquellos analistas que dedican menor porcentaje de su tiempo al análisis (menos del 50%) consideran que los Informes y pronósticos realizados por otros analistas son importantes, mientras que sólo el 35% de los analistas que dedican más del 50% de su tiempo al análisis consideran que este recurso es importante, otorgándole como máximo el 50% de estos analistas la calificación de algo importante.

Aplicando la misma prueba, obtenemos relación entre los años de experiencia del analista y la valoración otorgada como recurso informativo al balance consolidado (Sig. Asintót. 0,016), cuantos más años de experiencia tiene el analista en mayor porcentaje considera que el balance consolidado es un recurso informativo muy importante (lo consideran muy importante un 57,1% de los analistas con 5-10 años de experiencia, el 71,4% de los que tienen entre 10 y 15 años de experiencia y el 80% de los que poseen más de 15 años de experiencia). Gracias a estas valoraciones positivas el balance consolidado se sitúa en el primer puesto entre los recursos informativos más valorados.

Si analizamos los datos perdidos (*missing data*) en cuanto a los recursos informativos más apreciados por los analistas, el 14% de los analistas no contesta a la prelación establecida en la pregunta correspondiente del cuestionario (la número cuatro), y además tres analistas más (que alcanzarían el 20% de la muestra) no contestan el subapartado correspondiente a la cuenta de pérdidas y ganancias de la sociedad dominante, no queriendo asignar una valoración a la utilidad de este recurso informativo.

**TABLA 5. Recursos informativos.**

Recursos informativos (%)	Muy importante (5)	Importante (4)	Algo importante (3)	No muy importante (2)	Nada importante (1)	X	$\sigma$	Orden
Informe Anual de la Empresa .	61,2	32,7	4,1	2	0	4,55	0,61	3
Carta del Presidente .....	0	18,4	26,5	34,7	20,4	2,77	0,98	19
Informe de Gestión .....	26,5	40,8	24,5	8,2	0	3,93	0,77	13
Balance de la Sociedad Dominante .....	40,8	26,5	10,2	20,4	2	4,04	0,95	11
Balance Consolidado .....	77,6	16,3	4,1	0	2	4,67	0,74	1
Pérdidas y Ganancias de la Sociedad Dominante .....	44,9	24,5	10,2	18,4	2	4,10	0,96	10

Recursos informativos (%)	Muy importante (5)	Importante (4)	Algo importante (3)	No muy importante (2)	Nada importante (1)	X	$\sigma$	Orden
Pérdidas y Ganancias Consolidada .....	77,6	16,3	4,1	0	2	4,67	0,74	1
Memoria de la Sociedad Dominante .....	33,3	31,3	18,8	14,6	2,1	3,93	0,93	14
Memoria Consolidada .....	62,5	29,2	6,3	0	2,1	4,50	0,79	4
Cuadro de Financiación .....	40,8	36,7	20,4	2	0	4,18	0,78	7
Cuenta de Resultados Analítica	53,1	26,5	12,2	8,2	0	4,32	0,80	5
Informe de Auditoría .....	44,9	30,6	14,3	6,1	4,1	4,12	1,01	8
Información Contable Trimestral .....	35,4	43,8	18,8	0	2,1	4,10	0,85	9
Estadísticas del Sector .....	40,8	36,7	20,4	2	0	4,18	0,78	7
Indicadores Macroeconómicos .	26,5	42,9	26,5	4,1	0	3,95	0,76	12
Anuncios de Operaciones de la Compañía .....	40,8	49	10	0	0	4,30	0,65	6
Prensa Financiera .....	12,2	44,9	34,7	8,2	0	3,69	0,68	15
Revistas de Negocios .....	0	38,8	38,8	22,4	0	3,38	0,49	16
Información procedente del Registro Mercantil .....	10,4	14,6	37,5	25	12,5	3,10	1,03	17
Contactos con directivos de las Compañías .....	69,4	18,4	12,2	0	0	4,57	0,70	2
Informes y pronósticos de otros analistas .....	16,3	44,9	22,4	12,2	4,1	3,69	0,89	15
Juntas Generales .....	4,1	18,4	36,7	32,7	8,2	3,10	0,82	18

### 5.5. Importancia de los factores que introducen diversidad en los estados contables.

Al analizar los factores que introducen diversidad en el análisis financiero internacional (tabla 6) se constata la opinión que vertimos con anterioridad, demostrando que los analistas valoran como factor que introduce mayores diferencias las políticas contables de las compañías (por ejemplo: las estrategias más o menos conservadoras/agresivas en elección de los métodos contables), motivo por el que los contactos con éstas se consideran un recurso informativo prioritario (el segundo más valorado); en segundo lugar, encontramos que son las políticas sectoriales que pueden provocar diferencias económico-financieras o normativas, las que valoran como motivo de diversidad, este hecho apoya que efectivamente los analistas se especialicen por sectores <sup>22</sup>, y no por países, entendiéndose que las diferencias motivadas por la distinta normativa contable son las menos valoradas a la hora de juzgar la diversidad existente en los estados contables.

<sup>22</sup> Lo menciona BARKER (1998, pág. 7) en los resultados de su estudio a analistas, directores financieros y gestores de fondos: «el modelo más común con el que se contrasta siempre el precio de la acción es el movimiento relativo del sector», el sector nunca puede ser obviado por un analista.

**TABLA 6. Factores de diversidad.**

Factores diversidad (%)	Muy importante	Importante	Algo importante	No muy importante	Nada importante	X	$\sigma$	Orden
Políticas contables de las compañías .....	40,8	38,8	20,4	0	0	4,20	,76	1
Políticas sectoriales .....	16,3	63,3	18,4	2	0	4,18	,81	2
Normativa contable .....	42,9	32,7	18,4	6,1	0	3,96	,61	3

El cálculo del test de Mann-Whitney nos permite concluir que cuanto mayor es el porcentaje de tiempo dedicado al análisis menor importancia (Sig. Asintót. 0,019) otorga el analista a la normativa contable como factor de diversidad (el 57,1% de los encuestados que dedican menos del 50% de su tiempo al análisis valoran como factor de diversidad muy importante a la normativa contable, mientras que sólo el 25% de los que dedican más del 50% de su tiempo al análisis le otorgan a la normativa contable la calificación de muy importante), lo que, por otra parte, es consistente con todas nuestras argumentaciones teóricas.

### 5.6. Barreras contables en el análisis financiero internacional.

Visto el menor impacto de los aspectos contables en la diversidad existente en el análisis financiero internacional, creemos conveniente, no obstante, graduarlos. Así, a la hora de analizar una empresa extranjera, los aspectos contables que suponen una mayor barrera a la hora de apreciar la rentabilidad y riesgo de la compañía en opinión de los encuestados son (resultados incluidos en la **tabla 7**):

- En primer lugar las diferencias en la oportunidad y frecuencia de la información, que son consideradas como muy importantes por un 37,8% de la muestra, lo que supone diferencias en la información disponible en cada caso que limitan claramente las conclusiones que se pueden obtener de aquélla.
- Con escasas diferencias encontramos los criterios de reconocimiento y valoración de partidas, valorados como muy importantes por un 34,8% de la muestra, y posteriormente la definición de los grupos y los métodos de consolidación, con un 33,3%.
- Es de destacar el aspecto que ocupa el cuarto lugar, la diferente cultura empresarial, a la que un 28,9% de los analistas que han completado el cuestionario le asignan una valoración de muy importante, diferencias en la forma de financiación de las empresas, así como la distinta influencia de la fiscalidad, determinan diferencias en la cultura contable del país, en definitiva surgen como consecuencia de efectos del entorno sobre la contabilidad.

- Finalmente, los aspectos que se valoran como barreras de menor importancia son aquellos que con anterioridad hemos catalogado de formales, así ocupan los últimos lugares el idioma, considerado como muy importante por tan sólo un 4,3% de la muestra, la moneda, con un 8,7%, o las diferencias en la presentación de la información, con un 15,2%, corroborando las opiniones que expusimos con anterioridad.

Respecto a las diferencias en los métodos de consolidación, las preguntas octava y novena del cuestionario intentan comprobar la certeza de la información obtenida con anterioridad, que se refiere a la importancia de las cuentas consolidadas como recurso informativo, y a la corrección del sesgo que introducen los distintos métodos de consolidación. En este sentido, sólo un 4% de los encuestados utiliza las cuentas individuales a fin de valorar las acciones de una compañía, lo que resulta coherente con la mayor correlación demostrada en diversos estudios empíricos entre el valor de las acciones o los retornos anormales y las variables contables de los estados consolidados, por lo que son éstos los utilizados por el 45% de los encuestados, frente a un 51% que utiliza ambas cuentas.

Aquellos que utilizan las cuentas consolidadas intentan eliminar el sesgo que introducen las diferencias en el perímetro de consolidación, así como los distintos enfoques en los métodos (teoría económica o financiera), en primer lugar, en un 58%, ajustando las partidas más relevantes, y en segundo lugar, en un 39%, analizando también las individuales. Resultado que nos hace volver al hecho de que la base de análisis siempre son las cuentas consolidadas y sólo en último lugar, o para cuestiones puntuales se recurre a las individuales.

Aunque en cuanto a la eliminación del sesgo introducido por las diferencias en la definición del perímetro de consolidación así como los distintos enfoques en los métodos, el porcentaje de datos perdidos es muy alto, el 34% de los analistas no contesta aun cuando en la pregunta anterior han afirmado casi mayoritariamente usar como base de su análisis las cuentas consolidadas. En este punto nos podríamos preguntar por la causa del bajo porcentaje de respuestas, aventurándonos a achacarlo al desconocimiento por parte de los analistas de esas diferencias en la definición del perímetro de consolidación que tanto pesan en el plano teórico, así como de los distintos enfoques en los métodos. Ya que como argumenta FALK (1994, pág. 601) «los mercados de capitales globales parece, sin embargo, que funcionan bien a pesar de la falta de armonía contable», como concluye GOELTZ (1991, pág.86) cuando establece que la armonización contable no juega ningún papel en la mejora de la negociación de valores a un nivel global, «ya que un mercado de valores desarrollado a nivel global ya existe y ha evolucionado sin homogeneizar normas contables», o como afirma ROACH (1996, pág. 77) cuando dice «que la diversidad contable no es una barrera para la inversión internacional, pero sí un desincentivo».

La totalidad de los encuestados que no analiza ninguna empresa extranjera señala como información básica a la hora de valorar las acciones de la compañía dominante tanto las cuentas anuales de la dominante como las cuentas consolidadas, ambas cuentas siguen siendo las utilizadas principalmente por los analistas que analizan más de nueve empresas extranjeras (64,3%), mientras que el grupo intermedio, los que analizan entre 1 y 9 empresas extranjeras utilizan únicamente las cuentas consolidadas (66,7%).

**TABLA 7. Barreras en el análisis financiero internacional.**

Barreras (%)	Muy importante	Importante	Algo importante	No muy importante	Nada importante	X	$\sigma$	Orden
Diferente cultura empresarial (forma de financiación de las empresas, influencia de la fiscalidad...) .....	28,9	42,2	17,8	6,7	4,4	3,91	,97	4
Idioma (dificultad en identificar el significado de las partidas) .....	4,3	15,2	32,6	39,1	8,7	3,07	,83	7
Moneda (diversidad, influencia de monedas fuertes/débiles) .....	8,7	23,9	37	17,4	13	3,15	1,05	6
Oportunidad y frecuencia de la información .....	37,8	31,1	20	10	0	4,07	,84	1
Definición de los grupos y métodos de consolidación (en su caso) .....	33,3	37,8	20	6,7	2,2	4	,90	3
Criterios de reconocimiento y valoración de partidas .....	34,8	34,8	21,7	8,7	0	4,04	,82	2
Presentación de la información .....	15,2	30,4	34,8	17,4	2,2	3,57	,83	5

### 5.7. Valoración de las diferencias en la información financiera ofrecida por empresas extranjeras y domésticas.

Los encuestados consideran que las principales diferencias entre la información financiera suministrada por empresas domésticas y extranjeras se encuentran en la información segmentada, el nivel de detalle de la información proporcionada y las previsiones financieras <sup>23</sup> (según se incluye en la **tabla 8**). Mientras que las diferencias menos significativas aparecen en los formatos de los estados financieros, las diferencias y cambios en el cierre del ejercicio fiscal, y el número de años para los que se encuentra disponible la información financiera.

**TABLA 8. Diferencias en la información financiera suministrada por empresas domésticas y extranjeras.**

Diferencias (%)	Muy importante	Importante	Algo importante	No muy importante	Nada importante	X	$\sigma$	Orden
Diferencias y cambios en el cierre del ejercicio fiscal .....	9,3	25,6	25,6	30,2	9,3	3,26	,98	7
Nivel de detalle de la información .....	14,3	57,1	14,3	14,3	0	3,86	,65	2

<sup>23</sup> La información financiera prospectiva (lo que se denomina PFI, *Prospective Financial Information*) emitida por la empresa es objeto de debate por parte de diferentes organismos que pretenden homogeneizarla (ICAEW, 2000).

Diferencias (%)	Muy importante	Importante	Algo importante	No muy importante	Nada importante	X	$\sigma$	Orden
ESTADOS FINANCIEROS								
• Estado de cash flow .....	28,6	21,4	26,2	23,8	0	3,79	,87	4
• Información segmentada ...	26,8	36,6	26,8	9,8	0	3,90	,80	1
• Información intermedia .....	15,4	41	30,8	12,8	0	3,72	,72	5
• Previsiones financieras.....	27,5	30	25	17,5	0	3,85	,83	3
Formatos de Estados Financieros .	14,3	28,6	38,1	16	3	3,57	,74	6
Número de años disponibles .	4,8	35,7	26,2	21,4	11,9	3,21	1,001	8

Los puntos en los que las diferencias se valoran como menos importantes son aquellos en los que existe cierto consenso internacional, como es el caso de los formatos de estados financieros, o el número de años para los que se encuentra disponible la información financiera, ya que tienen a la hora de abordarlos cierto carácter mecánico, no eximiendo ello de que exista una gran pluralidad y no sólo entre empresas domésticas y extranjeras, sino incluso también dentro del propio país. Al contrario sucede con las diferencias que se valoran como más importantes, residen en emisiones voluntarias de información extraordinaria, que cada vez es más valorada por el mercado, y así por los analistas, aunque acusan en mayor medida las diferencias en el contenido informativo según las exigencias de los países. Ya que los analistas no valoran tanto la cantidad de información voluntaria emitida como su claridad y oportunidad, pues muchas veces una gran emisión de información extra puede ser contraproducente, pues «los árboles no dejan ver el bosque» (BARKER, 1998, pág. 8).

### 5.8. Impacto y reacciones ante la diversidad contable.

A la pregunta de si la diversidad contable afecta a las decisiones de inversión en el mercado de capitales responden afirmativamente un 47% de los encuestados, y negativamente un 49%, el 4% restante no sabe o no contesta. Los resultados están cercanos a alcanzar las cifras obtenidas en el estudio de CHOI y LEVICH (1990), en el que la mitad de los encuestados se decantaba por una u otra respuesta. Además parece que existe tendencia a que la mayoría de los analistas que se incluyen dentro de empresas grandes manifiesten que la diversidad contable afecta a sus decisiones de inversión (55,6%), mientras que la mayoría de los que declaran pertenecer a empresas no tan grandes (63,6%) consideran que la diversidad contable no afecta a sus decisiones de inversión.

La reacción ante la diversidad contable a la que más se recurre por los encuestados es la introducción de estrategias para corregir el sesgo introducido por la diferente normativa contable (en un 51,2% de los casos), seguida por la introducción de una prima de riesgo (37,2%). Dos de los analistas encuestados apuntan otras estrategias para reaccionar ante la diversidad contable: el uso de análisis de instituciones de los países de origen de la sociedad analizada, y el intentar hacer los ajustes pertinentes, opciones ambas que estarían incluidas dentro del primero de los casos, abordar la diversidad introduciendo estrategias para corregir el sesgo introducido por la diferente normativa contable, lo que no haría más que aumentar la importancia relativa de esta reacción ante la diversidad contable (que entonces sería elegida por el 55,9% de los encuestados).

Si cruzamos la respuesta positiva o negativa de los analistas a si la diversidad contable afecta a sus decisiones de inversión con el resto de respuestas a las preguntas del cuestionario, encontramos que los analistas que afirman que la diversidad contable afecta a sus decisiones de inversión reaccionan ante la diversidad en porcentajes iguales (47,6%) añadiendo primas de riesgo y usando estrategias para corregir el sesgo, mientras que los que niegan que la diversidad contable afecte a sus decisiones de inversión se decantan mayoritariamente por el uso de estrategias para corregir el sesgo (un 52,4% estando el resto muy repartido). Otra conclusión lógica que obtenemos es que aquellos que no analizan ninguna empresa extranjera niegan que la diversidad contable afecte a sus decisiones de inversión, mientras que conforme aumenta el número de empresas extranjeras analizadas aumenta el número de respuestas afirmativas ante el efecto de la diversidad contable sobre las decisiones de inversión (los que analizan entre una y nueve empresas extranjeras responden en un 50% que sí afecta la diversidad, y en un 57,1% los que analizan más de nueve empresas extranjeras).

En cuanto a las estrategias usadas para corregir el sesgo que introduce la diversidad contable (**tabla 9**) se considera como más importante el utilizar ratios elaborados con variables poco sesgadas por la diversidad contable (por un 36,8% de la muestra), en segundo lugar, dar mayor importancia a la evolución de las magnitudes y a los ratios que a su valor absoluto (27,5%), y en tercer lugar, utilizar los servicios de analistas financieros familiarizados con la cultura empresarial y la normativa contable del país de origen de la compañía (35,7%); podemos comprobar que los años de experiencia del analista afectan a su reacción ante la diversidad, los analistas con menos de 15 años de experiencia reaccionan mayoritariamente usando estrategias para corregir el sesgo (un 80% de los que tienen menos de 5 años de experiencia, un 46,2% de los que tienen entre 5 y 10 años de experiencia, y un 83,3% de los que tienen entre 10 y 15 años de experiencia), mientras que los que poseen más de 15 años de experiencia se decantan en su mayoría por añadir una prima de riesgo (69,2%).

Aunque el porcentaje de analistas que valoran como muy importante el utilizar los servicios de analistas financieros familiarizados con la cultura empresarial y la normativa contable del país de origen de la compañía (35,7%) supera al de aquellos que valoraron como muy importante el dar mayor importancia a la evolución de magnitudes y a los ratios que a su valor absoluto (27,5%), en la prelación que recogemos en la **tabla 9** se puede apreciar claramente que en términos medios la segunda opción como estrategia para abordar la diversidad contable supera a la primera, ya que los analistas que la valoran como no muy importante o nada importante son menos (8 analistas) que en el caso anterior (11 analistas).

El uso de variables poco sesgadas permite reducir el impacto cuantitativo de la diversidad de criterios en el análisis contable, ya que existen determinados ratios que acusan más la diversidad contable porque el abanico de posibilidades de los criterios para el reconocimiento y valoración de sus componentes es mucho más amplio que en otros, lo que comprobamos posteriormente en los apartados de nuestro cuestionario dedicados a variables contables y tratamientos más afectados por la diversidad y la utilidad y sesgo de los ratios contables.

El uso de evoluciones de variables en lugar de valores absolutos también nos da la razón en nuestra primera argumentación teórica, ya que como defendíamos, cada vez se valora más en el análisis financiero la información ofrecida por las tendencias, afirmación que además se sustenta en el uso que los analistas hacen de la información financiera, ya que la oportunidad se constituye como una característica fundamental de la información, que debe satisfacer las necesidades del horizonte temporal de los analistas: un horizonte a corto plazo (BARKER, 1998, pág. 12), usando para ello información dinámica, como evoluciones o variaciones, que juega un papel fundamental en la habilidad del analista para interpretar noticias (BARKER, 1998b).

En una posición intermedia (ocupa el cuarto puesto en el orden total recogido en la **tabla 9** como instrumento para corregir el sesgo de la diversidad contable) queda la valoración positiva de aquellas empresas que revelan mayor volumen de información voluntaria; se sitúa así entre el uso de variables poco sesgadas por la diversidad contable, el dar mayor importancia a evoluciones y ratios que a valores absolutos y el usar los servicios de analistas familiarizados con la normativa del país de origen de la compañía, que ocupan los tres primeros lugares, y la homogeneización de la información contable, ya sea trasladándola a normativa local del analista, ajustando variables de interés a la normativa local, o trasladándola a normativa contable internacional, que ocupan los tres últimos lugares a la hora de ser valorados como estrategias para corregir el sesgo por los analistas.

A pesar de encontrarse en esa situación intermedia es indudable que se valora positivamente la emisión de información contable adicional, y prueba de ello es que es la opción que menor número de valoraciones como «no muy importante» o «nada importante» ha obtenido de los analistas encuestados; además, encontramos relación entre el tiempo dedicado a analizar y la valoración positiva de las empresas que emiten mayor volumen de información voluntaria (Sig. Asintót. 0,001). La mitad de los analistas que dedican más del 50% de su tiempo al análisis valoran como más importante el mayor volumen de emisión de información voluntaria. Cada vez es más frecuente que, además de la información exigida, las empresas suministren de forma voluntaria información relativa a la situación de las sociedades cotizadas, así como servicios para fidelizar a los accionistas, como el servicio de Atención al Accionista o Inversor (SÁNCHEZ, 2000, pág. 28). La emisión de información voluntaria tampoco puede verse sustraída a las influencias propias de la «personalidad contable» de cada país, ya que hay características nacionales persistentes en el modelo de *ítem* sobre los que se emite información voluntaria (MEEK y GRAY, 1989, págs. 332-333). Otro tipo de información que no es exigida aún, es la que versa sobre aspectos medioambientales de la actividad desarrollada por la empresa. Esta información se constituye como fundamental y necesaria para analistas e inversores en determinados sectores, y además se aboga por una mayor exigencia en cuanto a su emisión y la superación de las barreras que a ello se oponen. Distintos estudios empíricos han comprobado, en mayor o menor medida, que existe relación entre la emisión de información medioambiental, información financiera y la generación de beneficios por la empresa, lo que finalmente afecta al proceso de toma de decisiones de inversión (U.S. Environmental Protection Agency, 2000).

TABLA 9. Estrategias para abordar la diversidad contable.

Estrategias para corregir el sesgo de la diversidad contable (%)	Muy importante	Importante	Algo importante	No muy importante	Nada importante	X	$\sigma$	Orden
Utilizando los servicios de analistas financieros familiarizados con la cultura empresarial y la normativa contable del país de origen de la compañía .....	35,7	21,4	16,7	11,9	14,3	3,52	1,45	3
Homogeneizando la información contable, trasladándola a la normativa local del analista .....	17,1	29,3	24,4	12,2	17,1	3,17	1,34	5
Homogeneizando la información contable, trasladándola a la normativa contable internacional .....	9,8	39	8	14,6	26,8	2,9	1,43	7
Ajustando algunas variables de interés a la normativa local .....	20	15	37,5	15	12,5	3,15	1,27	6
Valorando positivamente aquellas empresas que revelen mayor volumen de información voluntaria .....	20,5	30,8	30,8	10,3	7,7	3,46	1,17	4
Dando mayor importancia a la evolución de las magnitudes y los ratios que a su valor absoluto	27,5	27,5	25	15	5	3,58	1,20	2
Utilizando ratios con variables poco sesgadas por la diversidad contable .....	36,8	26,3	13,2	15,8	7,9	3,68	1,34	1

Al igual que sucedía desde el punto de vista del analista puede ser que sea la propia empresa la que se enfrente a la diversidad cuando tiene estados financieros de diversas filiales en distintos países que pretende consolidar. Cinco pueden ser sus posibilidades de actuación (CHOI, 1989) (MUELLER *et al.*, 1999):

- No hacer nada, es decir, no tratar de salvar de ninguna manera la evidente diversidad, no sólo de principios y normas contables, sino también de lenguas y monedas. Solución que traslada la problemática a aquel que se va a enfrentar a la variopinta información financiera que pretende ser la base de un proceso de toma de decisiones, y que en nuestro caso será el analista financiero.
- Traducir al idioma de la matriz los estados financieros de todas las subsidiarias. En este caso se salva el hándicap del lenguaje ahorrando un posible coste de traducción al lector de los estados financieros.

- Aparte de traducir el idioma se convierten todos los estados financieros a la misma moneda de la matriz. En este punto pueden aparecer diferencias cuando se trata de decidir entre los tipos de cambio a aplicar... ¿Se aplica el tipo de cambio corriente en el momento de la conversión? ¿Se aplica el tipo de cambio del momento en el que se incorporó cada elemento al patrimonio de la empresa, manteniendo un estricto criterio de coste histórico?
- El siguiente paso conllevaría la aplicación de los principios contables del país domicilio de la matriz para el cálculo de ciertas variables relevantes, como pueden ser las cifras de resultado neto o fondos propios.
- Finalmente estaría la elaboración de estados financieros secundarios, es decir, en los que se vuelve a recalcular todo, pero de acuerdo con los principios y normas contables del país de domicilio de la matriz.

MUELLER, ya en 1965, cuestiona la utilidad de la traslación de estados financieros a otras normativas con el objeto de que puedan ser entendidos por usuarios extranjeros. Los resultados de nuestra encuesta vuelven a ser acordes con este punto de vista, a pesar de la gran distancia en el tiempo que los separa, siguen siendo plenamente válidos los argumentos de MUELLER (1965) cuando establece que al estar inevitablemente unidos los estados financieros a su entorno y las características que lo condicionan, si se «traducen», el significado y la implicación de las nuevas relaciones establecidas pueden ocasionar una imagen financiera distinta a la que originariamente se quería presentar, opinión que es compartida posteriormente por CHOI (1989) y por múltiples autores.

Esta argumentación que coincide con los resultados obtenidos en la encuesta realizada por BHUSHAN y LESSARD (1992). En este caso toman un grupo experimental de *managers* de inversión americanos y un grupo de control del Reino Unido<sup>24</sup> para realizar un cuestionario enviado por correo. Ante la diversidad, y al plantearles tres soluciones: emisión de más información voluntaria, reconciliación de estados a US GAAP y armonización a normas comunes, cualquiera de los caminos planteados se ve como adecuado (pero ninguno de ellos se plantea en soledad el realizar reconversiones o armonizaciones de estados contables), aunque el menos apreciado es el de la reconciliación. Ante todo, el recurso informativo más usado por todos ellos son los estados financieros elaborados según la normativa local, ya que las diferencias en las normas contables sólo constituyen uno de los factores de igual o mayor importancia que hacen que varíen los estados financieros entre países que deben ser interpretados en el contexto de muchos otros factores, «creando la reconciliación cuantitativa a veces una ilusión de comparabilidad que en realidad no existe» (pág. 152). Todos los encuestados también coinciden al señalar como cifras más empleadas en la valoración de empresas las de resultados y *cash flows*, así como al designar a la diversidad en las cifras de resultados<sup>25</sup>, como fac-

<sup>24</sup> Envían 94 cuestionarios al grupo experimental y reciben 49 respuestas de las que son válidas 44, y 29 cuestionarios al grupo de control del que reciben 14 respuestas siendo todas válidas.

<sup>25</sup> La diversidad en la cifra de resultados se considera fundamental porque además constituye un indicador clave del riesgo a la hora de invertir en una u otra empresa, como comprueba CAPSTAFF (1991) para el Reino Unido, previamente había sido constatado para el caso de Estados Unidos y Japón, y se vuelve a comprobar en SELVA (1995) para Hong Kong.

tor que más limita la comparabilidad de valores internacionalmente, opiniones que también hemos constatado en los resultados de nuestra encuesta. Por ello los autores no eluden emitir una clara opinión: «la insistencia de la US-SEC sobre las reconciliaciones no está bien fundada, sería más efectivo insistir en el reconocimiento mutuo de ciertas normas mínimas de emisión y presentación de estados financieros» (pág. 163).

Es lo que MUELLER (1968) denominaba «falta de significado» de estados reelaborados según normas que no son las del país de origen, ya que si las características del entorno no son las mismas en todos los países, y existe una estrecha relación entre el entorno y el sistema contable, entonces unas normas únicas a nivel global pueden no ser útiles o no tener significado en todas las situaciones, lo que no quiere decir que se deba optar, respaldados por este razonamiento, por una política de «*laissez-faire*», pero sí que hay que tener en cuenta estas limitaciones (pág. 97). Entre sus tres conclusiones finales establece que «los US GAAP no deberían ser impuestos de forma arbitraria para otros países... sólo tienen sentido en aquellos que poseen características en su entorno similares a las americanas» (pág. 103).

Claramente se aprecia en nuestro cuestionario la poca importancia que se le otorga a la homogeneización de los estados financieros trasladándola, tanto a la normativa contable local de analista, como a la normativa contable internacional. Comprobándose también que cuanto mayor es la experiencia del analista y más tiempo dedica a las tareas de análisis menor es la importancia que otorga a estos métodos. La opinión de los analistas financieros nos vuelve a dar la razón en este punto cuando afirmábamos que es mejor trabajar con los estados financieros originales. Opinión que vuelve a coincidir con la recabada de los analistas por MILES y NOBES (1998) cuando expresan que la traslación de estados financieros a otras normativas no es muy común, ya que los propios analistas argumentan tres razones principales por las que no trasladan estados financieros de unas normas a otras:

- «los datos contables no son lo suficientemente importantes como para usar recursos en trasladarlos a otras normativas»;
- «las diferencias culturales son más importantes que las contables y éstas no pueden ser ajustadas»;
- «los estados financieros elaborados según normas domésticas se tienen que usar cuando el analista trabaja con empresas de un solo país e incluso para carteras internacionales de empresas, ya que los inversores fijan los precios basándose en la información elaborada según principios domésticos».

Además se puede desprender del estudio de las reconciliaciones a US GAAP de estados contables de las multinacionales alemanas que cotizan en la NYSE incluidas en los Form 20-F (BÖCKEM, 2000) que la traducción de estados contables a otras normativas tiene también una no despreciable «dimensión política» que permite que las empresas sean capaces de «manipular» los ajustes positivos y negativos necesarios de tal manera que desemboquen en un nimio porcentaje de cambios de cifras contables calculadas según una u otra normativa.

Incluso en palabras del entonces vicepresidente de la US-SEC (COCHRANE, 1992, pág. 169), «la reconciliación de estados contables financieros puede llevar a menudo a una ilusión de comparabilidad que no existe. Para entender la posición financiera de una empresa extranjera hay que estar familiarizado con las normas contables del país de origen»<sup>26</sup>.

Respecto a la uniformidad *versus* flexibilidad de las normas contables entre países, como la lógica *a priori* establece, aquellos países acostumbrados a rigidez en sus propias normas están dispuestos a sacrificarse en aras de una homogeneidad mundial, mientras que aquellos otros en los que rige la flexibilidad no están dispuestos a aceptar restricciones. El resultado contradictorio que obtienen ROBERTS y SALTER (1999), a través de la realización de un cuestionario a auditores de las 6 principales firmas en los 23 países con los mercados de capital más importantes, es que en el grupo de mayor flexibilidad se encuentran países como Austria y Alemania, mientras que en el grupo de mayor uniformidad están Canadá, Reino Unido, Estados Unidos, Hong Kong y Singapur. La explicación puede residir en el hecho de que los países que tradicionalmente se han considerado uniformes se basan principalmente en códigos, éstos se restringen a ciertos temas y fuera de ellos la flexibilidad es lo que rige, mientras que en países como Estados Unidos, considerados tradicionalmente como flexibles, aunque las normas y principios permiten posibilidades, regulan parcelas mucho más amplias. Finalmente, lo que comprueban es que la tendencia hacia una mayor o menor uniformidad a nivel internacional depende de factores culturales del país en cuestión y depende positivamente de la importancia que tenga el mercado de capitales como proveedor de financiación.

Aunque en realidad la armonía entre normas contables no depende de la aceptación general de un método uniforme, sino que describe una situación ideal en la que la probabilidad de seleccionar un método contable u otro no viene condicionada por el país en el que la empresa opera (MCLEAY *et al.*, 1999, pág. 64).

A medida que el analista posee más años de experiencia valora menos la homogeneización de información contable trasladándola a normativa local del analista; así un tercio de los analistas con menos de cinco años de experiencia y un 38,5% de los analistas con años de experiencia comprendidos entre cinco y diez, le otorgan una valoración importante, la calificación baja a algo importante otorgada por el 40% de los analistas que poseen entre diez y quince años de experiencia, y los analistas con más de quince años de experiencia adjudican la mínima calificación, nada importante, en un 30,8%, porcentajes que siempre son los máximos ya que las otras opiniones están muy dispersas.

Resultado parecido obtenemos con la relación entre el tiempo dedicado por el analista al análisis de compañías y la valoración de la estrategia consistente en homogeneizar la información trasladándola a normativa contable internacional, conforme aumentan los años de experiencia menor es la valoración otorgada a esta estrategia; un 38,9% de los analistas que dedican menos del 50% al análisis valora como más importante la homogeneización a normativa contable internacional, mientras que un 41,2% de los que dedican más del 50% de su tiempo al análisis valoran esta estrategia como nada importante.

<sup>26</sup> También se habla de ilusión de comparabilidad en este mismo caso en LONGSTRETH (1994, pág. 93).

Uno de los analistas introduce otra estrategia como muy importante a la hora de corregir el sesgo de la diversidad contable: la consulta directa con los responsables financiero-contables y otro puntualiza al margen que «no hay proceso que deje satisfacción completa, con una seguridad del 100%».

Sin perjuicio del análisis de los datos perdidos (el 18%), deducimos que los analistas que no se decantan sobre sus reacciones frente a la diversidad contable, no lo hacen en la medida en que la pregunta es introducida en el cuestionario por una oración condicional, (si aborda la diversidad contable, ...), al considerar los analistas que no abordan la diversidad contable no se plantean el ordenar las estrategias seguidas para salvarla.

### 5.9. Variables contables y tratamientos más afectados por la diversidad.

Los analistas perciben mayor disparidad de criterios, y por lo tanto mayor necesidad de ajustar, en primer lugar, en la cifra de beneficio neto, en segundo lugar en la de beneficio ordinario, y en tercer lugar en la cifra de patrimonio neto, ajustándolas casi siempre respectivamente un 62,5% de la muestra, un 57,4% y un 33,3%, mientras que la necesidad de ajustes es menor en los totales de activo, pasivo y cifra de negocios, resultados que corroboran las exigencias de la US-SEC con respecto al ajuste en el 20-F de las cifras de resultado neto y fondos propios (resultados incluidos en la **tabla 10**).

La causa del *ranking* obtenido puede ser el tradicional uso que han hecho los analistas financieros de las cifras de resultados para elaborar predicciones sobre el valor de la empresa o sobre futuros resultados de la misma. Un mayor conocimiento y uso de la diversidad en el cálculo de la cifra de resultados lleva a una mayor necesidad para su corrección. Desde los trabajos de BALL y BROWN (1967) (1968) ha habido una amplia corriente de estudios que han tratado de dilucidar si la cifra de resultados es determinante sobre el valor de las acciones de la empresa. Aunque abren varias vías posteriores de investigación, llegan a la conclusión de que las cifras de resultados que se obtienen de la publicación de datos contables no suponen una gran influencia sobre los precios de los valores de las empresas, ya que previamente el mercado ha descontado esa información.

Tan fundamental es la cifra de resultados para un analista, que aun consciente de las distorsiones introducidas en su cálculo, constituye la base de predicciones futuras, tratando de aliviar los inconvenientes a través de dos estrategias (ELY y MANDE, 1996) que se establecen mediante hipótesis *a priori*:

- La sustitución de la cifra de resultados cuando está muy distorsionada, es decir, cuando la varianza es muy alta, por datos sobre dividendos.
- La corroboración de la consistencia de la información sobre resultados a través de información proveniente de otras fuentes, como contactos con la propia firma, comparaciones con estimaciones de empresas de la competencia, o comparaciones con estimaciones hechas por otros analistas.

Finalmente se contrastan ambas hipótesis, comprobándose siempre que la unión de datos sobre resultados y dividendos tiene más contenido informativo para la predicción de futuros resultados que ambos por separado <sup>27</sup>, con los inconvenientes que puede introducir en el modelo elaborado a partir de una recta de regresión las correlaciones entre varianzas (ya que si las varianzas de resultados y dividendos están correlacionadas no tiene sentido sustituir una variable por otra), la correlación con el tamaño de la empresa (bajo el supuesto de que una empresa de tamaño grande emite mayor cantidad de información aunque el contenido de la información sobre resultados disminuye) <sup>28</sup>, o el obtener una menor varianza en la cifra de resultados debida a la práctica de un alisamiento de esta cifra.

Otro estudio que evidencia la importancia del estudio de las cifras de resultados para los analistas, aunque no es ese su fin, es el realizado por VERGOOSSEN (1997), en el que trata de comprobar en qué medida los analistas permanecen impasibles ante el reflejo en los estados financieros de cambios en tratamientos contables, para ello analiza informes de analistas, ya que mantiene que éstos sí que reflejan la realidad, y no otro tipo de pruebas en las que no se puede evocar el trabajo diario de un analista. En base a informes de 40 empresas que cotizan en la bolsa de Amsterdam, para el período 1987-1991, contrasta cuatro hipótesis:

- El grado de percepción que los analistas tienen sobre cambios en tratamientos contables no depende del nivel de emisión de información sobre estos cambios. Hipótesis que se puede rechazar con un grado de significatividad del 5%, encontrándose una relación positiva entre ambas variables.
- Este grado de percepción tampoco depende del momento en el que se anuncian dichos cambios. En este caso no se puede rechazar la hipótesis nula, aunque *a priori* lo lógico era que cuando antes tuvieran noticia de dichos cambios antes la incorporaran a sus análisis.
- El grado de percepción que los analistas tienen sobre los cambios contables no depende de la categoría en la que podemos incluir el cambio contable. Es en este punto donde se pone en evidencia que sí que existe asociación, se puede rechazar la hipótesis nula, y lo más significativo es que los analistas son especialmente sensibles a los cambios que producen modificaciones en la cifra de resultados, que es vital para su labor de sugerir inversiones, por lo que aquellas modificaciones en tratamientos contables que repercuten directamente sobre la cifra de resultados, afectan considerablemente a la sensibilidad de los analistas a analizar las correcciones cuantitativas que ello conlleva sobre los estados financieros.
- El grado de percepción que los analistas tienen sobre los cambios contables no depende de la entidad para la que trabajan. En este caso no se puede rechazar esta hipótesis.

<sup>27</sup> También se comprueba para el caso de Japón (CHARITOU *et al.*, 2000).

<sup>28</sup> La relación positiva entre el tamaño de la empresa y la emisión de información voluntaria es algo ya constatado en múltiples estudios, de los que podemos destacar el de LANG y LUNDHOLM (1993).

También, aunque no es el fin del estudio, TURNER (1997), pone de manifiesto que las mayores desviaciones para el cálculo de una batería de ratios previamente seleccionada se obtienen en los casos en los que se tienen que calcular a partir de conceptos que aparecen en la cuenta de resultados, mientras que los que se elaboran a partir del balance casi no sufren desviaciones. Aunque en realidad, al final, las cifras de resultados también son consecuencia de las propias características del país del que se trate <sup>29</sup>, lo que acarreará unos pronósticos de analistas consecuentes con estas cifras y así con su propio entorno, y todo se convierte en una cadena cuyo principio y final vuelven a ser las diferencias básicas entre sistemas contables.

Algunos de los analistas señalan además otras variables fuera de las que nosotros incluíamos en la relación, cuatro de ellos especifican el EBITDA, que vuelve a ser una cifra de resultados, y dos de ellos nombran las amortizaciones y el fondo de comercio, confundiendo tratamientos contables y variables contables, aunque como se comprueba en la **tabla 11**, tanto amortizaciones como fondo de comercio son los tratamientos contables que los analistas consideran que están más afectados por la diversidad.

**TABLA 10. Variables más importantes a ajustar.**

Variables a ajustar (%)	Casi siempre (96-100%)	Normalmente (66-95%)	Algunas veces (36-65%)	Rara vez (6-35%)	Casi nunca (0-5%)	X	$\sigma$	Orden
Beneficio Neto .....	62,5	28	4,2	0	4,2	4,46	,92	1
Beneficio Ordinario .....	57,4	29,8	6,4	2,1	4,3	4,36	,97	2
Patrimonio Neto .....	33,3	35,4	27,1	2,1	2,1	4	,91	3
Total Activo .....	8,9	24,4	42,2	22,2	2,2	3,38	,75	4
Total Pasivo .....	11,1	28,9	33,3	20	6,7	3,38	,94	4
Cifra de Negocio .....	31,9	21,3	21,3	12,8	12,8	3,6	1,3	5

- En relación con los tratamientos contables los analistas encuestados consideran que es necesario ajustar a efectos de recalcular las anteriores variables (**tabla 11**):

**TABLA 11. Tratamientos contables afectados por la diversidad.**

Diferencias (%)	Muy importante	Importante	Algo importante	No muy importante	Nada importante	X	$\sigma$	Orden
Fondo de Comercio .....	51,1	36	6,4	4,3	0	4,40	,68	1
Gastos de I+D .....	23,4	40,4	27,7	8,5	0	3,87	,77	6
Subvenciones en capital .....	8,5	25,5	48,9	14,9	2,1	3,38	,74	12

<sup>29</sup> CAPSTAFF *et al.* (1998) basándose en CAPSTAFF *et al.* (1995) analizan en qué medida las predicciones de resultados por parte de analistas en Alemania y Reino Unido son diferentes y dependen de variables como las propias características del sistema contable, el nivel de financiación a través del mercado de capitales o la pertenencia del analista a una u otra empresa. Obteniendo al final que las características propias de los sistemas contables explican parte de las diferencias en la predicción y sesgo de las predicciones y no así las otras dos variables incluidas.

Diferencias (%)	Muy importante	Importante	Algo importante	No muy importante	Nada importante	X	$\sigma$	Orden
Valoración de la cartera especulativa .....	19,6	41,3	32,6	6,5	0	3,8	,75	7
Amortizaciones .....	43,5	39,1	10,9	6,5	0	4,26	,75	2
Existencias .....	10,9	43,5	34,8	10,9	0	3,65	,67	9
Impuestos .....	30,4	37	17,4	13	2,2	3,93	,90	5
Ajustes de moneda extranjera ..	21,7	43,5	15,2	19,6	0	3,87	,75	6
Gastos e ingresos a distribuir .	6,5	34,8	45,7	13	0	3,48	,62	10
Provisiones/Reservas para gastos o garantías .....	21,7	54,3	23,9	0	0	3,98	,68	4
Partidas procedentes de ejercicios anteriores .....	4,3	40,4	38,3	12,8	4,3	3,4	,77	11
Capitalización de intereses.....	19,1	31,9	36,2	12,8	0	3,7	,78	8
Cambios en las políticas contables .....	32,6	45,7	21,7	0	0	4,12	,74	3

- En primer lugar, el fondo de comercio y las amortizaciones (un 51,1% y un 43,5% de la muestra consideran que la diversidad les afecta de forma muy importante), problemáticas que tradicionalmente han sido fuente de divergencias entre países no sólo por la propia discrecionalidad normativa, sino también por su uso en la contabilidad creativa.
- Seguidamente aparecen los cambios en las políticas contables con un 32,6%, las provisiones/reservas para gastos o garantías con un 21,7%, y los impuestos, con un 30,4%.
- La sexta posición en el orden obtenido la comparten los gastos de investigación y desarrollo (valorados como muy importantes por un 23,4% de la muestra) y los ajustes de moneda extranjera (con un 21,7%); al ocupar una posición intermedia junto con la valoración de la cartera especulativa (con un 19,6%) parece que los analistas no perciben que estos tratamientos estén tan afectados por la diversidad, opinión que puede sorprender, por ejemplo, en el caso obvio de los ajustes de la moneda extranjera que tantos «ríos de tinta» han hecho correr en el ámbito teórico.
- La capitalización de intereses (el 19,1% de la muestra la consideran afectada por la diversidad de forma muy importante) y las existencias (10,9%) ocupan los siguientes lugares considerándose mayoritariamente «importantes» o «algo importantes» a la hora de verse afectadas por la diversidad.

En los últimos puestos los analistas incluyen los gastos e ingresos a distribuir, calificados como muy importantes por un 6,5%, las partidas procedentes de ejercicios anteriores, con un 4,3%, y las subvenciones en capital, con un 8,5%. El que los analistas consideren que los gastos e ingresos a distribuir tienen poca importancia a la hora de verse afectados por la diversidad sorprende, y aún más si por ejemplo se compara con la posición que ocupan las provisiones o reservas para gastos o garantías por la discrecional utilización de ambas partidas para alisar resultados.

### 5.10. Utilidad y sesgo de los ratios contables.

La diversidad en los tratamientos y magnitudes contables que tratábamos en los puntos anteriores determinará la utilidad y sesgo de los ratios contables, máxime cuando los efectos no se neutralizan al calcular los ratios (LAÍNEZ, 1999, págs. 153-154).

Al valorar los analistas encuestados la utilidad y sesgo de los ratios financieros obtenemos los siguientes resultados (recogidos en la **tabla 12**):

- Los ratios financieros valorados como más útiles son el valor de la empresa/EBITDA (por un 51,2% de la muestra), y el ratio de endeudamiento (37,2%), y compartiendo la tercera posición como más valorados aparecen el ratio de ganancia por acción (EPS) (44,2%) y el ratio precio/*cash flow* (31,8%).
- Seguidamente aparecen también en la misma posición el ratio PER relativo (45,2%) y el ratio *cash flow*/ventas (40,5%), después el PER (41,9%), el ratio de rentabilidad por dividendos (43,2%), el ratio de valor de la empresa/*cash flow* de explotación (40,5%), y el ratio valor de la empresa/*cash flow* operativo (33,3%).
- Un lugar poco destacado, en concreto el 9, lo ocupa el ROE (31%), seguido del ROA (26,3%), margen operativo/margen neto (33,3%) en el mismo puesto que el ratio precio/*cash earnings* (27,9%), seguido del ratio valor de la empresa/ventas (26,2%), activo circulante/pasivo circulante (30,2%) y el ratio precio/valor contable (29,5%).
- Por último, los ratios valorados como menos útiles son el ratio activos/cifra de negocio (valorado como muy útil tan sólo por un 14,6% de la muestra), compartiendo el mismo puesto (el número 16 en la tabla 12) los ratios de tasa efectiva de impuestos (9,8%) y capital permanente/activos fijos (15%), seguidos del ratio depreciación acumulada/activos fijos (11,9%) y la prueba ácida (13,9%).

Conscientes de la diversidad, los analistas eligen como más útiles aquellos ratios que ya preveíamos como menos sesgados, es decir, ratios más novedosos como valor de la empresa/EBITDA que se considera muy útil por un 51,2% de los encuestados, o tradicionales como el ratio de endeudamiento con un 37,2%, o ganancia por acción con un 44,2%. Es de destacar la mayor importancia y menor sesgo de los ratios calculados sobre variables relacionadas con el *cash flow* o valor de la empresa, mientras que se desplaza a los últimos lugares a ratios relacionados con la medida del capital circulante, tales como capital permanente/activos fijos, prueba ácida, liquidez o solvencia. Lo que denota mayor preocupación por el valor predictivo de los ratios en relación con el valor de la empresa, frente a medidas de su capacidad de pago, que tratándose de empresas cotizadas no quedan dentro de los objetivos básicos del análisis. Ratios como el PER o el precio/valor contable se usan como reflejo de las percepciones que tienen los inversores sobre el potencial crecimiento de la empresa (LEV, 1992, pág. 18).

TABLA 12. Utilidad y sesgo de los ratios financieros.

Ratios útiles según nivel de sesgo (%)	Nada útil	No muy útil	Útil pero sesgado	Útil poco sesgado	Muy útil	X	$\sigma$	Orden
Margen operativo/Margen neto	5,1	10,3	23,1	28,2	33,3	3,74	1,19	11
Tasa efectiva de impuestos ....	2,4	22	48,8	17,1	9,8	3,10	,94	16
ROA .....	0	5,3	36,8	31,6	26,3	3,79	,91	10
ROE .....	2,4	4,8	31	31	31	3,83	1,01	9
Cash flow/ventas .....	7,1	0	23,8	28,6	40,5	4,02	,98	4
Activos/cifra de negocio .....	2,4	36,6	22	24,4	14,6	3,12	1,14	15
Capital permanente/Activos Fijos .....	7,5	27,5	27,5	22,5	15	3,10	1,19	16
Depreciación acumulada/Activos fijos .....	4,8	28,6	38,1	16,7	11,9	3,02	1,07	17
Activo Circulante/Pasivo Circulante .....	0	20,9	30,2	18,6	30,2	3,58	1,14	13
Prueba ácida .....	16,7	36,1	19,4	13,9	13,9	2,72	1,30	18
Endeudamiento .....	0	4,7	11,6	46,5	37,2	4,16	,81	2
EPS (ganancia por acción) ....	2,3	0	32,6	20,9	44,2	4,05	1,00	3
PER (precio/ganancia por acción) .....	2,3	4,7	25,6	25,6	41,9	4,00	1,05	5
PER Relativo (PER título/PER bolsa) .....	2,4	7,1	21,4	23,8	45,2	4,02	1,09	4
Precio/Cash flow .....	4,5	0	18,2	45,5	31,8	4,05	,83	3
Precio/Cash earnings * .....	0	14	23,3	34,9	27,9	3,77	1,02	11
Precio/Valor Contable .....	2,3	22,7	36,4	9,1	29,5	3,41	1,21	14
Rentabilidad por dividendos .	2,3	13,6	11,4	29,5	43,2	3,98	1,15	6
Valor de la empresa **/cash flow de explotación .....	2,4	9,5	26,2	21,4	40,5	3,88	1,13	7
Valor de empresa/Cash flow operativo .....	2,4	4,8	31	28,6	33,3	3,86	1,03	8
Valor de la empresa/Ventas ...	0	14,3	26,2	33,3	26,2	3,71	1,02	12
Valor de la empresa/EBITDA ***	0	7	14	27,9	51,2	4,23	,95	1

\* *cash earnings* = resultado ajustadas por partidas que representan gastos o ingresos y que no suponen movimiento de fondos.

\*\* valor de la empresa = capitalización bursátil + deuda + minoritarios.

\*\*\* EBITDA = ganancias antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación.

Como se pone de manifiesto en el trabajo de BRETON y TAFFLER (1995, pág. 86) los analistas consideran más importantes los ratios de rentabilidad que los que se obtienen a partir de partidas del balance, e incluso algunos analistas admiten no ser capaces de definir un ratio de liquidez, despreciando así la liquidez de la empresa a corto plazo frente a la potencial.

Comprobamos así en la práctica, que si todavía la tendencia al uso de ratios como el PER (que aparece en la **tabla 12** ocupando una cuarta posición en cuanto a su utilidad) es alta, otras medidas comienzan a alcanzar una mayor popularidad, como el valor de la empresa/EBITDA, pues proporcionan medidas relativas al crecimiento que permiten conocer en qué parte del ciclo de ganancias se encuentra la empresa o el sector, y comprender cómo eso afectará a las predicciones de los analistas, lo que a su vez coincide con la conclusión obtenida anteriormente en la que son más valoradas medidas de evolución y crecimiento que valores absolutos.

De la aplicación del test de MANN-WHITNEY podemos obtener las siguientes conclusiones:

- Si tomamos como variable de agrupación el tamaño de la empresa a la que pertenece el analista obtenemos (Sig. Asintót. 0,046) que el ratio precio/valor contable es considerado muy útil por la mayoría de los analistas que pertenecen a empresas grandes (37%), mientras que la mayoría de los que pertenecen a empresas no tan grandes (47,1%) lo consideran útil pero sesgado. Algo parecido sucede con el ratio valor de la empresa/*cash flow* de explotación (Sig. Asintót. 0,016), que es considerado muy útil por la mitad de las analistas que dicen pertenecer a empresas grandes, y útil pero sesgado por la mayoría de los analistas que se incluyen en empresas no tan grandes (37,5%). La misma relación es la que obtenemos para el ratio valor de la empresa/*cash flow* operativo (Sig. Asintót. 0,004), considerado como muy útil por el 48% de los analistas que pertenecen a empresas grandes, y útil pero sesgado por el 41,2% de los que pertenecen a empresas no tan grandes. Por ello podemos concluir que la batería de ratios relacionados con el valor de la empresa son más útiles para los analistas que pertenecen a empresas grandes, mientras que los que pertenecen a empresas no tan grandes consideran que estos ratios introducen sesgo.
- Los ratios en los que se incluyen las ganancias por acción se aprecian como sesgados cuando se considera que la diversidad sí afecta a las decisiones de inversión, y en cambio, se consideran muy útiles cuando se obvia la existencia de diversidad en el mercado. Es el caso del ratio de ganancia por acción (EPS), considerado útil pero sesgado por la mayoría de los analistas que consideran que la diversidad sí afecta a sus decisiones de inversión (42,9%), mientras que es considerado muy útil por la mayoría de los que niegan que la diversidad contable afecte a sus decisiones de inversión (un 50%). Conclusión similar es la que obtenemos para el ratio precio/ganancia por acción relativo (PER relativo), los afectados por la diversidad (30%) lo consideran útil pero sesgado, y los no afectados por la diversidad (65%) lo consideran muy útil.
- También nos ha aportado datos sobre la utilidad y sesgo de los ratios financieros el número de empresas extranjeras analizadas, así, uno de los últimos ratios del orden total que recogemos en la **tabla 12**, activos/cifra de negocio, es valorado como útil poco sesgado por la mayoría de los analistas que no analizan ninguna empresa extranjera (50%), pero es considerado no muy útil por la mayoría del resto de analistas, que analizan entre 1 y 9 empresas extranjeras y más de nueve. Relaciones contrarias encontramos para los ratios de precio/valor contable y rentabilidad por dividendos. El primero de ellos aparece en el número de orden 14 en la relación general (**tabla 12**) debido a la poca utilidad que le atribuyen los analistas que no analizan ninguna empresa extranjera (la mitad de todos ellos) y los que analizan menos de nueve, pero los que analizan más de nueve empresas extranjeras lo consideran en un 42,9% muy útil. El segundo de los ratios, rentabilidad por dividendos, el sexto más valorado, vuelve a ser valorado como no muy útil por la mitad de los analistas que no analizan ninguna empresa extranjera, mientras que los que sí lo hacen le atribuyen la máxima utilidad (un 43,8% de los que analizan menos de nueve empresas extranjeras, y un 50% de los que analizan más de nueve).

- Existe relación entre el porcentaje de tiempo empleado en el análisis y la utilidad y sesgo asignados al ratio depreciación/activo fijo (Sig. Asintót. 0,034), de tal manera, que cuando se dedica menos tiempo al análisis se le atribuye la valoración de útil pero sesgado (el 55,6% de los analistas), pero cuando aumenta el tiempo dedicado al análisis la valoración del ratio es peor, el mismo porcentaje de analistas contestan que el ratio no es muy útil. Relación contraria obtenemos para el ratio valor de la empresa/cash flow de explotación, los analistas que menos tiempo dedican al análisis lo valoran como útil pero sesgado en un 35,3% y la mitad de los que dedican más tiempo al análisis lo consideran muy útil.

De un análisis detenido de los datos perdidos obtenemos que un 16% de analistas no contestan sobre los ratios que según su opinión acusan en menor medida los efectos de las distintas normas contables, lo que se puede derivar de nuevo, del hecho de que no todos los analistas encuestados analizan empresas extranjeras, así, un analista que sólo se ocupa de empresas nacionales puede obviar la contestación a esta pregunta en virtud de su propia redacción: «indique qué ratios son útiles para sus decisiones de *inversión cuando pretende analizar una compañía extranjera* que eviten el sesgo introducido por las distintas normativas».

Vemos según las conclusiones que obtenemos de los cruces de variables y su grado de significatividad, que los analistas se van creando una propia batería de ratios personal que según su experiencia y condicionantes les resultan más o menos útiles y más o menos sesgados. El ratio valor de la empresa/cash flow de explotación se configura como muy útil en el caso de analistas que pertenecen a empresas grandes y dedican bastante tiempo al análisis (más del 50%), y el ratio precio/valor contable es el elegido por los analistas que pertenecen a empresas grandes y analizan un mayor número de empresas extranjeras. Los ratios en los que se incluye la medida de las ganancias por acción introducen sesgo cuando sí se aprecia diversidad contable, pudiendo atribuir este sesgo a la gran importancia que otorgan los analistas a las cifras de resultados, y por consiguiente, a las ganancias, como variables más importantes a ajustar porque sufren más los efectos de la diversidad. Por el contrario, encontramos que la elección del ratio rentabilidad por dividendos se configura como muy útil cuantas más empresas extranjeras se analizan.

### 5.11. Corrección de la diversidad por el mercado.

Un 50% de la muestra opina que el mercado es capaz de ajustar la información contable con éxito para cada tratamiento alternativo (teoría del mercado eficiente), frente a un 41,3% que no comparte esta opinión; es ilustrativa la opinión de uno de los analistas que explica: «Puede haber confusiones cuando se comparan ratios, pero en general el impacto de las diferencias no es muy grande, salvo en casos concretos de algunas compañías, en cuyo caso el mercado sí suele conocerlo bien».

La decisión sobre si el mercado ajusta o no la información contable se clarifica más si la cruzamos con las variables de corte elegidas en nuestro trabajo. Obtenemos así que la mayoría de los analistas que dedican menos de la mitad de su tiempo al análisis (el 57,9%) consideran que el mer-

cado no es capaz de ajustar la información contable con éxito para cada tratamiento alternativo, y opinión contraria tienen la mayoría de los analistas (el 60%) de los que dedican más de la mitad de su tiempo al análisis. Cuanto más tiempo dedica el analista al análisis, más alta es la creencia en la capacidad del mercado para ajustar la diversidad contable.

También obtenemos relación con la opinión del analista sobre si la diversidad contable afecta a las decisiones de inversión; la mayoría de los analistas que sí consideran que la diversidad contable afecta (el 54,5%) creen que el mercado no ajusta la diversidad contable, pero en cambio la mayoría de los analistas que consideran que la diversidad contable no afecta a las decisiones de inversión (el 54%) consideran que el mercado sí ajusta la diversidad. Podemos concluir que según los analistas encuestados, la diversidad contable sí afecta a las decisiones de inversión porque el mercado no ajusta la diversidad contable y al contrario, la diversidad contable no afecta a las decisiones de inversión porque el mercado sí ajusta la diversidad contable.

De los que sí «creen» en un mercado eficiente, un 56% considera que la conciliación que exige la US-SEC de las cifras de resultado neto y fondos propios a las empresas que cotizan en la NYSE es muy útil, muy importante o fundamental, un 25% piensa que es poco útil y costosa, o bastante relativa, y los restantes puntualizan que «es una forma de homogeneización», que «facilita la labor de los analistas», o que implica «control».

De los que no «creen» en un mercado eficiente, un tercio duda de la eficacia del reconocimiento aceptado en las bolsas europeas, dando respuestas del tipo: «no funciona», «es una solución política», «es insuficiente», «falta mucho por desarrollar», o «no aporta ninguna seguridad». Los que valoran positivamente el reconocimiento mutuo, los dos tercios restantes, exponen opiniones como las siguientes: «Es un punto de partida para una mayor, mejor y necesaria armonización contable», «Se deben ir acercando criterios de forma paulatina, para que en un plazo de 8/10 años los criterios en la UE sean únicos (como la instauración del PGC en 1970)», «progresivamente debería armonizarse en la UE», o «es necesario para ir hacia una bolsa europea».

Cuando finalmente se les pregunta a los analistas qué trasfondo tiene la elección de uno u otro mercado para la compra de acciones, le dan mayor importancia a la liquidez y eficiencia del mercado, frente a los efectos de los tipos de cambio y el periodo de liquidación, y ninguno de ellos considera los distintos valores de las magnitudes contables. Cuando se les pregunta por otras causas para la elección exponen: «implicaciones fiscales y operativas para el inversor», «normas de aceptación», «factores macroeconómicos y sectoriales», y «solidez del mercado de cotización».

## 6. CONSIDERACIONES FINALES

En el trabajo nos cuestionamos la importancia de las diferencias existentes entre la información financiera emitida por empresas de dos países distintos y su influencia en el análisis económico-financiero. Encontramos que la diversidad existente debe valorarse en su conjunto ya que abarcaría

desde el distinto entorno económico, forma de financiación de las empresas, sistema jurídico o sistema social, junto con su exposición a una serie de variables macroeconómicas (tipo de interés, tipo de cambio, ...), hasta la distinta cultura del emisor y receptor, así como la distinta normativa contable.

Además, los obstáculos impuestos por la diversidad en el análisis financiero internacional tienen impacto distinto según el tipo de empresa («*global player*», empresas cotizadas en mercados locales, grandes empresas no cotizadas, y PYMES), y no todos los obstáculos requieren del mismo tratamiento para ser salvados. Por ello, es necesario distinguir entre aquellas barreras que resultan corregibles en la tarea del analista, de aquellas otras que debe asumir y evitar porque resultan insalvables.

La complejidad del punto de partida nos lleva a tratar de averiguar, dirigiéndonos directamente a los analistas financieros, cómo se enfrentan al análisis fundamental a escala internacional, o lo que es lo mismo, cuáles son los mecanismos que usan en la práctica para lograr superar todas las trabas que la diversidad les impone *a priori*. Por ello, realizamos una encuesta intentando conocer la actuación de los analistas financieros en los mercados de capitales con empresas extranjeras.

En primer lugar encontramos que los analistas no tienen una percepción clara y concreta de la diversidad de normas contables, ni de su impacto. Aproximadamente la mitad de la muestra considera que la diversidad contable no afecta a las decisiones de inversión en los mercados de capitales, también aproximadamente la mitad de los analistas que completaron el cuestionario al analizar una compañía que posee filiales en distintos países no modifican los métodos de valoración en función del país y la normativa contable, y en los mismos términos, consideran que el mercado es capaz de ajustar los efectos de la diversidad. De los resultados parece evidenciarse que algunos no conocen y a otros, que pueden conocer la diversidad que imponen las normas contables, no les importa demasiado.

Las propuestas para corregir la diversidad son poco valoradas por los encuestados, la homogeneización (*restatement*), trasladando la información a la normativa doméstica del analista o a una normativa internacional, goza de poca aceptación entre los analistas, que prefieren, siempre trabajando con la información consolidada como base, introducir estrategias propias para evitar el sesgo generado por la diversidad, pues los factores más importantes a la hora de introducir diversidad son las propias políticas de las compañías, quedando el «efecto normativa» en último lugar, después del «efecto sector». No importa tanto la diversidad contable como el uso que la empresa hace de ella para gestionar su resultado.

El balance y cuenta de resultados consolidada se configuran como recursos informativos más valorados por los analistas, seguidos de los contactos con directivos de las compañías, a través de los cuales se pretende la consecución de dos objetivos: completar la información que presentan los estados consolidados, y salvar el factor más importante de diversidad, según los propios analistas, que constituyen las políticas agresivas o conservadoras de la compañía. La importancia que se otorga al balance consolidado se refrenda cuando se comprueba que cuantos más años de experiencia tiene el analista mejor lo valora como recurso informativo.

A pesar de la poca importancia que atribuyen al efecto normativa, los analistas distinguen entre diferencias sustanciales y no sustanciales, enfatizando las diferencias que se incluyen principalmente en emisiones voluntarias de información extraordinaria, que cada vez son más valoradas por el mercado y así por los analistas, aunque acusan en mayor medida las diferencias en el contenido informativo según las exigencias de los países.

El sesgo introducido por la diversidad contable y el uso que de ella hacen los gerentes, lleva a utilizar ratios que sustituyan al resultado por variables más «limpias», como EBITDA, que desplazan a los tradicionales como es el caso de la prueba ácida, ratios que en realidad proporcionan medidas relativas al crecimiento permitiendo conocer en qué parte del ciclo de ganancias se encuentra la empresa o el sector, y comprender cómo afectarán esos datos a las predicciones de los analistas, lo que nos hace poder concluir que son más valoradas las medidas de evolución y crecimiento que los valores absolutos, otorgando mayor importancia a un enfoque de creación de valor.

La tendencia en el análisis es hacia variables financieras menos manipulables y relacionadas con la generación de recursos o *cash flow*, por lo que con estas medidas se eliminan dos problemas: la diversidad contable y la gestión del resultado.

## BIBLIOGRAFÍA

- ABAD, C.; GARCÍA-BORBOLLA, A.; LAFARGA, J.; LARRÁN, M. y PIÑERO, J. (1999): «Relevancia de la Información Consolidada: Un Estudio Empírico», *Análisis Financiero*, n.º 77, págs. 6-19.
- ADAMS, C.A.; WEETMAN, P.; JONES, A.E. y GRAY, S.J. (1999): «Reducing the Burden of US GAAP Reconciliations by Foreign Companies Listed in United States: the Key Question of Materiality», *European Accounting Review*, Vol. 8, n.º 1, págs. 1-22.
- AKSU, C.; ECKSTEIN, C.; GREENE, W.H. y RONEN, J. (1996): «Time-Series Properties, Adjustment Processes, and Forecasting of Financial Ratios», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 11, n.º 1, Winter, págs. 1-44.
- 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, Suplement, págs. 183-223.
- AMIR, E. y ZIV, A. (1997): «Economic Consequences of Alternative Adoption Rules for New Accounting Standards», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 14, n.º 3, Fall, págs. 543-568.
- AMIR, E.; HARRIS, T.S. y VENUTI, E.K. (1993): «A comparison of the Value-Relevance of US versus Non-US GAAP Accounting Measures Using Form 20F Reconciliations», *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, supplement, págs. 230-264.
- ARCE, M. y MORA, A. (2000): «Empirical Evidence of the effect of European Accounting Differences in the Stock Market». Comunicación presentada al 23 Congreso Anual de la Asociación Europea de Contabilidad (EAA), Munich.
- ARCHER, S. y MCLEAY, S. (1989): «Financial Reporting by Interlisted European Companies: Issues in Transnational Disclosure». Incluido en HOPWOOD, A. (1989), págs. 73-115.

- ARNOLD, J. y MOIZER, P. (1984): «A Survey Of The Method Used By UK Investment Analysts To Appraise Investment In Ordinary Shares», *Accounting and Business Research*, Summer, págs. 195-207.
- ARNOLD, J., MOIZER, P. y NOREEN, E. (1984): «Investment Appraisal Method of Financial Analysis: a Comparative Study of U.S. and U.K. Practices», *International Journal of Accounting*, Vol. 19, n.º 2, Spring, págs. 1-18.
- BALL, R. y BROWN, P. (1968): «An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers», *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, n.º 2, Autumn, págs. 159-178.
- BANDYOPADHYAY, S.P.H.; HANNA, J.D. y RICHARDSON, G. (1994): «Capital Markets Effects of US-Canada GAAP Differences», *Journal of Accounting Research*, Autumn, págs. 262-277.
- BARKER, R.G. (1998): «The market for information-evidence from finance directors, analysts and fund managers», *Accounting and Business Research*, Vol. 29, n.º 1, págs. 3-20.
- BARKER, R.G. (1998b): «How analysts use accounts», *Accountancy*, November, pág. 168.
- BARTH, M. y CLINCH, G. (1996): «International Accounting Differences and their Relation to Share Prices: Evidence from UK, Australian and Canadian Firms», *Contemporary Accounting Research*, Spring, págs. 134-170.
- BELKAOUI, A.R. (1990): *Judgment in International Accounting. A Theory of Cognition, Cultures, Language and Contracts*, Quorum Books, Greenwood Press, Inc., Connecticut.
- BELKAOUI, A.R. (1995): *The Cultural Shaping of Accounting*, Quorum Books, Greenwood Publishing Group Inc. Connecticut.
- BELKAOUI, A.; KAHL, A. y PEYRARD, J. (1977): «Información Needs of Financial Analysts: An International Comparison», *International Journal of Accounting Education and Research*, Fall, págs. 19-27.
- BELKAOUI, A. y PICUR, R. (1991): «Cultural Determinism and the Perception of Accounting Concepts», *The International Journal of Accounting*, Vol. 26, n.º 2, págs. 118-130.
- BHUSHAN, R. y LESSARD, D.R. (1992): «Coping with International Accounting Diversity: Fund Managers' Views on Disclosure, Reconciliation, and Harmonization», *Journal of International Management and Accounting*, Vol. 4, n.º 2, Summer, págs. 149-164.
- BIDDLE, G.C. y SAUDAGARAN, S.M. (1989): «The Effects of Financial Disclosure Levels on Firms' Choices among Alternative Foreign Stock Exchange Listings», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 1, n.º 1, Spring, págs. 55-87.
- BIENER, H. (1994): «Problems in International Harmonisation», *Management Accounting*, Vol. 68, n.º 2, págs. 28-31.
- BLAKE, J. (1990): «Problems in International Harmonisation», *Management Accounting*, Vol. 68, n.º 2, págs. 28-31.
- BÖCKEM, H. (2000): «The Political Dimension of Form 20-F. A German Perspective». Comunicación presentada al 23 Congreso Anual de la Asociación Europea de Contabilidad, Munich.
- BOUWMAN, M.J.; FRISHKOFF, P.A. y FRISHKOFF, P. (1987): «How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision», *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 12, n.º 1, págs. 1-29.
- BRETON, G. y TAFFLER, J. (1995): «Creative Accounting and Investment Analyst Response», *Accounting and Business Research*, Vol. 25, n.º 98, págs. 81-92.
- BROWN, P. y BALL, R. (1967): «Some Preliminary Findings on the Association between the Earnings of a Firm, Its Industry and the Economy», *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 1967, Suplement to Volume 5 of the *Journal of Accounting Research*, págs. 55-77.
- CAIRNS, D. (1994): «What is the future of Mutual Recognition of Financial Statements and Is Comparability Really Necessary?», *European Accounting Review*, Vol. 3, n.º 2, págs. 343-352.
- CAIRNS, D. (1988): *Survey of the Use and Application of I.A.S. 1998*. Preface. IASC, London.
- CAÑIBANO, L. y GINER, B. (1993): «Análisis de Estados Financieros: Una perspectiva Europea», *VII Congreso de AECA*, Vitoria, septiembre.

- CAPSTAFF, J. (1991): «Accounting Information and Investment Risk Perception in the UK», *Journal of International Management and Accounting*, Vol. 3, n.º 2, Summer, págs. 189-200.
- CAPSTAFF, J.; PAUDYAL, K. y REES, W. (1995): «The accuracy and rationality of earnings forecasts by UK analysts», *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, n.º 1, January, págs. 67-85.
- CAPSTAFF, J.; PAUDYAL, K. y REES, W. (1998): «Analysts' Forecasts of German Firms' Earnings: a Comparative Analysis», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 9, n.º 2, June, págs. 83-116.
- CHAN, K.C. y SEOW, G.S. (1996): «The Association between Stock Return and Foreign GAAP Earnings vs. Earning Adjusted to US GAAP», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 96, n.º 1, págs. 139-158.
- CHANG, L.S., MOST, K.S. y BRAIN, C.W. (1983): «The Utility of Annual Reports: An International Study», *Journal of International Business Studies*, Spring/Summer, págs. 63-84.
- CHARITOU, A.; CLUBB, C. y ANDREOU, A. (2000): «The Value Relevance of Earnings and Cash Flows: Empirical Evidence for Japan», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 11, n.º 1, Spring, págs. 1-22.
- CHOI, F.D.S (Ed) (1991): *Handbook of International Accounting*, John Wiley and Sons Inc.
- CHOI, F.D.S (1973): «Financial Disclosures in Relation to a Firm's Capital Costs», *Accounting and Business Research*, Autumn, págs. 282-292.
- CHOI, F.D.S (1989): «Economic Effects of Multinational Accounting Diversity», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 1, n.º 2, Summer, págs. 105-129.
- CHOI, F.D.S (1998): «Global Consequences of International Accounting Diversity», *Accounting and Business*, October, reproducido en la página web del IASC [http://www.iasc.org.uk/news/cen8\\_127.htm](http://www.iasc.org.uk/news/cen8_127.htm)
- CHOI, F.D.S.; HINO, H.; MIN, S.K.; NAM, S.O.; UJIE, J. y STONEHILL, A.I. (1983): «Analyzing Foreign Financial Statements: The Use and Misuse of International Ratio Analysis», *Journal of International Business Studies*, Spring/Summer, págs. 113-131.
- CHOI, F.D.S. y LEVICH, R.M. (1990): *Capital Market Effects of International Accounting Diversity*, Homewood, Ill., Dow Jones-Irwin.
- CHOI, F.D.S. y LEVICH, R.M. (1991 a): «International Accounting Diversity: Does it Affect Market Participants?», *Financial Analyst Journal*, July-August, págs. 73-82.
- CHOI, F.D.S. y LEVICH, R.M. (1991 b): «International Accounting Diversity and Capital Market Decisions». Incluido en CHOI, F.D.S (Ed) (1991): págs. 7; 1-27.
- CHOI, F.D.S. y MUELLER, G.G. (1984): *International Accounting*, Prentice Hall Inc., Englewood Cliff, New Jersey.
- COCHRANE, J.L. (1992): «Helping to Keep U.S. Capital Markets Competitive: Listing World-Class Non- U.S. Firms on U.S. Exchanges», *Journal of International Management and Accounting*, Vol. 4, n.º 2, Summer, págs. 165-170.
- COLLINS, D.W.; MAYDEW, E.L. y WEISS, I.S. (1997): «Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values over the Past Fourty Years», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, n.º 1, págs. 39-67.
- DAY, J. (1986): «The Use of Annual Reports by UK Investment Analysts», *Accounting and Business Research*, Autumn.
- DE BOS, A.; VERGOOSEN, R. y VERHOOFSTAD, B. (2000): «The Adoption of US GAAP in the European Union. Management Perceptions and Considerations». Comunicación presentada al 23 Congreso Anual de la Asociación Europea de Contabilidad, Munich.
- DEPOERS, F. (2000): «A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed Companies», *European Accounting Review*, Vol. 9, n.º 2, págs. 245-263.
- DYE, A.R. (1985): «Disclosure of Nonproprietary Information», *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, n.º 1, Spring, págs. 123-145.

- ELY, K.M. y MANDE, V. (1996): «The Interdependent Use of Earnings and Dividends in Financial Analysts' Earnings Forecasts», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, nº2, págs. 435-456.
- FALK, H. (1994): «International Accounting: A Quest for Research», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, nº 1-II, págs. 595-615.
- FLOWER, J. (1991): «Foreign Currency Translation». Incluido en NOBES, C. y PARKER, R. (1991), págs. 306-341.
- FLOWER, J. (1999): «El futuro de la armonización: El IASC versus el FASB», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Extraordinario nº100, págs. 475-485.
- FRANKEL, R. y LEE, C.M.C. (1999): *International Diversity and International Valuation*, May.
- FROST, C.A. y LANG, M.H. (1996): «Foreign Companies and U.S. Securities Markets: Financial Reporting Policy Issues and Suggestions for Research», *Accounting Horizons*, Vol. 10, nº 1, págs. 95-109.
- FULKERSON, C.L. y MEEK, G.K. (1998): «Analyst' Earning Forecast and the Value Relevance of 20F Reconciliations from Non-US GAAP», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol 9, págs. 1-15.
- GARCÍA BENAÚ, M.A. y MONTERREY MAYORAL, J. (1993): «La Revelación Voluntaria en las Compañías Españolas Cotizadas», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 74, enero-marzo, págs. 53-70.
- GARCÍA, D. y GARRIDO, J. (1999): «La liquidez de los valores domésticos se concentra más aún en Madrid», *Revista de la Bolsa de Madrid*, nº 76, págs. 11-17.
- GINER INCHAUSTI, B. (1995): *La Divulgación de Información Financiera: Una Investigación Empírica*, ICAC, Madrid.
- GINER INCHAUSTI, B. (1997): «The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Información Disclosed by Spanish Firms», *European Accounting Review*, Vol 6, nº 1, págs. 45-68.
- GINER INCHAUSTI, B. (1998): «Los Nuevos Retos De La Armonización Contable En Europa: La Armonización Contable Internacional», *Partida Doble*, nº 86, febrero, págs. 66-77.
- GLEASON, C.A. y LEE, C.M.C. (2000): *Characteristics of Price Informative Analyst Forecasts*, Preliminary Draft, January 10.
- GOELTZ, K.R. (1991): «International Accounting Harmonization: The Impossible (and Unnecessary?) Dream», *Accounting Horizons*, Vol. 5, nº 1, March, págs. 85-88.
- GOMES, L. y RAMASWAMY, K. (1999): «An Empirical Examination of the Form of the Relationship Between Multinationality and Performance», *Journal of International Business Studies*, Vol. 30, nº 1, págs. 173-188.
- GONZALO ANGULO, J.A. y TUA PEREDA, J. (1988): *Introducción a la Contabilidad Internacional*, Instituto de Planificación Contable, Madrid.
- GRAHAM, C.; POPE, P. y REES, W. (1992): «Measuring Conservatism: The Case of Published and DVFA Adjusted Earnings for German Firms», *Working Paper*. University of Strathclyde.
- GRAY, S.J. (1980): «The Impact of international Accounting Differences from a Security-Analysis Perspective: Some European Evidence», *Journal of Accounting Research*, Vol 18, nº 1, Spring, págs. 64-76.
- GRAY, S.J. (1988): «Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally», *ABACUS*, Vol. 24, págs. 1-15.
- HARRIS, T.S.; LANG, M. y MÖLLER, H.P. (1994): «The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis», *Journal of Accounting Research*, Vol 32, nº 2, Autumn, págs. 187-209.
- HASKINS, M.E.; KENNETH, R.F. y SELLING, T.I. (1996): *International Financial Reporting and Analysis. A Contextual Emphasis*, Irwin Inc., USA.
- HOLLAND, J. (1998): «Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency», *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, nº 1 y 2, January/March, págs. 29-68.
- HOLLAND, J. y STONER, G. (1996): «Dissemination of Price-Sensitive Information and Management of Voluntary Corporate Disclosure», *Accounting and Business Research*, Vol. 26, nº 4, págs. 295-313.

- HOPWOOD, A. (1989): *International Pressures for Accounting Change*, Prentice Hall, Great Britain.
- IASC (2000): *Statistics about national and cross-border financing transactions*. Disponible en [http://www.iasc.org.uk/frame/cen1\\_9.htm](http://www.iasc.org.uk/frame/cen1_9.htm).
- ICAEW (2000): *Prospective financial information: Challenging the assumptions. A discussion paper*, October.
- JOOS, P. (1997): «*The Stock Market Valuation of Earnings And Book Value Across International Accounting Systems*», Dissertation to fulfill the requirements for the degree of Doctor of Philosophy.
- JOOS, P. y LANG, M. (1994): «The effects of Accounting Diversity: Evidence from the European Union», *Journal of Accounting Research*, Vol 32, Supplement, págs. 141-168.
- JOOS, P. y WEETS, V. (2000): «The choice between IAS and US-GAAP by EASDAQ-companies». Comunicación presentada al 23 Congreso Anual de la Asociación Europea de Contabilidad (EAA), Marzo, Munich.
- KING, B. (1966): «Market and Industry Factors in Stock Price Behavior», *The Journal of Business*, XXXIX, January, Part II, págs. 151-152. Citado por BROWN, P. y BALL, R. (1967), pág. 55.
- LAÍNEZ GADEA, J. A. (1999): *Implicaciones de la diversidad contable en el análisis internacional de la empresa*. Ponencia presentada en la V Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable, ASEPUC, Cádiz, Octubre, 1999, págs. 115-173.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1993): «Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures», *Journal of accounting research*, Vol. 31, n.º 2, págs. 246-271.
- LANGENDIJK, M. H.; HAGMAN, M. y UNLY, Y. (2000): «The Optimal Degree of Multinationality». Comunicación presentada al 23 Congreso Anual de la Asociación Europea de Contabilidad, Munich.
- LARRÁN, M. y REES, B. (1999): *Técnicas, Recursos Informativos y Prácticas seguidas por los Analistas Financieros en España: Un Estudio Empírico*, Documento n.º 1, Instituto Español de Analistas Financieros.
- LARRÁN, M.; ABAD, C. y GARCÍA-BORBOLLA, A. (1999): «El Análisis de Estados Financieros: Objeto, Objetivos, Metodología y Definición», *Técnica Contable*, n.º 596 y 597, págs. 569-598 y 695-712.
- LEE, T. A. y TWEEDIE, D. P. (1981): *The Institutional Investor and Financial Information*, ICAEW, London.
- LEV, B. (1992): «Information Disclosure Strategy», *California Management Review*, Vol. 34, n.º 4, Summer, págs. 9-32.
- LEV, B. y THIAGARAJAN, R. (1993): «Fundamental Information Analysis», *Journal of Accounting Research*, Vol 31, n.º 2, Autumn, págs. 190-215.
- LEVITT, A. (1998): «The Importance of High Quality Accounting Standard», *Accounting Horizons*, Vol 12, n.º 1, March, págs. 79-82.
- LONGSTRETH, B. (1994): «Conference on International Capital Markets in a World of Accounting Differences», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 5, n.º 1, February, págs. 90-95.
- MARSTON, C. (1996): *INVESTOR RELATIONS: MEETING THE ANALYSTS*, Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS), Glasgow.
- MARSTON, C. (1999): *INVESTOR RELATIONS MEETINGS: Views of Companies, Institutional Investors and Analysts*, Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS), Glasgow.
- MARTÍNEZ ARIAS, R. (1999): *El análisis multivariante en la investigación científica*, Cuadernos de Estadística, Ed. La Muralla, Hespérides, Madrid.
- MCGREGOR, W. (1999): «An insider's View of the Current State and Future Direction of International Accounting Standard Setting», *Accounting Horizons*, Vol. 13, n.º 2, June, págs. 159-168.
- MCLEAY, S. (1988): «International Financial Analysis». Incluido en NOBES, C y PARKER, R. (1988), págs. 124-160.
- MCLEAY, S.J. y FIELDSEND, S. (1987): «Sector and Size Effects in Ratio Analysis –An Indirect Test of Ratio Proportionality», *Accounting and Business Research*, Spring, págs. 133-140.

- MCLEAY, S.; NEAL, D. y TOLLINGTON, T. (1999): «International Standardisation and Harmonisation: a New Measurement Technique», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 10, n.º 1, Spring, págs. 42-70.
- MCQUEEN, P. D. (1993): «The Information Content of Foreign and US GAAP Earning in SEC form 20F», *Working Paper, New York University*.
- MEEK, G.K. y GRAY, S.J. (1989): «Globalization of Stock Markets and Foreign Listings Requirements: Voluntary Disclosures by Continental European Companies Listed on the London Stock Exchange», *Journal of International Business Studies*, Vol. 20, n.º 2, Summer, págs. 315-336.
- MILES, S. y NOBES, C. (1998): «The use of foreign accounting data in U.K. Financial Institutions», *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, n.º 3 y 4, págs. 309-328.
- MOIZER, P., y ARNOLD, J. (1984): «Share Appraisal by Investment Analysts-Portfolio vs. Non-portfolio Managers», *Accounting and Business Research*, Autumn, págs. 341-348.
- MONTERREY MAYORAL, J. y SÁNCHEZ SEGURA, A. (1994): «La anomalía Resultado- Precio y el Mercado de Capitales: Implicaciones para el Análisis de Estados Financieros», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 80, Julio-Septiembre, págs. 761-791.
- MORGAN STANLEY DEAN WITTER (1999): «How We Value Stock», *Euroletter*, September 15, págs. 1-24.
- MUELLER, G.G. (1965): «The international significance of financial statements», *Illinois CPA*, Spring, págs. 1-10. Citado por MEEK, G.K. y SAUDAGARAN, S.M. (1990): «A Survey of Research on Financial Reporting in a Transnational Context», *Journal of Accounting Literature*, Vol. 9, pág. 162.
- MUELLER, G.G. (1968): «Accounting Principles Generally Accepted in the United States Versus Those Generally Accepted Elsewhere», *International Journal of Accounting, Education and Research*, Vol. 3, n.º 2, Spring, págs. 91-103.
- MUELLER, G.G.; GERON, H. y MEEK, G.K. (1999): *CONTABILIDAD Una Perspectiva Internacional*, Cuarta Edición, Irwin McGraw-Hill, México.
- NOBES, C. (1989): *Interpreting European Financial Statements: Towards 1992*, Butterworths, Great Britain.
- NOBES, C y PARKER, R. (1988): *Issues in International Accounting*, Philip Allan, Oxford.
- NOBES, C y PARKER, R. (1991) *Comparative International Accounting*, Prentice Hall, Great Britain.
- OLBERT, L. (1994): «Stock Valuation Methods of Financial Analyst in a stock market in Sweden, with comparison to the U.S.», *International Journal of Accounting*, Vol 29, n.º 2, págs. 123-135.
- OU, J. y PENMAN, S.H. (1989): « Financial Statement Analysis and the Prediction of Stocks Returns», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, págs. 295-329.
- PERERA, M.H.B. (1989): «Towards a Framework to Analyze the Impact of Culture on Accounting», *The International Journal of Accounting*, Vol 24, n.º 1, págs. 42-56.
- PIKE, P.; MEERJANSSEN, J., y CHADWICK, L. (1993): «The Apraisal of Ordinary Shares by Investment Analysis in U.K. and Germany», *Accounting and Business Research*, Vol 23, n.º 92, págs. 489-499.
- POPE, P.F. y REES, W.P. (1993): «International Differences in GAAP and the Pricing of Earnings», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Autumn, págs. 190-219.
- RADEBAUGH, L.H. y GRAY, S.J. (1997): *International Accounting and Multinational Enterprise*, John Wiley and Sons, New York.
- REES, L.L. (1995): «The Information Contained in Reconciliations to Earnings Based on US Accounting Principles by Non-US Companies», *Accounting and Business Research*, Vol 25, n.º 100, págs. 301-310.
- REES, L.L. (1996): «A Comparison of Investor'Abilities to Assimilate US GAAP Disclosures», *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 15, págs. 271-287.

- REES, W.P.; POPE, P. y GRAHAM, C. (1992): «The Information Content of German Analyst' Adjustment to Published Earnings», *Working Paper, University of Strathclyde*.
- REES, W.P. (1999): «A Valuation Based Test of Accounting Differences in Europe», Paper presented 22<sup>nd</sup> Annual Conference of The European Accounting Association, Bourdeaux.
- RIPPINGTON, F. A. y TAFFLER, R. J. (1995): «The Information content of firm financial disclosures», *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, n.º 3, April, págs. 345-362.
- RIVERO TORRE, P.; MARTÍNEZ DEL BARRIO, I. y CABELLOS VELASCO, M. (1998): «El Análisis basado en la Información Contable Consolidada. Una visión Internacional». Incluido en *La Contabilidad en el siglo XXI. Volumen Extraordinario L Aniversario de la Revista Técnica Contable* (Ed.), Madrid, págs. 113-132.
- ROACH, N. (1996): «Global Accounting Standards: An Investor's View», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 7, n.º 1, Spring, págs. 74-81.
- ROBERTS, C.B. y SALTER, S.B. (1999): «Attitudes towards Uniform Accounting: Cultural or Economic Phenomena?», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 10, n.º 2, Summer, págs. 121-142.
- RODRÍGUEZ LAGO, J. (1993): «El Análisis de Estados Financieros desde una perspectiva Internacional». Comunicación presentada al V Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad, Sevilla.
- SÁNCHEZ, M.J. (2000): «Las relaciones con Inversores», *Revista de la Bolsa de Madrid*, n.º 87, págs. 28-31.
- SÁNCHEZ, M.J., GARCÍA, D. y GARRIDO, J. (1999): «La posesión de acciones en Europa», *Revista de la Bolsa de Madrid*, n.º 76, págs. 4-10.
- SCHUETZE, W.P. (1994): «What Is The Future Of Mutual Recognition Of Financial Statements And Is Comparability Really Necessary?», *European Accounting Review*, Vol 3, n.º 2, págs. 330-334.
- SELVA, M. (1995): «The Association Between Accounting Determined Risk Measures and Analysts' Risk Perceptions in a Medium-Sized Stock Market», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 6, n.º 3, Winter, págs. 207-229.
- SLOMP, S. (1991): «Should equivalence be postponed?», *Accountancy*, December, pág. 34.
- SPEIDELL, L.S. y BAVISHI, V.B. (1992): «GAAP Arbitrage: Valuation Opportunities in International Accounting Standards», *Financial Analyst Journal*, November-December, págs. 58-66.
- TAILOR, M. (1996): «Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practices», *Accounting Horizons*, Vol. 10, n.º 1, págs. 18-37.
- TODD, R. y SHERMAN, R. (1991): «International Financial Statement Analysis». Incluido en Choi (Ed) (1991), págs. 9.1-9.40.
- TURNER, J. L. (1997): «The Impact of Materiality Decisions on Financial Ratios: A Computer Simulation», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 12, n.º 2, Spring, págs. 125-147.
- U.S. ENVIRONMENTAL PROTECTION AGENCY (2000): *Green Dividends? The relationship between firms' environmental performance and financial performance*, Washington, May.
- VAN HULLE, K. (1999): «Una nueva estrategia contable para Europa (1)», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Extraordinario n.º 100, págs. 461-473.
- VERRECCHIA, R. (1983): «Discretionary Disclosure», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, n.º 3, págs. 179-194.
- VERGOOSEN, R. (1993): «The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analyst in Netherlands», *European Accounting Review*, September, págs. 219-244.
- VERGOOSEN, R. (1997): «Changes in Accounting Policies and Investment analysts' fixation on accounting figures», *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 22, n.º 6, págs. 589-607.
- ZEFF, S. (1998): «The coming confrontation on International Accounting Standards», *Irish Accounting Review*, Vol. 5, n.º 2, págs. 89-117.

**ANEXO I. NORMATIVA APLICABLE A LOS ESTADOS CONTABLES DEPOSITADOS EN LOS MERCADOS DE VALORES**

Países	Bolsas de valores	Empresas extranjeras		Empresas nacionales
		Con reconciliación	Sin reconciliación	
ALEMANIA	Bolsa alemana Bolsa de Frankfurt Bolsa de Baviera Bolsa de Stuttgart	No	Pueden seguir para estados consolidados NIC, US, o UK GAAP	Pueden seguir para estados consolidados normas domésticas, NIC, US, o UK GAAP
ARGENTINA	Bolsa de Buenos Aires	Sí, se debe reconciliar a NIC o normas nacionales	No	No
AUSTRALIA	Bolsa de Australia	No	Pueden presentar directamente según NIC	No
AUSTRIA	Bolsa de Viena	No	Para el 2001 tanto empresas extranjeras como nacionales pueden elegir entre presentar directamente según NIC o según US GAAP	
BANGLADESH	Bolsa de Chittagong	No	Sí, cuando se presenta la información según NIC	Sí, pueden presentar directamente según NIC
BÉLGICA	Bolsa de Bruselas	No	Sí, cuando se presenta la información según NIC	Sólo las empresas domésticas con operaciones significativas en el extranjero o con fuentes de financiación extranjeras pueden elaborar los estados consolidados según NIC
BRASIL	Bolsa de Río de Janeiro Bolsa de Sao Paulo	No	No	No
CANADÁ	Bolsa de Montreal	Sí, pueden elaborar los estados según NIC, US, UK o Australian GAAP, pero deben reconciliar a Canadian GAAP	No	No
	Bolsa de Toronto Bolsa de Alberta	No	No	No
	Bolsa de Vancouver	Sí, pueden seguir normas nacionales reconciliándolas a Canadian GAAP	No	No
CHILE	Bolsa de Santiago	Sí, pueden elaborar los estados según principios domésticos reconciliando a normas chilenas	No	No

Países	Bolsas de valores	Empresas extranjeras		Empresas nacionales
		Con reconciliación	Sin reconciliación	
CHINA	Bolsa de Shanghai Bolsa de Shenzen	No	Sí, depende del tipo de compañía pero pueden elaborar de acuerdo con NIC	No
CHIPRE	Bolsa de Chipre	No	Todas las compañías incluyendo a las domésticas deben seguir NIC	
COREA	Bolsa de Corea	Sí, si elaboran la información financiera según NIC o normas domésticas deben reconciliar a principios coreanos	No	No
CROACIA	Bolsa de Zagreb	No	Todas las compañías incluyendo a las domésticas deben seguir NIC	
DINAMARCA	Bolsa de Copenhague	Sí, tienen que reconciliar a normas danesas si han elaborado la información según estándares domésticos	Sí, si las normas nacionales permiten la elaboración de estados según NIC, US ó UK GAAP pueden presentar sin reconciliación	Sí, pueden usar NIC, US, o UK GAAP con reconciliación a los estándares daneses
EGIPTO	Bolsa de El Cairo	No	Sí, cuando presentan información según NIC	No
ESLOVAQUIA	Bolsa de Bratislava	No	Sí, cuando las empresas extranjeras han seguido NIC	No
ESLOVENIA	Bolsa de Ljubljana	No	Todas las empresas pueden seguir NIC, US, o UK GAAP sin necesidad de reconciliar a normas domésticas	
ESPAÑA	Bolsa de Madrid Bolsa de Barcelona Bolsa de Bilbao Bolsa de Valencia	Sí, aquellas empresas que no pertenezcan a la Unión Europea deben reconciliar a normas españolas	En países de la Unión Europea opera el reconocimiento mutuo, se pueden presentar estados según normas domésticas sin necesidad de reconciliar a normas españolas	No
ESTADOS UNIDOS	Bolsa de Nueva York NASDAQ Bolsa Americana Bolsa de Arizona Bolsa de Boston Bolsa de Chicago Bolsa del Pacífico Bolsa de Filadelfia	Sí, si no se han usado US GAAP se debe reconciliar según los requerimientos establecidos por la US-SEC	No	No

Países	Bolsas de valores	Empresas extranjeras		Empresas nacionales
		Con reconciliación	Sin reconciliación	
ESTONIA	Bolsa de Tallinn	No	Todas las compañías incluyendo a las domésticas deben seguir NIC	
EUROPA	Bolsa de EAS-DAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation)	No	Todas las compañías incluyendo a las domésticas deben seguir NIC	
FINLANDIA	Bolsa de Helsinki	Sí, las compañías que elaboren estados según normas domésticas deben reconciliar a NIC, US o UK GAAP	No	Sí, cuando más de la mitad del capital está en propiedad de extranjeros o si la empresa cotiza en algún país fuera del Área Económica Europea pero perteneciente a la OCDE puede presentar según NIC pero con reconciliación a principios finlandeses
FRANCIA	Bolsa de París	No	Todas las compañías incluyendo a las domésticas pueden elaborar estados consolidados según NIC, pero una vez que sean aprobadas por la Comisión de Operaciones de Bolsa (presumiblemente antes de que concluya 1999)	
HOLANDA	Bolsa de Amsterdam	No	Pueden seguir NIC o US GAAP sin reconciliación	Pueden seguir NIC, US o UK GAAP sin reconciliación
HONG KONG	Bolsa de Hong Kong	Sí, en el caso en el que se sigan NIC se deben reconciliar a normativa doméstica	No	No
HUNGRÍA	Bolsa de Budapest	No	Empresas grandes ya sean foráneas o domésticas con actividades en el extranjero pueden seguir NIC	
INDONESIA	Bolsa de Yakarta	No	No	No
ISLAS CAIMÁN	Bolsa de las Islas Caimán	No	Sí, no es necesaria la reconciliación cuando se han usado NIC, US, Canadian, UK GAAP, o cualquier otra norma que se acepte en la Bolsa	
IRÁN	Bolsa de Teherán	No	No	No
ISRAEL	Bolsa de Tel Aviv	No	No	No
ITALIA	Bolsa de Roma	No	Empresas foráneas y domésticas pueden seguir NIC para estados consolidados	
JAMAICA	Bolsa de Jamaica	No	No	No

Países	Bolsas de valores	Empresas extranjeras		Empresas nacionales
		Con reconciliación	Sin reconciliación	
JAPÓN	Bolsa de Tokio	No	Sí, pueden seguir NIC cuando las han usado en su país o en otro por motivos de cotización, y si no con el permiso del Ministerio de Finanzas	No
JORDANIA	Bolsa de Ammán	No	Todas las empresas, foráneas o domésticas deben seguir NIC	
KAZAJSTAN	Bolsa de Kazajstan	No	No	No
KIRGUIZISTÁN	Bolsa de Kirguizistán	No	No	No
LETONIA	Bolsa de Riga	No	Todas las empresas, foráneas o domésticas deben seguir NIC	
LITUANIA	Bolsa de Lituania	No	Todas las empresas, foráneas o domésticas deben seguir NIC	
LUXEMBURGO	Bolsa de Luxemburgo	Sí, cuando los estados se han elaborado según normas domésticas se deben reconciliar a NIC	Sí, cuando se han seguido NIC, US o UK GAAP	No
MACEDONIA	Bolsa de Macedonia	No	Todas las empresas, foráneas o domésticas deben seguir NIC	
MALAYSIA	Bolsa de Kuala Lumpur	No	Sí, pueden elegir entre normas domésticas o NIC	No
MALTA	Bolsa de Malta	No	Sí, cuando se han seguido NIC no es necesario reconciliar	No
MÉXICO	Bolsa de México	No	No	No
NORUEGA	Bolsa de Oslo	No	Pueden seguir NIC, US, UK GAAP sin necesidad de reconciliación	No
NUEVA ZELANDA	Bolsa de Nueva Zelanda	No	Pueden seguir NIC, US, UK GAAP sin necesidad de reconciliación	No
PAKISTÁN	Bolsa de Karachi Bolsa de Lahore	No	Todas las empresas, foráneas o domésticas deben seguir NIC	
PERÚ	Bolsa de Lima	Sí, los estados elaborados según normas domésticas se deben reconciliar a NIC	No	Sí, las empresas domésticas tienen que seguir NIC

Países	Bolsas de valores	Empresas extranjeras		Empresas nacionales
		Con reconciliación	Sin reconciliación	
POLONIA	Bolsa de Varsovia	Sí, los estados elaborados según NIC o US GAAP se tienen que reconciliar a normas polacas	No	Sí, las empresas domésticas tienen que seguir las propias normas, pero si negocian en mercados extranjeros tienen que reconciliar a NIC o US GAAP
REINO UNIDO	Bolsa de Londres	Sí, si se han elaborado estados financieros de acuerdo con la normativa del país de origen, hay que reconciliar a UK GAAP	Sí, si se han seguido NIC, US o UK GAAP	No
RUMANÍA	Bolsa de Bucarest	No	No	No
SINGAPUR	Bolsa de Singapur	Sí, si se siguen US GAAP es necesaria la reconciliación a principios y normas domésticas	Sí, se pueden seguir NIC sin necesidad de reconciliación	No
SRI LANKA	Bolsa de Colombo	No	Las normas del país se derivan de las NIC, por lo que salvo con algunas pequeñas diferencias cumplimentando NIC se adecuan los estados financieros también a la normativa local	
SUDÁFRICA	BOLSA DE JOHANNESBURG	No	Todas las compañías pueden elegir entre normas propias o NIC, ya que el cumplimiento de las primeras conlleva el cumplimiento de las NIC	
SUECIA	Bolsa de Estocolmo	No	Sí, las empresas extranjeras pueden seguir NIC	No
SUIZA	Bolsa Suiza	Sí, cuando las empresas extranjeras presentan sus estados según normas propias tienen que reconciliar a principios suizos	Sí, no es necesaria la reconciliación cuando se han seguido NIC, tanto para empresas extranjeras como domésticas	
THAILANDIA	Bolsa de Tailandia	No	Sí, se pueden seguir normas tailandesas, NIC o US GAAP alternativamente	Las empresas domésticas pueden elegir entre normas tailandesas o NIC en aquellos casos en los que no existe normativa tailandesa
TAIWAN	Bolsa de Taiwan	Sí, cuando las empresas extranjeras presentan sus estados según normas propias tienen que reconciliar a principios vigentes en Taiwan	No	No

Países	Bolsas de valores	Empresas extranjeras		Empresas nacionales
		Con reconciliación	Sin reconciliación	
TURQUÍA	Bolsa de Estambul	No	Sí, las empresas extranjeras pueden seguir NIC sin reconciliación	No
UZBEKISTÁN	Bolsa de Tashkent	No	Sí, las empresas extranjeras tienen que seguir US GAAP	No
UCRANIA	Bolsa de Ucrania	No	Sí, las empresas extranjeras pueden seguir NIC sin reconciliación	No
ZIMBABWE	Bolsa de Zimbabwe	No	El cumplimiento de las normas en Zimbabwe implica el cumplimiento de las NIC, ya que se han adoptado en su totalidad	

FUENTE: *Elaboración propia a partir de* [http://www.iasc.org.uk/frame/cen1\\_10.htm](http://www.iasc.org.uk/frame/cen1_10.htm)