

<b>CONTABILIDAD</b>	<b>EL FENÓMENO «PRICES LEADING EARNINGS» Y SU RELACIÓN CON LAS CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA CONTABLE: ANTECEDENTES Y PERSPECTIVAS DE INVESTIGACIÓN FUTURAS</b>	<b>Núm. 55/2001</b>
---------------------	---	-------------------------

**CARMELO REVERTE MAYA**

*Profesor Titular de la Universidad Politécnica de Cartagena*

**Extracto:**

EN el presente trabajo realizamos un análisis de una de las áreas más importantes en la actualidad dentro de la investigación orientada al mercado de capitales, cual es la relativa al fenómeno de anticipación de los precios de mercado a la información contenida en el resultado (conocido en la literatura anglosajona como «prices leading earnings»). Asimismo, señalamos los vínculos existentes entre esta línea de investigación y las características del sistema contable. En este sentido, ponemos de manifiesto que la contabilidad a coste histórico, con su énfasis en el conservadurismo, objetividad y convenciones de reconocimiento de ingresos, presenta una capacidad limitada para reflejar las expectativas del mercado sobre los resultados futuros de la empresa. Dichas características originan que el mercado capte determinados eventos que se reflejarán en el resultado contable algunos períodos más tarde. Esta capacidad predictiva de los precios de mercado sugiere que los modelos de predicción de resultados estarían mejor especificados si se combinase información contable e información sobre precios de mercado en un mismo modelo predictivo. De esta forma se podría paliar la insuficiencia del sistema contable en captar de una forma oportuna información relevante para la evaluación de los resultados futuros de la empresa.

---

## Sumario:

---

1. Introducción.
2. Implicaciones de las características del sistema contable sobre la valoración del resultado por parte del mercado de capitales.
3. Antecedentes y metodología empleada.
4. Análisis de la situación actual y perspectivas de investigación futuras.
5. Conclusiones.

Bibliografía.

## 1. INTRODUCCIÓN

Con la denominación anglosajona «*prices leading earnings*» se designa el fenómeno según el cual los acontecimientos relevantes desde el punto de vista del valor de la empresa son captados en los precios de sus acciones con anterioridad al momento en que dichos acontecimientos se reflejan en su cifra de resultados. En otras palabras, los precios van por delante de los resultados en la captación de tales acontecimientos (lo que explica la denominación anglosajona de este fenómeno). El reconocimiento de que los precios tienen capacidad predictiva sobre los futuros resultados de la empresa supone admitir, por consiguiente, que el mercado anticipa parte de la información incluida en la cifra de resultados. La razón fundamental de esta anticipación se deriva de las convenciones que subyacen en los principios contables generalmente aceptados, tales como la fiabilidad, verificabilidad, objetividad e identificabilidad de la información emanada de las cuentas anuales. La aplicación conjunta de tales convenciones tiende a retrasar el reconocimiento en dichas cuentas de los hechos económicos cuando existe incertidumbre sobre la realización de los flujos de caja asociados a los mismos o bien sobre su forma de cuantificación <sup>1</sup>.

El objetivo del presente trabajo es analizar los orígenes de la línea de investigación sobre el fenómeno «*prices leading earnings*», señalando sus vínculos con las características del sistema contable. Asimismo, ofrecemos un análisis de la situación actual en esta área, indicando las que, a nuestro juicio, constituyen las líneas de investigación con un futuro más prometedor por delante.

La estructura del trabajo es la siguiente. En el apartado segundo señalamos las implicaciones de las características del sistema contable sobre la valoración por parte del mercado de capitales del resultado contable. En el tercer apartado indicamos los antecedentes de esta línea de investigación así como la metodología empleada para contrastar este fenómeno. En el apartado cuarto ofrecemos un repaso de la situación actual en esta área, así como de las perspectivas futuras a las que se enfrenta. Por último, señalamos las principales conclusiones de nuestro estudio.

---

<sup>1</sup> A este retraso se le denomina en la literatura anglosajona «*accounting recognition lag*».

## 2. IMPLICACIONES DE LAS CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA CONTABLE SOBRE LA VALORACIÓN DEL RESULTADO POR PARTE DEL MERCADO DE CAPITALES

El énfasis en la fiabilidad de la información económico-financiera ha sido uno de los hechos que ha caracterizado el desarrollo de los sistemas contables a lo largo del tiempo, fundamentalmente en la Europa continental. La forma habitual de velar por el cumplimiento de este requisito por parte de los reguladores ha sido mediante el conservadurismo contable, cuyo máxima expresión en el marco de los principios contables es el principio de prudencia valorativa. BALL *et al.* (2000:2) definen el conservadurismo como «el grado en que el resultado del período incorpora asimétricamente las pérdidas económicas en relación a las ganancias económicas». Esto, indudablemente, va en contra de la necesaria neutralidad de la información (entendida como el grado en que la información no está sesgada hacia un resultado predeterminado), ya que dicho conservadurismo tiende a infravalorar la cifra de resultados y de activo. No obstante, el rol crucial del conservadurismo en la elaboración de las normas contables ha venido justificado, en gran medida, por la necesidad de limitar la libertad de actuación de los gerentes que puede ir, en ocasiones, en contra de los intereses de los acreedores de la firma. WATTS (1993) señala, en este sentido, dos grandes causas que justifican el conservadurismo contable: una proveniente del proceso contractual y otra derivada del proceso regulador. En el primer caso, el conservadurismo surge por la existencia de una asimetría de información entre la gerencia y los distintos grupos con intereses en la firma como un instrumento para contrarrestar el posible deseo de los gerentes en anticipar los beneficios y diferir las pérdidas (p.ej., como consecuencia de planes de compensación basados en el resultado). En el segundo caso, la creciente responsabilidad derivada de la regulación conlleva que los gerentes y auditores sean proclives a utilizar prácticas contables conservadoras. En palabras de WATTS (1993:8), «los pleitos de los compradores (de títulos) contra los auditores exceden a los de los vendedores en una proporción de 13 a 1, proporcionando fuertes incentivos para reducir el resultado y el valor de los activos y aumentar el pasivo que aparece reflejado en los estados financieros».

Sin embargo, en los últimos tiempos el énfasis está cambiando desde la preeminencia del requisito de fiabilidad de la información contable (ligado estrechamente al conservadurismo) hacia la relevancia de dicha información (característica de los sistemas contables anglosajones), entendida como su utilidad para la toma de decisiones por parte de los agentes económicos con intereses en la empresa. Un concepto íntimamente ligado al de relevancia es el de oportunidad del resultado (concepto que, en la literatura anglosajona, se conoce como *earnings timeliness*). BALL *et al.* (2000:2) definen dicha oportunidad como «el grado en que la cifra de resultados del período incorpora el resultado económico de dicho período, siendo el subrogado de este último el cambio en el valor de mercado de los recursos propios de la empresa». Por tanto, el resultado es oportuno cuando refleja completamente la información que ha sido incorporada por el mercado a la hora de valorar las acciones de la empresa. Si se considera que los precios de los títulos reflejan en todo momento el valor económico de los activos de la compañía, entonces los precios de mercado pueden utilizarse como marco de referencia para evaluar la relevancia del sistema contable. De esta manera, una forma de aproximar el concepto de resultado económico del ejercicio (HICKS, 1946) sería a través del cambio en el valor de mercado de las acciones de la empresa de un año a otro (ajustado por los dividendos y las aportaciones de capital durante el año). Por tanto, el grado de asociación entre el cambio en el valor

económico de la empresa tal y como es percibido por el mercado (es decir, el cambio en el valor de mercado de las acciones o rentabilidad) y el cambio en el valor contable de la empresa (medido por la cifra de resultados del período) sería un indicador del grado de relevancia de dicho sistema.

Si estamos interesados en determinar el grado en que la cifra de resultados, además de ser relevante es oportuna, incluiríamos los cambios pasados en los precios de las acciones con el fin de verificar si el mercado ya captó con anterioridad información que se verá reflejada más tarde en el sistema contable. Es decir, los precios no sólo reflejan aquella información que ha sido procesada a través del sistema contable sino otra información que, por no cumplir los requisitos de reconocimiento contable, no ha sido aún reflejada en dicho sistema. Como señalan KOTHARI y SLOAN (1992:146), «el conservadurismo, objetividad, verificabilidad y otras convenciones que subyacen en los principios de contabilidad generalmente aceptados limitan la capacidad del resultado contable para reflejar contemporáneamente la revisión del mercado sobre las expectativas de flujos de caja futuros». Ello no resulta difícil de aceptar si tenemos en cuenta que los precios de mercado captan todo tipo de información, mientras que «la contabilidad a coste histórico, con su énfasis en el conservadurismo, objetividad y convenciones de reconocimiento de ingresos, tiene una capacidad limitada para reflejar las expectativas del mercado sobre futuros beneficios» (KOTHARI y ZIMMERMAN, 1995:160). Por ejemplo, los precios pueden captar las perspectivas de inversiones futuras de la empresa antes de que éstas se materialicen así como las perspectivas de crecimiento de la firma.

Además de captar futuros acontecimientos que todavía no han sido considerados en la cifra de resultados del período, los precios pueden captar otro tipo de eventos que ya han acaecido pero que todavía no han afectado de forma inmediata a dicha cifra. Ello viene motivado por el énfasis en la fiabilidad y verificabilidad de la información, que lleva en algunos casos a un reconocimiento retardado de las «buenas noticias». Un ejemplo de esto es el reconocimiento retardado de los incrementos no realizados en el valor de los activos, mientras que las pérdidas no realizadas en dicho valor se reconocen inmediatamente en el resultado del ejercicio. En cambio, es bastante probable que el mercado refleje el citado incremento de valor con independencia de su registro en el sistema contable.

Otro ejemplo señalado habitualmente como causante del fenómeno «*prices leading earnings*» es el reconocimiento contable de la inversión en intangibles (I+D, publicidad, márketing, formación del personal, etc.). Por aplicación del principio de prudencia, este tipo de inversiones se consideran generalmente como gasto del ejercicio en el que se acometen, mientras que los ingresos derivados de las mismas se reflejan únicamente cuando se materializan en el futuro (p.ej., a través de aumentos en la cifra de ventas). Dado que los precios de los títulos reflejan el valor actual neto de la inversión de capital en el momento en que ésta se produce, éstos descuentan ya las expectativas de obtención de flujos netos de caja en el futuro derivados de dicha inversión, lo que origina que los precios tengan capacidad predictiva sobre los resultados futuros de la empresa.

El hecho de que determinadas inversiones intangibles susceptibles de generar beneficios en el futuro se reconozcan como gasto del ejercicio en lugar de proceder a su capitalización es una de las causas de que el *ratio* valor de mercado/valor contable de los recursos propios (conocido comúnmente como *price-to-book* o *market-to-book ratio*) sea mayor que uno, lo que equivale a decir que

el mercado valora algo no reconocido contablemente en los activos de los balances. En palabras de CAÑIBANO *et al.* (1999:20), «una manifestación clara de la pérdida de relevancia de la información contable es la creciente diferencia existente entre el valor de mercado de las empresas y el valor contable de sus recursos propios en la mayoría de los países». Así, LEV y SOUGIANNIS (1999) documentan que las empresas norteamericanas con un alto *ratio* valor de mercado/valor en libros tienen un fuerte inversión de capital en I+D, mientras que las que presentan un valor bajo para dicho *ratio* tienen una baja inversión en I+D. Esto, según los autores, revela que la diferencia entre el valor de mercado y el valor en libros refleja el valor actual de los resultados anormales futuros que serán generados por la inversión en I+D. Más recientemente y en el contexto español, CAÑIBANO *et al.* (2000), utilizando una muestra de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1996, evidencian empíricamente que, por término medio, el mercado de capitales español valora a las empresas por encima de sus valores contables. Asimismo, aportan evidencia de que las inversiones en intangibles son relevantes para los inversores, ya que el *ratio* valor de mercado/valor contable de los recursos propios es más grande cuanto mayor es el nivel tecnológico de las empresas, al ser en los sectores de alta tecnología donde la inversión en intangibles adquiere una mayor importancia cuantitativa. En esta misma línea, COLLINS *et al.* (1997) atribuyen, entre otras razones, la pérdida de relevancia del resultado contable para la explicación del precio de las acciones de las empresas norteamericanas durante el período 1953-1993 a la falta de reconocimiento de los intangibles en el balance de las empresas. Por otro lado, AMIR y LEV (1996) muestran, para el caso de la industria de la telefonía celular, que las variables contables más importantes (resultado, neto y flujos de caja) no son estadísticamente significativas para la explicación de los precios de mercado cuando se consideran de forma aislada en los modelos. En cambio, variables no financieras como el índice de penetración en el mercado o el número total de consumidores potenciales sí que son altamente relevantes para la valoración de las empresas pertenecientes a este sector.

Por tanto, la falta de reconocimiento de los intangibles está llevando a una pérdida de capacidad informativa del modelo contable tradicional, fundamentalmente en las empresas que realizan fuertes inversiones en tecnología. Así, como señalan CAÑIBANO *et al.* (1999:47) haciendo referencia a este tipo de empresas, «la incapacidad del modelo contable actual para reflejar correctamente el impacto de los intangibles en la situación presente y futura de la empresa implica que los estados contables son incapaces de reflejar la imagen fiel (verdadera y justa) de la posición financiera de la empresa. Por tanto, la información contable no es ni relevante ni comparable y, con toda probabilidad, no permite a sus usuarios estimar el valor de la compañía de cara a adoptar decisiones eficientes de asignación de recursos».

### 3. ANTECEDENTES Y METODOLOGÍA EMPLEADA

La línea de investigación sobre el fenómeno «*prices leading earnings*» surgió a principios de la década de los ochenta dentro de la denominada investigación basada en el mercado por la necesidad de buscar una explicación a las bajas correlaciones estadísticas obtenidas en los estudios que analizaban la relación entre las rentabilidades de las acciones y las cifras de resultados (en torno al 5%, como

apunta LEV, 1989). No obstante, ya a finales de los sesenta, en el trabajo seminal de BALL y BROWN (1968) se apuntaba que una de las posibles causas de que una parte sustancial de la reacción del mercado al anuncio de la cifra de resultados ya hubiera tenido lugar mucho antes de dicho anuncio podría venir motivada porque el mercado anticipara parte de la información contenida en la mencionada cifra.

Si el mercado percibe como relevante sólo una parte del resultado del ejercicio, entonces en el contexto de la regresión tradicional precios-resultado contable se produciría una medición errónea de la variable independiente, con el consiguiente sesgo en su coeficiente. Para evitar dicho sesgo, el fenómeno «*prices leading earnings*» ha sido contrastado mediante la denominada «regresión invertida» (conocida en la literatura anglosajona como «*reverse regression*»). Bajo esta metodología, en vez de tomar como variable dependiente la rentabilidad de la acción y como variable independiente el resultado del ejercicio, se utiliza dicho resultado como variable dependiente, mientras que las variables explicativas son los cambios en precios del período actual y de períodos anteriores.

Las ventajas derivadas de utilizar esta metodología son las siguientes:

- Al poderse añadir como variables explicativas los retornos no sólo del período actual sino de períodos pasados se puede verificar el requisito de oportunidad de la información contable (y, más concretamente, del resultado del ejercicio). Dicha oportunidad puede analizarse viendo si los coeficientes de los retornos de períodos pasados son estadísticamente significativos. Si lo son, ello revelaría que el mercado capta información relevante que se verá reflejada posteriormente en el resultado contable.
- En términos estrictamente econométricos, los coeficientes del modelo no están sesgados, dado que el error de medición en el resultado (es decir, la porción del mismo que no afecta a los precios) se refleja en la perturbación aleatoria del modelo. En cambio, como señalamos anteriormente, cuando se efectúa la regresión tradicional precios-resultado se produce un error de medición en la variable independiente, originando un sesgo en el coeficiente asociado al resultado.

El primer ejemplo de aplicación rigurosa de esta metodología de «regresión invertida» puede verse en el trabajo de BEAVER *et al.* (1987)<sup>2</sup>. En concreto, estos autores estiman el siguiente modelo:

$$(X_{it}/X_{t-1}) = \beta_0 + \beta_1 (P_{it}/P_{it-1}) + \beta_2 (P_{it-1}/P_{it-2}) + e_t$$

<sup>2</sup> No obstante, existe un antecedente de aplicación de esta metodología en el trabajo de BEAVER *et al.* (1980). En concreto, estos autores estiman el siguiente modelo:

$$(X_{it+1}/X_t) = \beta_0 + \beta_1 [(P_{it} + d_{it})/P_{it-1}] + e_t$$

donde  $Dx_{it}$  es el cambio anual en el resultado contable de la empresa  $i$ ,  $P_{it}$  es el cambio anual en el precio de la acción de la empresa  $i$  y  $d_{it}$  son los dividendos pagados por la empresa  $i$  a lo largo del año  $t$ . La estimación de este modelo muestra que el coeficiente  $\beta_1$  es estadísticamente significativo, es decir, el cambio en el precio de la acción durante el período  $t$  informa sobre el cambio en el resultado durante el período siguiente.

donde:

$X_{it}$ : Cambio anual en el resultado contable de la empresa  $i$ .

$P_{it}$ : Cambio anual en el precio de la acción de la empresa  $i$ .

Los resultados de la estimación del modelo anterior muestran que, además de  $\beta_1$ , el coeficiente  $\beta_2$  es significativamente mayor que cero, es decir, que los precios anticipan información sobre los resultados futuros. Como indican BEAVER *et al.* (1987:154), «tal poder explicativo incremental [de los cambios en los precios retardados en un período] indica el grado en que la información se refleja en los precios de una forma más oportuna que en el resultado. Ello también proporciona una base para la predicción de resultados basada en los valores actuales y pasados de los cambios en los precios».

Otra forma de contrastar el fenómeno «*prices leading earnings*» consiste en utilizar la regresión habitual precios-resultado, pero ampliando hacia atrás en el tiempo el período de medición de las rentabilidades con el fin de comprobar si ello da lugar a un coeficiente de respuesta al resultado (ERC)<sup>3</sup> más consistente con la teoría. Esta metodología es la utilizada por KOTHARI y SLOAN (1992).

En concreto, estiman el siguiente modelo:

$$P_{it}/P_{it-t} = \gamma_{i0} + \gamma_{i1} X_{it}/P_{it-t} + \varepsilon_{it}$$

donde:

$X_{it}$ : Resultado contable de la empresa  $i$  durante el período  $t$ .

$P_{it}/P_{it-t}$ : Uno más la rentabilidad de las acciones de la empresa  $i$  a lo largo del período que va desde el final de  $t-t$  al final de  $t$ .

KHOTARI y SLOAN (1992) estiman el modelo anterior para valores de  $t$  entre 1 y 4 (cuando  $t=1$ , estaríamos ante el modelo tradicional que expresa las rentabilidades contemporáneas en función del resultado del período, sin considerar por tanto el fenómeno de la anticipación de los resultados futuros por parte de los precios). Como indican KHOTARI y SLOAN (1992:149), «a medida que  $t$  aumenta, es más probable que la información reflejada en  $X_{it}$  esté incorporada en la rentabilidad a lo largo del período ( $t-t, t$ ). Consecuentemente, se espera que  $\gamma_{i1}$  se aproxime a su valor pronosticado  $[(1+1/r_i)]$ » (siendo  $r_i$  el coste de capital medio de la empresa  $i$ ).

<sup>3</sup> ERC son las siglas de «*earnings response coefficient*».



Los resultados obtenidos evidencian que los ERC aumentan y se aproximan a sus valores teóricos a medida que aumenta  $t$ , es decir, a medida que se amplía hacia atrás el período de medición de las rentabilidades bursátiles. En concreto, los valores medios de los ERC son de 2.56, 4.69, 5.08 y 5.45 para valores de  $t$  de 1, 2, 3 y 4, respectivamente, siendo el valor teórico promedio del ERC de 6.83. En palabras de KOTHARI y SLOAN (1992:155), «estos resultados son consistentes con la hipótesis de que los cambios en los precios anticipan los cambios en los beneficios y mediante la ampliación del período de medición de las rentabilidades obtenemos unos ERC significativamente más cercanos a sus valores pronosticados».

A partir de estos trabajos pioneros han ido surgiendo distintos estudios que, empleando generalmente la metodología de la «regresión invertida», han documentado la falta de oportunidad del resultado contable en captar toda aquella información que es considerada relevante por el mercado (COLLINS *et al.*, 1987; KOTHARI, 1992; WARFIELD y WILD, 1992; COLLINS *et al.*, 1994; DONNELLY y WALKER, 1995). Recientemente, y con el fin de verificar si el retraso en la captación de información relevante para el mercado por parte del sistema contable es distinto según si se trata de «buenas» y «malas» noticias (lo que se atribuye al conservadurismo contable que origina una incorporación asimétrica de ambas en el resultado), la metodología empleada en este tipo de trabajos se ha refinado mediante la introducción de variables ficticias o «dummies» para captar ambos tipos de noticias<sup>4</sup> (POPE y WALKER, 1999; BALL *et al.*, 2000; GINER y REES, 2000; MORA y GARCÍA, 2001). La evidencia obtenida en estos estudios pone de manifiesto que, efectivamente, las «malas» noticias para el mercado son captadas mucho antes en la cifra de resultados que las «buenas».

#### 4. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE INVESTIGACIÓN FUTURAS

Los resultados de la línea de investigación sobre el fenómeno «*prices leading earnings*» sugieren que los modelos de predicción de resultados estarían mejor especificados si se combinase información contable e información sobre precios de mercado en un mismo modelo predictivo. De esta forma se podría mitigar la insuficiencia del sistema contable en captar de una forma oportuna información relevante para evaluar los resultados futuros de la empresa. Así, los estudios que están adquiriendo un mayor protagonismo actualmente dentro de la investigación orientada al mercado son los que analizan la capacidad predictiva conjunta de la información contable y de los precios de mercado. El primer ejemplo en este sentido es muy reciente con el trabajo de SHROFF (1999). Como señala dicha autora (1999: 864), «el precio de la acción se utiliza como subrogado de otra información, reconociendo la evidencia generalmente documentada de que los precios anticipan los resultados, es decir, los acontecimientos afectan, a menudo, al precio antes de que se registren en la cifra de resultados». El modelo propuesto por SHROFF (1999), en el que sólo se contempla un horizonte predictivo de un año, incorpora las implicaciones del modelo de valoración de OHLSON (1995) sobre la predicción de

<sup>4</sup> Siguiendo a BASU (1997), se utiliza como subrogado de las «buenas» («malas») noticias la existencia de una rentabilidad bursátil anual positiva (negativa).

resultados, al incluir como predictores al resultado y al neto con el fin de captar el componente permanente y transitorio del resultado, respectivamente. Su trabajo revela la importancia de incluir los precios de mercado como variables adicionales al resultado y al neto en los modelos de predicción de resultados, especialmente cuando el resultado no presenta un patrón de alisamiento claro a lo largo del tiempo. En el contexto español, REVERTE (2001), ampliando el horizonte de predicción del resultado de uno a tres años e incorporando un análisis contextual, evidencia la necesidad de incluir no sólo información contable sino también información relativa a los precios de mercado con el fin de lograr una mejor especificación de los modelos de predicción de resultados.

Otra línea de investigación muy interesante, entroncada directamente con la Contabilidad Internacional, es la que trata de analizar las diferencias en el nivel de oportunidad del resultado entre los distintos sistemas contables a partir de factores legales e institucionales. En este sentido, estudios recientes (BALL *et al.*, 2000; GINER y REES, 2000; MORA y GARCÍA, 2001) han evidenciado que las diferencias internacionales en factores tales como el modelo de estructura corporativa, el riesgo de litigios al que se enfrentan gerentes y auditores, la fuente principal de financiación empresarial (bancaria *vs* mercado de capitales) y el grado de influencia de las normas fiscales sobre las normas contables originan diferencias en la oportunidad del resultado, siendo éste más oportuno en países del ámbito anglosajón como EEUU y Reino Unido que en los países continentales (como, p.ej., Alemania, Francia y España). Este aspecto resulta de sumo interés si tenemos en cuenta la futura creación de una Bolsa única Europea, lo que requiere analizar no sólo el grado de armonización en la normativa contable de los distintos países europeos, sino también las diferencias en las propiedades de la cifra de resultados.

Los posibles desarrollos futuros en esta área pueden dirigirse a determinar qué otro tipo de información captada ya por el mercado pero no reflejada aún en las cuentas anuales puede ser la que origine que los precios de las acciones tengan capacidad predictiva sobre los resultados futuros de la empresa. Un ejemplo de dicha información lo constituyen, como hemos apuntado anteriormente, las inversiones en intangibles que no aparecen, en muchas ocasiones, reflejadas en los estados financieros, por no cumplir las condiciones de reconocimiento contable establecidas en los principios de contabilidad generalmente aceptados, pero que sí son valoradas por el mercado.

## 5. CONCLUSIONES

En el presente trabajo hemos analizado una de las áreas más importantes en la actualidad dentro de la investigación orientada al mercado de capitales, cual es la relativa al fenómeno de anticipación de los precios a la información contenida en el resultado. Asimismo, hemos señalado las relaciones existentes entre dicha línea de investigación y las características del sistema contable, fundamentalmente la fiabilidad (ligada estrechamente al conservadurismo), la relevancia y la oportunidad de la información contable. En este sentido, hemos puesto de manifiesto a lo largo del trabajo que dichas características originan que el mercado capte determinados eventos que afectan al valor de la empresa antes de su reconocimiento en la cifra de resultados. Esta capacidad predictiva

de los precios de mercado sugiere que los modelos de predicción de resultados estarían mejor especificados si se combinase información contable e información sobre precios de mercado en un mismo modelo predictivo. De esta forma se podría paliar la insuficiencia del sistema contable en captar de una forma oportuna información relevante para la evaluación de los resultados futuros de la empresa. En este contexto, los estudios que están adquiriendo un mayor protagonismo actualmente dentro de la investigación orientada al mercado son los que analizan la capacidad predictiva conjunta de la información contable y de los precios de mercado.

Otra línea de investigación que está actualmente en auge, entroncada directamente con la Contabilidad Internacional, es la que trata de analizar las diferencias en el nivel de oportunidad del resultado entre los distintos sistemas contables a partir de factores legales e institucionales (como, p.ej., el modelo de estructura corporativa, el riesgo de litigios al que se enfrentan gerentes y auditores, la fuente principal de financiación empresarial, el grado de convergencia entre normas contables y fiscales, etc.).

Los posibles desarrollos futuros en esta línea de investigación pueden dirigirse a determinar qué otro tipo de información no reflejada en las cuentas anuales (como, por ejemplo, los intangibles) puede ser la que origine que los precios de mercado anticipen información que se verá reflejada más tarde en la cifra de resultados.

## BIBLIOGRAFÍA

- AMIR, E. y B. LEV (1996): «Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communication industry», *Journal of Accounting and Economics*, 22: 3-30.
- BALL, R. y P. BROWN (1968): «An empirical evaluation of accounting numbers», *Journal of Accounting Research*, Vol. 6: 159-178.
- BALL, R., S. P. KOTHARI y A. ROBIN (2000): «The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings», *Journal of Accounting and Economics*, 29:1-51.
- BASU, S. (1997): «The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24: 3-37.
- BEAVER, W. H., R. A. LAMBERT y D. MORSE (1980): «The information content of security prices», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 2: 3-28.
- BEAVER, W. H., R. A. LAMBERT y S. G. RYAN (1987): «The information content of security prices: A second look», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9: 139-157.
- CAÑIBANO, L., M. GARCÍA-AYUSO y M. P. SÁNCHEZ (1999): «La relevancia de los intangibles para la valoración y la gestión de empresas: Revisión de la literatura», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Extraordinario, n.º 100: 17-88.
- CAÑIBANO, L., M. GARCÍA-AYUSO y M. P. SÁNCHEZ (2000): «La valoración de los intangibles: estudios de innovación vs información contable-financiera», *Análisis Financiero*, n.º 80, Primer Cuatrimestre: 6-24.

- COLLINS, D. W. , S. P. KOTHARI y J. RAYBURN (1987): «Firm size and the information content of prices with respect to earnings» *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, núm. 2: 111-138.
- COLLINS, D. W., S. P. KOTHARI, J. SHANKEN y R. G. SLOAN (1994): «Lack of timeliness versus noise as explanations for low contemporaneous return-earnings association», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18: 289-324.
- COLLINS, D.W., E.L. MAYDEW e I.S. WEISS (1997): «Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years», *Journal of Accounting and Economics* 24: 39-67.
- DONNELLY, R. y M. WALKER (1995): «Share price anticipation of earnings and the effect of earnings persistence and firm size», *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, núm. 1: 5-18.
- FREEMAN, R. N. (1987): «The association between accounting earnings and security returns for large and small companies», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, núm. 2: 195-228.
- GINER, B. y W. REES (2000): «On the properties of earnings in different accounting systems: A European perspective». Comunicación presentada en el XXIII Congreso de la European Accounting Association, Munich.
- HICKS, J. R. (1946): *Value and capital*. 2.<sup>a</sup> Ed. Calrendon Press, Oxford.
- KOTHARI, S. P. (1992): «Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15: 173-202.
- KOTHARI, S.P. y R. G. SLOAN (1992): «Information in prices about future earnings: Implications for earnings response coefficients», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15: 143-171.
- KOTHARI, S. y J. ZIMMERMAN (1995): «Price and return models», *Journal of Accounting and Economics* 20: 155-192.
- LEV, B. (1989): «On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research», *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement: 153-193.
- LEV, B. y T. SOUGIANNIS (1999): «Penetrating the Book-to-Market black box: The R&D effect», *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(3) & (4): 419-448.
- MORA, A. y J.M. GARCÍA (2001): «Conservatism and the asymmetric timeliness of earnings in Europe. An alternative approach to exclude market wide effects». Comunicación presentada en el XXIV Congreso de la European Accounting Association, Atenas.
- OHLSON, J.A. (1995): «Earnings, book values and dividends in equity valuation», *Contemporary Accounting Research*, Spring, Vol.11, núm. 2: 661-687.
- POPE, P. F. y M. WALKER (1999): «International differences in the timeliness, conservatism and classification of earnings», *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Supplement: 53-87.
- REVERTE, C. (2001): «Evidencia empírica sobre la utilidad de la información financiera para la predicción de los resultados futuros». Aceptado para su publicación en la *Revista Española de Financiación y Contabilidad*.
- SHROFF, P. K. (1999): «The variability of earnings and non-earnings information and earnings prediction», *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 26 (7) & (8): 863-882.
- WARFIELD, T.D. y J.J. WILD (1992): «Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns», *The Accounting Review*, Vol. 67, núm. 4: 821-842.
- WATTS, R. L. (1993): «A proposal for research on conservatism», *Working Paper*, University of Rochester.