

<b>CONTABILIDAD</b>	<b>GLOBALIZACIÓN Y CONTABILIDAD: UN ANÁLISIS SOBRE LOS EFECTOS DE LA DIVERSIDAD CONTABLE EN EL MERCADO FINANCIERO</b>	<b>Núm. 66/2001</b>
---------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------



**ARACELI MORA ENGUÍDANOS**  
**JUAN MANUEL GARCÍA LARA**

*Universidad de Valencia*

**2.º Premio Estudios Financieros 2001**

**Modalidad: Contabilidad y Administración de Empresas**

**Extracto:**

TRAS el proceso de globalización de los mercados y del paso de la era industrial a la era del conocimiento, los retos de la investigación actual en el mercado de capitales relacionados con la comparabilidad internacional podrían concretarse en los siguientes:

- a) Analizar si la diversidad contable afecta a la valoración que el mercado hace de la información financiera. Es decir, si la relevancia de la información contable varía de unos países a otros, y
- b) Si se demuestra que existen diferencias significativas en la relevancia de la información contable, analizar las posibles causas para poder determinar qué normas son las más relevantes (de mayor calidad) para el mercado.

En el presente trabajo mostramos los estudios relacionados con el efecto de la diversidad contable en los mercados de capitales que se han realizado en la última década con el fin de exponer cuál ha sido y está siendo el papel de la investigación a la hora de dilucidar los interrogantes planteados por las instituciones en cuanto a la estrategia contable a seguir para dar solución a las demandas de los inversores y empresas en los mercados globalizados, y permitir que la información contable se adapte a la nueva situación. En segundo lugar, y centrándonos en un contexto exclusivamente europeo, aportamos evidencia empírica sobre la existencia de diferencias significativas en el nivel de conservadurismo contable en la práctica de las empresas europeas. Argumentamos que dichas diferencias son predecibles en función de los países, y que afectan significativamente a la valoración que los mercados financieros hacen de la información contable. Para ello utilizamos como metodología modelos de asociación, y concluimos que existen diferencias en el conservadurismo contable entre los países europeos que no están causadas por las diferencias normativas, lo cual puede afectar a la eficiencia de un futuro mercado único.

---

## *Sumario:*

---

Introducción.

Parte I. El proceso de armonización contable europeo.

El marco institucional.

Parte II. Análisis de la literatura.

Las investigaciones sobre el efecto de la diversidad contable sobre el mercado de capitales.

II.1. Estudios que analizan la conveniencia del requisito 20-F.

II.2. Estudios que analizan la relevancia de las diferencias contables para el mercado.

II.3. Diferencias internacionales en las propiedades del Resultado Contable.

Parte III. Análisis empírico.

III.1. Selección de la muestra, hipótesis y metodología.

III.2. Resultados del análisis.

Conclusiones y reflexiones finales.

Tablas.

Bibliografía.

## INTRODUCCIÓN

Desde que en 1966 un pronunciamiento de la *American Accounting Association* (el ASOBAT) señalara que los informes financieros debían proveer de información útil para la toma de decisiones de los usuarios, y más concretamente con la emisión en 1980 del SFAC n.º 2 en el que se estableció de forma más concreta el concepto de utilidad, una buena parte de la investigación contable estadounidense se centró en intentar contrastar empíricamente la «utilidad de la información contable», fundamentalmente para el inversor en el mercado de capitales, a los que tradicionalmente en ese país se han considerado los principales usuarios de dicha información.

Los principales marcos conceptuales de la contabilidad financiera (y en concreto tanto el del FASB como el del IASC) coinciden en establecer una serie de características cualitativas de la información financiera con el fin de que la misma sea útil para los usuarios. Ambos marcos coinciden en considerar la **relevancia** y la **comparabilidad** como requisitos básicos para la utilidad de la información. De estas dos características ha sido la de la relevancia a la que, en la historia de la investigación empírica en contabilidad, los investigadores han destinado mayores esfuerzos, fundamentalmente durante la década de los setenta y ochenta. Éstos han sido tanto de carácter metodológico, depurando las técnicas de contrastación de hipótesis, así como en la cantidad de estudios realizados. Durante esta época, teniendo en cuenta que la mayor parte de la investigación se realizó en Estados Unidos o países de su influencia, la comparabilidad estaba prácticamente asegurada con la utilización de unas normas comunes (las del FASB), caracterizadas además por su elevado detalle y escasa flexibilidad. Así pues, no fue éste un aspecto que preocupara especialmente a los investigadores durante esos años.

En la década de los noventa se pasó de una economía industrializada a una economía de alta tecnología, orientada a los servicios y globalizada. Estos hechos incitaron la preocupación acerca de la adecuación de la información a lo que se ha denominado la «nueva economía». Por un lado, el mundo profesional comenzó a denunciar que los estados financieros estaban perdiendo su relevancia al no adaptarse a los cambios económicos, fundamentalmente de carácter tecnológico y organizacional. En segundo lugar, se produjo en estos años una intensa globalización de los mercados financieros marcada por una internacionalización de los inversores y, fundamentalmente, por el incremento en el número de empresas que buscan financiación en otros mercados de capitales. Es entonces cuando se hace patente la necesidad de contrastar la necesidad de la comparabilidad de la información financiera.

Aunque fueron los investigadores estadounidenses de nuevo los primeros en manifestar dicha preocupación investigando acerca de la justificación o no de la exigencia del formulario de reconciliación exigido por sus bolsas a las empresas extranjeras, los acontecimientos más recientes en el marco europeo han llevado a los investigadores europeos a plantearse diversos estudios relacionados con la comparabilidad de la información y con las causas y efectos de la diversidad contable en los mercados financieros.

La investigación en esta línea está enmarcada en un marco institucional caracterizado por la idea de establecer a medio plazo un mercado financiero europeo único, capaz de competir con la bolsa de Nueva York, así como por la nueva estrategia de armonización contable establecida por la Comisión Europea de apoyo al IASC y a la futura adopción por parte de las empresas europeas de sus normas (IAS).

La forma de contrastar los efectos de la diversidad, y en consecuencia de la comparabilidad, sobre el mercado de capitales se ha basado fundamentalmente en la búsqueda de diferencias significativas entre la relación de la información contable y la información del mercado entre distintos países. En la última década han sido pues los denominados «modelos de asociación» entre la información del mercado y la información contable los que han supuesto la base metodológica para contrastar tanto la relevancia como las diferencias en la relevancia de la información contable entre países, es decir, la comparabilidad.

Los resultados de estos estudios son de vital importancia en un momento en que tanto el mundo profesional como el académico reclaman cambios importantes en los sistemas contables tradicionales, buscando una información regida por unas normas y criterios que permitan la adaptación de la información a la nueva realidad económica, tanto en el campo de la relevancia como en el de la comparabilidad. En definitiva, **los retos de la investigación actual en el mercado de capitales relacionados con la comparabilidad internacional** podrían concretarse en los siguientes:

- a) Analizar si la diversidad contable afecta a la valoración que el mercado hace de la información financiera. Es decir, si la relevancia de la información contable varía de unos países a otros.
- b) Si se demuestra que existen diferencias significativas en la relevancia de la información contable, analizar las posibles causas para poder determinar qué normas son las más relevantes (de mayor calidad) para el mercado.

Por otra parte, tradicionalmente se ha aludido a una de las características o principios de la contabilidad como una de las causas de la diversidad contable: el nivel de conservadurismo. Sin embargo, el propio concepto de conservadurismo contable ha cambiado en los últimos años y con él las hipótesis a contrastar sobre las diferencias internacionales. Si es cierto que determinadas propiedades del resultado contable, como es el conservadurismo, varían de manera predecible entre los

países, ya que existen causas exógenas que influyen en la **práctica del conservadurismo** por parte de empresas de distintos países, cabría hacerse la siguiente reflexión: ¿Se va a conseguir la comparabilidad con la mera adopción de un cuerpo de normas comunes?

En el presente trabajo mostraremos los estudios relacionados con el efecto de la diversidad contable en los mercados que se han realizado en la última década analizando sus resultados y conclusiones, así como sus limitaciones, con el fin de exponer cuál ha sido y está siendo el papel de la investigación a la hora de dilucidar los interrogantes planteados por las instituciones en cuanto a la estrategia contable a seguir para dar solución a las demandas de los inversores y empresas en los mercados globalizados, y permitir que la información contable se adapte a la nueva situación. En segundo lugar, y centrándonos en un contexto exclusivamente europeo, pretendemos aportar evidencia empírica sobre la existencia de diferencias significativas en el nivel de conservadurismo contable en la práctica de las empresas europeas. Argumentamos que dichas diferencias son predecibles en función de los países y que afectan significativamente a la valoración que los mercados financieros hacen de la información contable.

Para la consecución de nuestros objetivos hemos dividido el estudio en tres partes. En la primera exponemos brevemente el marco institucional en el que se desarrolla la investigación sobre la diversidad contable con el fin de entender a qué se pretende dar respuesta con los estudios que se realizan. En la segunda parte exponemos los trabajos que han intentado dar respuesta a los retos institucionales. En la tercera parte realizamos nuestro análisis empírico. Por último expondremos nuestras conclusiones e implicaciones del estudio.

## PARTE I. EL PROCESO DE ARMONIZACIÓN CONTABLE EUROPEO

### El marco institucional.

Además de la propia Comisión Europea, vamos a distinguir en el ámbito institucional otros dos protagonistas en el proceso de armonización contable europeo, el *International Accounting Standards Committee* (IASB) y la *Security and Exchange Commission* (SEC) estadounidense.

El proceso de armonización contable europeo comienza formalmente con la emisión de la cuarta y séptima directivas, conocidas como las directivas contables, en los años 1978 y 1983, respectivamente.

Las directivas, cuya implantación se delegó a los países miembros, lograron un cierto nivel de uniformidad, ya que teniendo en cuenta cuál era la situación anterior se produce una mejora en el grado de comparabilidad. Sin embargo, dado su carácter excesivamente abierto (muy flexibles,

escaso detalle) y su ambigüedad en el tratamiento de determinados temas, el nivel de armonización no llegó a ser el demandado por las empresas europeas ante el proceso de globalización de la economía internacional que ya comenzaba a hacerse patente a finales de la década de los ochenta.

Tras la firma del Acta Única Europea en 1987, y con el objetivo de que las empresas europeas pudiesen buscar financiación en cualquier país de la entonces Comunidad Económica Europea, se estableció un nuevo sistema de regulación que dio lugar al mutuo reconocimiento de los estados financieros entre los diferentes mercados de valores europeos. Sin embargo, entrados en la década de los noventa, las grandes empresas transnacionales europeas desean buscar financiación y cotizar fuera de la propia Unión Europea, y especialmente en los Estados Unidos. El problema al que se enfrentan estas empresas es que al tratar de cotizar fuera de los mercados de capitales europeos se encuentran con que las autoridades del país de que se trate pueden solicitar que se presenten estados financieros complementarios u otro tipo de formalidades que provocan un aumento importante de los costes de la elaboración de la información, y dependiendo de la información que se facilite a través de estos estados complementarios, podría darse el caso de que los inversores se vean confundidos al difundirse por ejemplo distintas cifras de resultado en las distintas plazas donde cotiza la empresa en cuestión.

En definitiva, el principal objetivo de la mayor parte de empresas europeas transnacionales es cotizar en la bolsa de Nueva York. La SEC (*Securities and Exchange Commission*), especie de Comisión Nacional del Mercado de Valores de los Estados Unidos, requiere a las empresas extranjeras que desean cotizar en los Estados Unidos un formulario de reconciliación denominado 20-F. Éste es el principal motivo por el cual las grandes empresas europeas han presionado a los organismos reguladores internacionales y a la propia Unión Europea para que se avance en el proceso de armonización contable internacional.

A esta demanda de avances en el campo de la armonización contable internacional responde la IOSCO<sup>1</sup> (*International Organisation of Securities Commissions*), llegando a un acuerdo en julio de 1995 con el IASC (*International Accounting Standards Committee*) por el cual la IOSCO recomendaba a sus miembros la aceptación de las cuentas anuales de empresas extranjeras que hubiesen sido elaboradas de acuerdo a las normas del IASC (IAS). Esta recomendación estaba sin embargo condicionada a que el IASC terminase un «núcleo básico» de normas contables y que éste fuese aceptado por el comité técnico de la IOSCO. Según la nota de prensa conjunta emitida el 9 de julio de 1995 por el IASC y la IOSCO, el objetivo del acuerdo es «que los estados financieros elaborados de acuerdo con las IAS sean aceptados en todo el mundo para la emisión y cotización de acciones en mercados de capitales extranjeros como una alternativa al uso de las normas contables nacionales». A partir de ese momento el IASC, bajo la estrecha colaboración del comité técnico de la IOSCO, comenzó la elaboración del mencionado «núcleo básico» de normas contables con el objetivo de que su finalización se lograra en 1999.

<sup>1</sup> Organismo integrado por las agencias reguladoras de los mercados de valores, que busca lograr mercados financieros más eficientes (mayor profundidad, liquidez, transparencia...) y que permitan una fácil incorporación de empresas de distintos países.

Las opciones de la Comisión Europea para afrontar esta situación eran tres. Por un lado, crear un organismo propio de emisión de normas contables de la Unión Europea. Con esta primera opción, que hubiera resultado muy costosa, tanto en términos materiales como en tiempo, se podría haber logrado el objetivo de mejorar la comparabilidad de la información financiera dentro de la Unión Europea, pero el problema de la necesidad de presentar el formulario de reconciliación 20-F para cotizar en Estados Unidos no hubiera desaparecido. La segunda opción, enfocada claramente a evitar la necesidad de realizar el 20-F, era adoptar los US GAAP (principios contables generalmente aceptados en los Estados Unidos). Sin embargo, si se adoptaban los US GAAP la Unión Europea estaba implícitamente renunciando a gozar de ningún tipo de influencia en la emisión de normas contables, puesto que su influencia en el FASB (*Financial Accounting Standards Board*) y sobre la SEC es nula. Esta segunda opción supondría adoptar unas normas que han sido realizadas por y para un tercer país. La tercera opción era apoyar al IASC como organismo internacional emisor de normas contables. Pese a que la Unión Europea no tenga ningún tipo de capacidad decisoria dentro del IASC sí que podría ejercer una cierta influencia sobre el citado organismo.

Llegados pues a 1995 y teniendo en cuenta el acuerdo anunciado en julio entre el IASC y la IOSCO por el cual, y tal y como ya hemos comentado, la IOSCO recomendaría a sus miembros la aceptación de las cuentas anuales de empresas extranjeras elaboradas siguiendo las normas del IASC, la Comisión Europea emitió en noviembre un comunicado [COM(1995), de 14-11-1995, Armonización contable: una nueva estrategia de cara a la armonización internacional] cuyo punto fundamental era anunciar su apoyo condicional al IASC como organismo emisor de normas internacionales de contabilidad. El objetivo fundamental de este comunicado de la Comisión era el de facilitar el acceso de las empresas europeas, concretamente a aquellas con vocación transnacional (*global players*) a los mercados financieros internacionales, tratando de que sólo tengan que elaborar un único juego de cuentas anuales.

El citado «cuerpo básico» de normas contables fue terminado por el IASC en diciembre de 1998, comenzando en enero de 1999 por parte de la IOSCO el trabajo de valoración de dichas normas.

Finalmente, en mayo de 2000, la IOSCO emitió una resolución por la que consideraba adecuadas para su uso en la emisión de acciones y su cotización en terceros países 30 normas del IASC (Normas IASC 2000), y sus correspondientes interpretaciones del SIC (*Standing Interpretations Committee*)<sup>2</sup>. Pese a su aceptación, IOSCO emitió igualmente un informe en el que identificaba importantes puntos relacionados con las Normas IASC 2000, especificando tratamientos suplementarios<sup>3</sup> que pueden ser requeridos en un determinado contexto para subsanar ciertos problemas de las mismas.

<sup>2</sup> El SIC trata de solucionar aquellos puntos de las IAS que no quedan completamente claros en la norma en sí, realizando interpretaciones puntuales de las IAS o estableciendo aplicaciones de las mismas a determinados sectores u operaciones específicas.

<sup>3</sup> Los tratamientos suplementarios que propone la IOSCO en su informe (*IASC standards assessment report*) son los de reconciliación, publicación adicional, interpretación y renunciaciones.

El trabajo del IASC y de la IOSCO en el proceso de armonización contable no ha terminado aquí. El IASC trabaja ya siguiendo las recomendaciones de la IOSCO en la ampliación del «cuerpo básico» de normas contables, mientras que la IOSCO, además de supervisar y colaborar con el IASC en su trabajo actual, se propone evaluar el grado con que sus miembros están acatando su recomendación de aceptar las cuentas anuales de empresas extranjeras elaboradas según las normas IASC 2000, así como su buen uso de los tratamientos suplementarios. La IOSCO se ha impuesto como fecha límite para terminar este trabajo finales de 2001.

Al mismo tiempo, en marzo de 2000, el Consejo Europeo de Lisboa fijó el objetivo de llegar antes de 2005 a la plena integración del mercado de servicios financieros. Es por ello que la Comisión comienza a plantearse en serio que la información financiera de las empresas europeas sea totalmente comparable.

Los primeros movimientos hacia la creación de esta nueva institución europea ya se han dado con los diversos acuerdos que desde hace aproximadamente dos años se vienen negociando entre varios mercados de valores europeos <sup>4</sup>.

Teniendo en cuenta el objetivo del mercado único, y con la aceptación de la IOSCO del «cuerpo básico» de normas del IASC, y la efectiva implementación del acuerdo entre ambas instituciones, el IASC recibió el apoyo definitivo de la Comisión Europea.

Todo ello quedó plasmado en un comunicado de junio de 2000 [COM(2000) 359 final, la estrategia de la UE en materia de información financiera: el camino a seguir] en el cual la Comisión Europea anunciaba que «Antes de finales de 2000, la Comisión presentará una propuesta formal por la que se requerirá a todas las sociedades de la UE que coticen en bolsa que a partir de 2005 elaboren sus cuentas consolidadas de conformidad con un único tipo de normas contables, las normas internacionales de contabilidad (IAS). Los Estados miembros podrán ampliar la aplicación de las IAS a las empresas que no coticen en bolsa y a las cuentas individuales...».

En el comunicado también se establece que se creará un mecanismo de supervisión de la integración de las IAS en la Unión Europea, que confirme a su vez que efectivamente éstas son adecuadas para reflejar la realidad económico-financiera de las empresas europeas.

Con este último comunicado, la Comisión manifiesta la preocupación, no ya sólo por las empresas transnacionales (*global players*) sino por la comparabilidad interna de todas las empresas en el ámbito europeo, fundamentalmente de aquellas que cotizan en sus mercados, con el fin de conseguir un funcionamiento eficiente del mencionado mercado único.

<sup>4</sup> En julio de 1998 la bolsa de Londres (*London Stock Exchange*) y la de Frankfurt (*Deutsche Börse*) anunciaron la formación de una alianza estratégica. La primera fase de esta alianza comenzó en enero de 1999, y su objetivo último según la propia bolsa de Londres sería «reducir los costes y la complejidad de operar con títulos en Europa». Se espera que a esta alianza se unan a corto plazo las bolsas de Madrid y Milán. Igualmente, el 22 de septiembre de 2000 nació oficialmente Euronext, mercado de valores formado por la fusión entre las bolsas de Amsterdam (*Amsterdam Exchanges*), Bruselas (*Brussels Exchanges*) y París (*Paris Bourse*).



Teniendo en cuenta todos estos movimientos, se pone de manifiesto la necesidad de la investigación sobre la comparabilidad de la información contable en un contexto europeo, así como sobre el efecto que las diferencias contables puedan tener sobre el mercado de capitales.

## PARTE II. ANÁLISIS DE LA LITERATURA

### Las investigaciones sobre el efecto de la diversidad contable sobre el mercado de capitales.

En esta segunda parte del estudio pretendemos analizar los resultados de las investigaciones relacionadas con el efecto de la diversidad contable en los mercados de capitales. Sin pretender hacer excesivo hincapié en los aspectos metodológicos de los estudios, nuestro objetivo principal es el de analizar hasta qué punto la investigación en este campo ha logrado dilucidar algunas de las cuestiones que se han estado y siguen debatiéndose a nivel institucional a raíz de la globalización de los mercados financieros. Este tipo de investigación comenzó a realizarse a principios de los años noventa, coincidiendo precisamente con este proceso de globalización, y pensamos que constituye una de las líneas de investigación más importantes de las que se están desarrollando en el ámbito europeo dada las condiciones institucionales en que nos hallamos.

Los primeros estudios en esta línea fueron estudios estadounidenses que intentaron justificar la decisión de la SEC de pedir las reconciliaciones del 20-F. Como ya hemos mencionado, a raíz de la globalización de los años noventa muchas empresas quisieron cotizar en las bolsas estadounidenses. En Estados Unidos se planteó el debate acerca de las posibles implicaciones negativas que podía tener ese requisito para sus mercados, y que la SEC justificaba aludiendo a la calidad de los principios contables estadounidenses (US GAAP) y a favor del funcionamiento eficiente de sus mercados.

Los segundos estudios que vamos a analizar son más escasos y mucho más recientes. Su objetivo es el de analizar las diferencias entre la relación de la información contable con la del mercado de capitales entre distintos sistemas contables, realizando hipótesis acerca de dicha relación en función de determinadas características de dichos sistemas contables.

En tercer lugar mostramos la más reciente línea de investigación en este campo. Se trata de aquellos trabajos cuyo objetivo es mostrar que existen deferencias predecibles en las propiedades del resultado contable en función de los países a los que pertenecen las empresas. Concretamente se analizan las diferencias en el conservadurismo y en la asimetría temporal en el reconocimiento de las buenas y malas noticias en el resultado contable.

Vamos a considerar hasta qué punto los resultados de todos estos trabajos ayudan a dar respuesta a interrogantes muy concretos como son:

1. ¿Está justificada la actitud de la SEC de pedir reconciliaciones a las empresas extranjeras?  
¿Y el caso concreto de su actitud con las normas del IASC?
2. ¿Existen diferencias en la relevancia de la información contable para sus mercados en los distintos sistemas contables?
3. ¿Existen diferencias predecibles en el resultado contable de las empresas de distintos países que no se deben a diferencias normativas sino a otras variables de influencia?
4. Si esto último es así, ¿se conseguirá paliar las diferencias en las prácticas contables de las empresas europeas mediante la adopción de un cuerpo de normas comunes?

### *II.1. Estudios que analizan la conveniencia del requisito 20-F.*

El objetivo general de estos estudios, realizados en su mayoría por autores estadounidenses a principios de los años noventa, fue el de demostrar empíricamente si estaba justificado el requisito de reconciliación exigido por la SEC a las empresas extranjeras y que había llevado, si no a enfrentamiento, al menos a un debate entre la SEC y el NYSE <sup>5</sup>. Vamos a proponer pues una clasificación de este tipo de investigación, en primer lugar en función de su objetivo y, en segundo lugar, en función de su metodología.

- a) Los que analizan la relevancia o contenido informativo de las reconciliaciones (20-F) a través de la reacción que produce su anuncio en el mercado.
- b) Los que analizan el contenido informativo incremental de los US GAAP con respecto a las cuentas elaboradas con los GAAP originales en aquellas empresas que presentan las reconciliaciones, observando la asociación entre información contable elaborada según los distintos principios y los precios del mercado.

La metodología utilizada en este tipo de análisis, al igual que en el resto de investigación de mercado, ha sido fundamentalmente de dos tipos: estudios de asociación y estudios de evento, aunque como comentaremos, el objetivo y conclusiones difieren en función de la metodología, y muchos de los autores las han utilizado simultáneamente.

En el **cuadro 1** se muestra un resumen de trabajos representativos en este campo, y cuya metodología, resultados e implicaciones comentamos con más detalle a continuación.

---

<sup>5</sup> En este sentido puede verse ZEFF (1999).

CUADRO 1. ESTUDIOS QUE ANALIZAN LA CONVENIENCIA DEL REQUISITO 20-F

ESTUDIO	MUESTRA	PERÍODO	ESTUDIO DE EVENTO (VENTANA ESTRECHA)	TEST DE ASOCIACIÓN (VENTANA AMPLIA)	TEST DEL RATIO VALOR MERCADO/NETO	CONCLUSIONES
ALDFORD <i>et al.</i> (1993)	7.000 empresas, 30 países	1982-1990	Sí	Sí	No	Depende de los países. En algunos los originales son más relevantes que los ajustados y viceversa.
POPE y REES, W. (1993)	85 empresas/año Reino Unido	1987-1990	No	Sí	No	Ambos tienen relevancia y ninguno supera al otro.
AMIR <i>et al.</i> (1993)	467 empresas/año, 20 países	1981-1991	Sí	Sí	No	Los ajustados están más asociados con los precios pero no existe reacción al 20-F.
BANDYOPADHYAY <i>et al.</i> (1994)	299 empresas/año, Canadá	1983-1989	Sí	Sí	No	Los ajustados están más asociados con los precios pero no existe reacción al 20-F.
REES, L. (1995)	565 empresas/año, 16 países + IASC	1982-1991	Sí	No	No	El 20-F tiene contenido informativo incremental.
BARTH y CLINCH (1996)	524 empresas/año, Reino Unido, Australia y Canadá	1985-1991	No	Sí	Sí	Mixtos. Algunos aspectos del 20-F sí son relevantes.
CHAN y SEOW (1996)	147 empresas/año, 13 países	1987-1992	No	Sí	No	Los beneficios no ajustados están más asociados con los precios que los ajustados.
REES, L. y ELGER (1997)	8 países, incluido IASC	1990-1995	No	Sí	Sí	La información del 20-F es anticipada por el mercado.
HARRIS y MUELLER (1999)	89 empresas/año, 13 países IAS	1992-1996	Sí	Sí	Sí	El 20-F tiene contenido informativo. Los ajustados están más relacionados con las rentabilidades pero los no ajustados están más relacionados con el precio por acción.

A. *Los estudios de asociación*: son estudios de valoración, que examinan la asociación entre los precios y la información contable en un determinado período de tiempo mediante regresiones. Estos estudios también se denominan de «ventana amplia» (*long window studies*) por utilizar un período de tiempo largo para analizar las correlaciones entre la información contable y la rentabilidad del mercado de los títulos. Su objeto es analizar qué información está más asociada con los precios, y por tanto es más relevante para el mercado, la original elaborada según sus principios nacionales, o la ajustada a los US GAAP. Sin embargo, hay que señalar que con el empleo de modelos de asociación no se puede valorar directamente lo que les interesa a la SEC y a la NYSE: si el requisito de la reconciliación tiene contenido informativo incremental, y por tanto si es necesario. El demostrar que las diferencias entre los principios americanos y otros principios están asociadas con las rentabilidades y/o precios del mercado no apoya necesariamente la posición de la SEC de requerir el 20-F. En el momento en el que el 20-F se hace público, es posible que la información ya esté disponible y por tanto la reconciliación innecesaria. Es por ello, como argumenta REES (1995), que este tipo de análisis debe ir acompañado, como hacen muchos autores, con un estudio de evento.

B. *Los estudios de evento*: la mayoría de estos estudios analizan si las reconciliaciones que la SEC obliga a presentar a las empresas extranjeras que deseen cotizar en los mercados americanos tienen un contenido informativo incremental sobre las cuentas anuales elaboradas con los principios del país de origen mediante el análisis de la reacción del mercado ante dichas reconciliaciones. A estos estudios se les denomina también de «ventana corta» (*short window studies*) ya que utilizan para su análisis un corto período de tiempo alrededor del anuncio de dichas reconciliaciones.

Según algunos autores como REES (1995), la metodología del estudio de evento es capaz de investigar el contenido informativo de forma más adecuada. Una asociación significativa entre la variable reconciliación y la rentabilidad del mercado alrededor de una ventana estrecha implica que la información que se provee al mercado es útil en la valoración de un determinado título. Una reacción no significativa combinada con la evidencia de un estudio de asociación de ventana amplia que muestre diferencias en la relevancia, demostraría que la información que aparece en las reconciliaciones ya era conocida por el mercado antes de su publicación. De hecho, algunos de los resultados presentados por AMIR *et al.* (1993) y BARTH y CLINCH (1996) son consistentes con que los inversores son capaces de obtener las cuentas adaptadas a los US GAAP por otros medios, como por ejemplo de las cuentas elaboradas con sus principios originales.

Sin embargo, aunque no encontrar una reacción significativa de la rentabilidad del mercado en un período corto de tiempo al anuncio del 20-F sería consistente con el hecho de que la información elaborada con US GAAP era ya conocida, esto no implica necesariamente que el requisito de la reconciliación no sea útil. Podría ocurrir que la reconciliación de años anteriores fuera un elemento útil para la predicción de la de este año y ser esto la causa de hallar poca relevancia.

Como puede observarse en el **cuadro 1**, la variedad de países analizados es amplia y diversa, y los resultados no son concluyentes. Para explicar la diversidad y ambigüedad de los resultados obtenidos con ambos tipos de metodologías se han esgrimido distintos argumentos. En primer lugar, existen diversas críticas y limitaciones de carácter metodológico [en este sentido puede verse POWNALL Y SCHIPPER (1999), REES (1995)].

Además de estas limitaciones metodológicas, que sin duda pueden afectar a los resultados, a continuación esgrimimos otros argumentos, que en nuestra opinión, pueden ayudar a explicar las diferencias en los resultados obtenidos en los estudios descritos.

1. La heterogeneidad en la composición de las muestras en cuanto a los países considerados hace incomparables en muchos casos los resultados. Parece obvio que los resultados necesariamente tienen que variar en función de cómo está formada la muestra de empresas extranjeras. Parece indudable que los resultados de un estudio como el de BANDYOPADHYAY *et al.* (1994) en el que la muestra de empresas extranjeras está formada únicamente por empresas canadienses no pueden compararse a los resultados de otros estudios como los de AMIR *et al.* (1993), REES (1995) o CHAN y SEOW (1996) cuyas muestras de empresas extranjeras están formadas por empresas de 20 (sin incluir Canadá), 17 y 13 países, respectivamente.
2. La consideración de algunos estudios de la muestra de empresas extranjeras como un «grupo homogéneo» cuando incluyen un gran número de países puede afectar a la significatividad de los coeficientes y por supuesto a los resultados. Es evidente que concluir algo sobre el contenido informativo o sobre la asociación con los precios de cuentas elaboradas con lo que estos estudios denominan «principios no estadounidenses» (*non-US GAAP*) cuando dichos principios no existen como tales, sino que son la mezcla de principios de lo más diverso, parece algo obviamente criticable. Parece evidente que una mayor relevancia de determinados principios podría verse compensada con una menor relevancia de otros y obtener un efecto neto de no relevancia en su conjunto (o de relevancia) que de poco sirve a las deliberaciones acerca de la conveniencia de ese requisito. Sin duda los trabajos que analizan la conveniencia del 20-F por países, o al menos por grupos de países con regímenes contables similares, o bien con empresas que utilizan las IAS, como se hace en el trabajo de HARRIS y MULLER (1999), son más útiles para los organismos reguladores.
3. La consideración en la mayor parte de los estudios de las reconciliaciones en forma agregada, es decir, el efecto sobre la cifra del beneficio y/o patrimonio neto de los ajustes y no cada ajuste de forma independiente, puede dar lugar a compensaciones entre el efecto que cada diferencia por separado tenga en el mercado, e infravalorar por tanto la relevancia de las reconciliaciones al analizarlas en su conjunto. De hecho, sólo unos pocos trabajos analizan aspectos contables específicos que impiden la compensación, y que demuestran que, por separado, algunos aspectos del 20-F sí tienen relevancia. POWNALL y SCHIPPER (1999) ante los ambiguos resultados sobre el contenido informativo incremental del 20-F sugie-

ren que existe una minoría de empresas extranjeras que cotizan en el mercado americano, en las que las diferencias entre las cifras contables basándose en principios nacionales y las traspasadas a los US GAAP son inmateriales (lo cual implica comparabilidad) o incluso algunas elaboran sus estados usando los US GAAP. Sin embargo, para la mayor parte de las empresas extranjeras las diferencias entre el beneficio calculado con los principios nacionales y el calculado con los US GAAP vienen a ser, por término medio, del 1 al 2% del valor de mercado. Sin embargo, las diferencias entre componentes individuales de ese beneficio oscilan entre -25% a +18% para cada empresa y año [puede verse FROST y POWNALL, (1996) y BARTH y CLINCH, (1996)]. Así pues, podría argumentarse que el poco contenido informativo incremental del 20-F que evidencian algunos estudios podría deberse, en parte, a que la mayoría de ellos analizan el efecto agregado sobre el beneficio y/o neto, y sólo unos pocos analizan aspectos contables específicos evitando la compensación.

Por otra parte, además de establecer las limitaciones en cuanto a la interpretación general de los resultados de estos trabajos, nos parece interesante señalar la argumentación que ha dado la literatura a los resultados de los análisis que obtienen una mayor asociación con los precios del beneficio no ajustado, elaborado con principios nacionales. El argumento para explicar este resultado, que sin duda va totalmente en contra del requisito de las reconciliaciones, lo basan algunos autores como BAUMOL y MALKIEL (1993) en que la diversidad del entorno económico entre los distintos países puede hacer que los beneficios calculados con principios nacionales sean intraducibles. Resultados basados en una encuesta a inversores institucionales, empresas y organismos reguladores llevaron a CHOI y LEVICH (1991) a concluir que exigir una reconciliación no es suficiente para evitar el problema de la diversidad contable. Si los beneficios calculados con sus principios de origen no son fácilmente traducibles a los US GAAP, esto podría explicar un mayor contenido informativo, incluso para el mercado estadounidense, de la información elaborada con los principios originales. La literatura financiera internacional sobre mercados de capitales sugiere que los factores nacionales pueden influir en las correlaciones de las rentabilidades entre los distintos países. Así por ejemplo, GRINOLD *et al.* (1989), BECKERS *et al.* (1992) y DRUMMEN y ZIMMERMANN (1992) concluyen que los factores nacionales dominan la parte explicada de las varianzas de los precios del mercado. Según esto, cuanto más similitud exista entre el mercado de capitales nacional y el americano mayor será la correlación entre el índice del mercado americano y el índice del mercado nacional. Cuanto mayor sea la diferencia en el entorno económico entre el país de origen y el estadounidense, menor será la correlación entre las rentabilidades de sus mercados. Si la estructura empresarial del país de origen es bastante distinta a la de Estados Unidos, algunos de los aspectos singulares de la estructura de cada país se verán mejor reflejados calculando el beneficio con los principios nacionales que con el beneficio ajustado a los US GAAP. De esta manera, sería de esperar una mayor diferencia en la asociación del beneficio no ajustado con la rentabilidad del mercado en empresas de países cuyo índice del mercado tenga baja asociación con el del mercado americano. Aunque en nuestra opinión se trata de una argumentación sólida, algunos estudios como el de CHAN y SEOW (1996) obtienen los mismos resultados de una mayor asociación con los precios de la información original, aun dividiendo su muestra en países de alta y de baja correlación de sus índices de mercado con el estadounidense.

Otro aspecto que nos parece interesante resaltar al analizar los resultados de estos estudios es qué respuesta pueden dar al debate actual de la SEC sobre la aceptación de las IAS para las empresas extranjeras. En este sentido hay que tener en cuenta que, aunque algunos de los estudios mencionados incluyen empresas que utilizan las IAS en sus muestras, el hecho de mezclarlas con empresas que usan otros principios nacionales y tratar la muestra de forma agregada no da ninguna luz acerca del caso particular de las IAS. El único trabajo cuya muestra de empresas extranjeras está formada exclusivamente por empresas que elaboran su información conforme a las IAS es el de HARRIS y MUELLER (1999). Sin embargo, su período de análisis comprende desde 1992 hasta 1996. A pesar de que su resultado implica que la exigencia de las reconciliaciones a estas empresas es innecesaria, hay que tener en cuenta que durante ese período de tiempo las IAS no eran el «cuerpo coherente de normas» que es en la actualidad como consecuencia de una ardua tarea por parte del IASC para cumplir con las exigencias del acuerdo de 1995 con la IOSCO y que finalizó en 1999. Así pues el análisis respecto a la conveniencia o no del requisito 20-F para las empresas que elaboren su información conforme a las IAS actuales no podrá realizarse hasta dentro de unos años.

Sin embargo, parece que la reticencia de la SEC a permitir el uso de las IAS, en parte por razones obviamente políticas, se está viendo apoyada por algunos investigadores estadounidenses. En este sentido, BARTH *et al.* (1999) elaboran un modelo teórico para justificar la cautela en el proceso armonizador. Según estos autores los esfuerzos que se están llevando a cabo para armonizar a escala internacional potencialmente a través de las IAS reflejan la creencia de algunos reguladores de que la armonización mejora el comportamiento de los mercados nacionales. Otros reguladores consideran que si la armonización implica bajar la calidad de las normas, el comportamiento de su mercado se verá perjudicado. Estos autores obtienen con su modelo conclusiones relevantes para los reguladores concernientes al efecto de esas diferencias contables en el comportamiento del inversor, en particular en lo referente al coste de la información. Su modelo sugiere que los reguladores deberían tomar precauciones en sus esfuerzos armonizadores. Aunque la armonización puede tener efectos deseables para el comportamiento del mercado, puede también tener efectos indeseables en determinadas circunstancias. Esto es, la armonización como objetivo último puede no alcanzar los auténticos objetivos de los reguladores. BALL (1995) también apunta que la armonización contable internacional no es necesariamente un objetivo deseable. Señala que distintos usuarios tienen múltiples objetivos, y que los principios nacionales están envueltos en un proceso político que equilibra aspectos específicos de los países, usuarios y objetivos.

## *II.2. Estudios que analizan la relevancia de las diferencias contables para el mercado.*

En el caso europeo existe reconocimiento mutuo en los mercados de valores y por tanto las empresas presentan sus cuentas con sus normas originales, generalmente los principios nacionales de su país de origen. Muy pocos estudios hasta la fecha se han centrado en el contexto europeo para analizar el efecto de estas diferencias en los mercados de capitales. Antes de describir estos estudios consideramos interesante resaltar las características fundamentales que les diferencia de los estudios mencionados previamente, así como sus principales objetivos.

Como ya hemos mencionado, las empresas europeas cuyos países de origen tengan sus normas contables adaptadas a las directivas no deben presentar ningún tipo de reconciliación cuando cotizan en otro mercado de la Unión Europea. Así pues, no pueden realizarse estudios sobre qué principios son más relevantes para un determinado mercado en el sentido de los trabajos estadounidenses. Sin embargo, estos estudios asumen en general que las condiciones económicas de los países analizados son similares. De hecho, algunos autores como HESTON y ROUWENHORST (1994) analizan las características nacionales y la estructura empresarial de 12 países europeos y su efecto sobre las rentabilidades del mercado. Sus resultados sugieren que la similitud de su entorno económico puede verse reflejada en la elevada correlación entre las rentabilidades de sus mercados de capitales. Las implicaciones de estas afirmaciones son importantes para los estudios que vamos a describir. Hay que tener en cuenta que estos estudios analizan la relación entre la información contable y sus mercados de capitales nacionales. Si estos mercados estuviesen escasamente correlacionados como consecuencia de un entorno distinto, no podrían achacarse a las diferencias contables la valoración que los mercados hicieran de sus títulos. Es evidente que además pueden existir otras diferencias en las composiciones de las muestras de los distintos países que pueden influir en la distinta valoración de la información contable en los mercados, y que no serían achacables por tanto a las diferencias en sus sistemas contables. Sin embargo, en este sentido algunos investigadores realizan análisis adicionales para evitar este tipo de sesgos.

Estos estudios parten de la clasificación tradicional de los países europeos esgrimida por NOBES (1992) y que en función de la normativa contable considera que los países europeos pueden clasificarse en dos grandes bloques: el sistema anglosajón y el sistema continental.

Tradicionalmente se ha considerado que los países del sistema contable continental se han caracterizado por tener una normativa muy detallada emanada de organismos reguladores gubernamentales y con gran influencia fiscal, priorizándose los intereses de los acreedores fundamentalmente. Por otro lado, los países del sistema anglosajón se han caracterizado por tener una normativa contable elaborada por organismos profesionales, de escasa influencia fiscal, orientada fundamentalmente a proteger los intereses de los inversores de capital.

BELKAOUI (1985, pág. 239) afirmaba que el término «conservadurismo contable» implica que «preferiblemente se registrarán los menores valores de activos e ingresos y los mayores valores de pasivos y gastos»<sup>6</sup>. Los obligacionistas y otros acreedores demandan información oportuna sobre las malas noticias debido a que el valor de sus derechos es más sensible a disminuciones que a aumentos en el valor de la empresa (SMITH, 1979). Ésta es la razón por la que los países continentales, con instituciones de crédito como principales proveedores de financiación, han sido tradicionalmente considerados más conservadores que los países anglo-americanos y así lo han plasmado en su regulación contable.

---

<sup>6</sup> Esta definición de conservadurismo contable es la que aparece en los principales marcos conceptuales como el del FASB y el del IASC.



Para este tipo de estudios se han utilizado modelos de regresión donde la variable dependiente ha sido las rentabilidades o los precios del mercado y las variables independientes, el resultado contable y el patrimonio neto. Este tipo de modelos en los que la información contable es la variable independiente se han venido denominando en la literatura como «regresión normal».

$$\text{Precios de mercado} = F(\text{Resultado contable}, \text{Patrimonio neto})$$

Con esta metodología se han intentado contrastar diversas hipótesis entre las que destacamos las siguientes:

1. La información contable es relevante para todos los mercados de capitales. Sin embargo, la importancia relativa de la relevancia del beneficio con respecto a la del patrimonio neto varía de unos sistemas contables a otros en función de determinadas características. Concretamente, como consecuencia de la orientación crediticia de los países continentales su normativa tiende a proteger a los acreedores, pese a que esto suponga distorsionar la cuenta de resultados. Por otro lado, la orientación hacia los inversores de la normativa de los países anglosajones supone la existencia de métodos que no distorsionan la cuenta de resultados pese a que sí puedan distorsionar el patrimonio neto. Así pues, se contrasta la hipótesis de que el resultado contable es más relevante que el patrimonio neto en las empresas de países anglosajones, mientras que ocurre lo contrario en las empresas de países continentales.
2. Teniendo en cuenta la definición tradicional de conservadurismo contable, según la cual se tiende a infravalorar tanto el resultado contable como el patrimonio, las empresas de países cuyos sistemas contables son más conservadores (los del sistema continental) deberían tener unos coeficientes, tanto del beneficio como del patrimonio neto, más elevados que para las empresas de países cuyos sistemas son menos conservadores (los del sistema anglosajón).

En el **cuadro 2** se muestra un resumen de estos estudios.

CUADRO 2. ESTUDIOS QUE ANALIZAN LA RELEVANCIA DE LAS DIFERENCIAS CONTABLES PARA EL MERCADO

ESTUDIO	MUESTRA	PERÍODO	HIPÓTESIS	METODOLOGÍA	CONCLUSIONES
Joos y LANG (1994)	Reino Unido, Francia y Alemania; 7220 observaciones	1982-1990	Mayor relevancia del resultado en el Reino Unido, y mayor conservadurismo de Francia y Alemania.	Modelo con resultado y neto como explicativas del precio. No introducen análisis para comprobar significatividad de las diferencias.	Resultados confusos, no consistentes en su mayor parte con las hipótesis.
Joos (1997)	Reino Unido, Francia y Alemania; 8568 observaciones	1982-1993	Neto más relevante que resultado en Francia y Alemania. Lo contrario en el Reino Unido. Mayor asociación con neto en Francia y Alemania que en Reino Unido, y lo opuesto con el resultado. Mayor conservadurismo en Francia y Alemania.	Modelo con resultado y neto como explicativas del precio. Incluye variables ficticias para ver diferencias entre los países. Usa análisis para comprobar significatividad de los resultados.	Se cumplen las hipótesis excepto la del conservadurismo de Francia y Alemania con respecto al resultado.
KING y LANGLI (1998)	Reino Unido, Alemania y Noruega; 14643 observaciones	1982-1996	Existen diferencias en la relevancia de la información contable entre países. Mayor conservadurismo de balance de Alemania respecto a Reino Unido, quedando Noruega en posición intermedia.	Modelo con resultado y neto como explicativas del precio. Usan regresiones anuales. No analizan la significatividad de los resultados.	Resultados algo ambiguos al no testar la significatividad. El neto explica menos en el Reino Unido.

Aunque los pioneros de este tipo de estudios fueron JOOS y LANG (1994), que investigaron el efecto de las diferencias contables entre tres países: Francia, Alemania y Reino Unido; mediante estudios de asociación de la información contable con los precios, y evidencian la existencia de diferencias en la valoración que el mercado hace de la información contable, fue JOOS (1997) quien en definitiva evidencia la hipótesis de que en Alemania y Francia el patrimonio neto es una figura más relevante que el resultado, y justo lo opuesto en el Reino Unido, donde es el resultado la variable más relevante para el mercado. En cuanto a la hipótesis del conservadurismo, este autor obtiene unos coeficientes más elevados para el patrimonio neto en las empresas de los países más conservadores (Francia y Alemania) que en el Reino Unido, pero se incumple la expectativa en cuanto al coeficiente de los beneficios.

KING y LANGLI (1998) realizan un trabajo similar con Alemania, Noruega y el Reino Unido, obteniendo asimismo resultados poco concluyentes.

En definitiva estos estudios evidencian lo siguiente:

- a) Existen diferencias internacionales en la relevancia de la información contable para el mercado de capitales.
- b) Parece que los resultados de los estudios coinciden en obtener resultados consistentes con la infravaloración del patrimonio neto en los países del sistema continental pero los resultados son diversos en cuanto a la infravaloración del resultado (de hecho en muchos casos son opuestos a la hipótesis).

BALL *et al.* (2000) hacen dos observaciones relevantes en cuanto a esta concepción del conservadurismo. Es difícil para los beneficios ser conservadores en ese sentido de forma consistente, ya que los métodos contables que incrementan los gastos actuales o reducen los ingresos actuales tienen efectos compensadores en una fecha posterior. Un claro ejemplo de esto es el de la capitalización del *leasing*. El no incorporar el inmovilizado en el activo y reflejar las cuotas de arrendamiento como gasto implica una infravaloración actual de los activos, a la vez que un menor beneficio actual, pero un mayor beneficio en el futuro. Segundo, si se considera un sistema conservador por su habilidad para reducir los beneficios transfiriéndolos a reservas ocultas en los períodos de buenas noticias, esto se compensa por la práctica simétrica de incrementar los beneficios por la transferencia desde las reservas en períodos de malas noticias.

Debido a la propia aplicación del principio de devengo, el resultado no puede infravalorarse de forma continuada, ya que más tarde o más temprano la situación deberá revertir. Se ha venido asumiendo tradicionalmente que los países europeos continentales practicaban este tipo de conservadurismo. Se ha demostrado que esto no es cierto, citándose habitualmente como ejemplo el caso de la empresa alemana Daimler-Benz, que en 1993 tuvo un resultado positivo de 615 millones de marcos alemanes siguiendo los principios contables alemanes, y un resultado negativo de 1.839 millones siguiendo los principios contables de los Estados Unidos <sup>7</sup>.

<sup>7</sup> A este respecto véase BALL (1998).

### *II.3. Diferencias internacionales en las propiedades del Resultado Contable.*

Recientemente, una nueva línea de investigación sobre diferencias contables y mercados de capitales surgió a raíz del trabajo de BASU (1997). Este autor interpreta el conservadurismo como la tendencia de los contables a requerir un mayor nivel de verificación para reflejar buenas noticias que para registrar malas noticias en los estados financieros. Bajo su interpretación, el resultado refleja las malas noticias con mayor prontitud que las buenas noticias. A esta interpretación del conservadurismo del resultado se la ha venido denominando «conservadurismo del resultado» frente a la tradicional concepción del conservadurismo a la que se denomina «conservadurismo del balance».

El ejemplo que el propio BASU (1997) utiliza en su trabajo es bastante clarificador, tanto de lo que es una buena (mala) noticia, como de la asimetría en el reconocimiento de la misma. Imaginemos que una empresa recibe noticias que provocan un cambio en la vida útil estimada de un activo fijo. Si el cambio supone una mayor vida útil (buena noticia), la empresa recalculará la dotación por amortización de cada uno de los años que quedan hasta que termine la nueva vida útil, con lo que en la cuenta de pérdidas y ganancias quedará recogida una pequeña ganancia (con respecto a la situación anterior) durante cada uno de los años que queden hasta el final de la vida útil del activo. En cambio, si se trata de una reducción en la vida útil del activo (mala noticia), no se recalculará la cuota de amortización, sino que la parte que no se va a poder amortizar de forma lineal por la reducción en la vida útil se reconoce de forma inmediata como una pérdida.

Otro ejemplo podría ser el de la revalorización de activos. Si ésta no se permite en ningún caso, los incrementos de riqueza no realizados no se reflejan en los beneficios contables cuando ocurren. En lugar de ello se reconoce un beneficio mayor (a través de una menor amortización) a lo largo de la vida útil del activo. Así pues, la buena noticia se incorpora lentamente a lo largo del tiempo en el resultado. Por el contrario una pérdida de valor de un activo no realizada es más fácil que se incorpore inmediatamente al resultado del ejercicio. Otro ejemplo sería la norma de valoración de inventarios de «el menor entre el coste o el mercado» que supone que las malas noticias acerca del valor de los inventarios se incorporen antes a la cuenta de resultados que las buenas.

Comprobamos a través de su trabajo no únicamente la asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias en el resultado contable, sino también que el impacto de una mala noticia en el resultado contable va a tender a ser temporal (no tiene un impacto permanente), mientras que el de una buena noticia va a estar caracterizado por una cierta persistencia, ya que se verá reflejada en el resultado contable durante varios períodos.

Los trabajos que analizan esta incorporación asimétrica de noticias al resultado contable bajo la óptica del mercado bursátil se caracterizan por lo siguiente:

- a) Asumen la existencia de «la anticipación de los precios al resultado», es decir, que el resultado contable incorpora las noticias en general más tarde que la información del mercado <sup>8</sup>.
- b) Teniendo en cuenta lo anterior, consideran como una aproximación de las «buenas noticias» a un incremento en los precios de mercado (rentabilidades positivas) y de las «malas noticias» como un decremento en los mismos (rentabilidades negativas).
- c) Utilizan la metodología de *regresión inversa* con niveles del resultado como variable dependiente, que se deducía como mejor especificación de los trabajos que analizaban la anticipación de los precios al resultado <sup>9</sup>.

En relación con la metodología, la denominada «regresión inversa» supone que, a diferencia de lo que se ha denominado «regresión normal», en la que la información contable es la variable independiente y la información del mercado es la variable dependiente, se invierte la relación, con lo que el resultado contable es una función de la rentabilidad del mercado.

Las características de este tipo de regresión permiten que el error de medición que existía sobre la variable explicativa en la regresión normal, provocado por el reflejo en el resultado contable de información que no tiene relevancia económica (por ejemplo, la aplicación de determinados principios o cambios normativos, etc.) se sitúe sobre la perturbación aleatoria del modelo, en lugar de sobre la variable explicativa, con lo que la pendiente del modelo no muestra ningún sesgo adicional debido a este problema, y el coeficiente de la variable explicativa se acercará más a su valor real.

En el **cuadro 3** aparecen los trabajos en esta línea recientemente publicados.

---

<sup>8</sup> Existe un gran número de trabajos que han demostrado la anticipación de los precios al resultado, fenómeno que en la literatura anglosajona se denomina «price leading earnings». En este sentido puede verse BEAVER, LAMBERT y MORSE (1980), BEAVER, LAMBERT y RYAN (1987), KOTHARI y SLOAN (1992), EASTON, HARRIS y OHLSON (1992), o WARFIELD y WILD (1992).

<sup>9</sup> En este sentido puede verse KOTHARI (1992).

**CUADRO 3 . ESTUDIOS QUE ANALIZAN LA ASIMETRÍA EN EL RECONOCIMIENTO DE NOTICIAS EN EL RESULTADO CONTABLE**

ESTUDIO	MUESTRA	PERÍODO	HIPÓTESIS	METODOLOGÍA	CONCLUSIONES
BASU (1997)	EEUU, aprox. 43000 observaciones	1963-1990	El resultado contable incorpora más rápidamente las malas noticias que las buenas noticias. (Conservadurismo del resultado).	Regresión inversa. Aproximación a noticias: rentabilidades no esperadas.	Los resultados muestran que existe un sesgo conservador.
BALL <i>et al.</i> (2000)	EEUU, Australia, Canadá, Reino Unido, Francia, Alemania y Japón; 40359 observaciones	1985-1995	Los países basados en el derecho común son más conservadores que los basados en el derecho romano. Estados Unidos más conservador que el Reino Unido.	Regresión inversa. Incorpora efecto diferencial de cada país a través de variables ficticias.	Extremo conservadurismo de Estados Unidos con respecto a Francia, Alemania y Japón, quedando el Reino Unido en una posición intermedia.
POPE y WALKER (1999)	EEUU y Reino Unido, 25569 observaciones	1976-1996	El resultado contable del Reino Unido es tanto o más conservador que el de Estados Unidos. Noticias de períodos anteriores explican el resultado contable actual.	Regresión inversa. Incorporan al modelo noticias de períodos anteriores, con subrogado cuestionable.	Reino Unido tanto o más conservador que Estados Unidos. Los modelos mejoran al incorporar noticias de períodos anteriores. Algunos coeficientes no se comportan de la manera esperada.

BASU (1997) prueba empíricamente para el mercado estadounidense que existe una asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias, las malas noticias se incorporan antes al resultado contable, con lo que siguiendo su definición existe conservadurismo contable. Prueba igualmente que las malas noticias tienen un impacto puntual sobre el resultado mientras que las buenas tienen un impacto diluido en el tiempo, se incorporan al resultado en los períodos subsiguientes a aquel en que se producen.

Para realizar sus análisis propone como subrogado de las noticias las rentabilidades no esperadas de los títulos, y siguiendo a BEAVER, LAMBERT y RYAN (1987) usa una regresión inversa, con los precios de los títulos como variable explicativa, y el resultado como variable dependiente.

BASU (1997) comprueba que efectivamente las malas noticias están más relacionadas con el resultado contable del período que las buenas. También analiza el signo de la constante del modelo comprobando que es positivo (aunque no comprueba su significatividad estadística), lo que da evidencia adicional de que el resultado contable está reflejando buenas noticias de períodos anteriores.

Una de las posibles razones que BASU aporta para explicar esta asimetría en la oportunidad del resultado es el riesgo de litigios al que se ven sometidos gerentes y auditores. Este argumento sería desarrollado posteriormente por BALL, KOTHARI y ROBIN (2000).

BALL *et al.* (2000) extienden el análisis de BASU (1997) a 7 países (Australia, Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania y Japón) en el período 1985-1995. De hecho es el único estudio publicado hasta la fecha que incluye países clasificados tradicionalmente en distintos sistemas contables, aunque sólo incluye Reino Unido, Francia y Alemania como muestra de países europeos. Estos autores prueban que existe una variación sustancial en el grado de incorporación asimétrica de noticias en diferentes sistemas contables, y atribuyen esta variación a diferencias en los entornos legales e institucionales que afectan al sistema contable. Las tres variables institucionales que analizan son: la mayor importancia económica de los estados financieros en los países con ley común con respecto a los países basados en el derecho romano, la variación en la cantidad de regulación y en el riesgo de litigios <sup>10</sup> y las diferencias internacionales en las normas y prácticas que pueden provocar que la política de dividendos a corto plazo influya en la cifra del resultado contable.

Utilizan un modelo similar al de BASU (1997), pero incluyendo variables ficticias para captar las diferencias existentes entre los distintos países estudiados.

La asimetría en el reconocimiento de noticias en el resultado se observa en algún grado en todos los países de su muestra. Ponen de manifiesto que en los países basados en el derecho común, donde el papel de los estados financieros es más importante, la demanda de prácticas contables con-

<sup>10</sup> Riesgo de que los directivos o los auditores sean demandados por los inversores por una tardía comunicación de las noticias (fundamentalmente malas) a través de las cuentas anuales. A este respecto véase KOTHARI, LYS, SMITH y WATTS (1989) y SKINNER (1994) y (1997).

servadoras es mayor. El tratamiento contable asimétrico de buenas y malas noticias es incluso más acentuado en los Estados Unidos debido a dos variables institucionales. La primera es que existe una regulación de la profesión contable más fuerte debido al interés institucional por evitar crisis financieras. La segunda es que existe un mayor riesgo de litigios, lo que lleva a los directivos a tener más incentivos para comunicar con mayor prontitud las malas noticias.

Su idea pues es que han demostrado que las diferencias institucionales entre países tienen efectos predecibles en propiedades observables del resultado contable. Sus resultados incluyen el extremo conservadurismo del modelo contable anglo-americano (fundamentalmente Estados Unidos) con respecto a los países de Europa continental y Japón, quedando el Reino Unido en una posición intermedia. De acuerdo con los autores, el resultado no es nada sorprendente puesto que se debe considerar cuál es el papel que juega la información contable en un país (EE.UU.) que 1) tiene importantes mercados de deuda y 2) tiene una regulación sobre litigios favorable a los demandantes.

En nuestra opinión, la utilización de 7 países tan dispares como Estados Unidos, Australia, Canadá, Reino Unido, Alemania, Francia y Japón provoca que los resultados e inferencias que los autores realizan deban ser analizados con cierto cuidado. Al utilizar países con características realmente dispares, por ejemplo, con ciclos económicos muy distintos, es posible que las diferencias que se ponen de manifiesto en el trabajo puedan ser atribuibles a factores de tipo macroeconómico y no exclusivamente a factores institucionales relacionados, con el papel de la información contable.

Por otro lado, y tal y como ponen de manifiesto POPE y WALKER (1999), las diferencias existentes en los países podrían ser debidas a una diferente clasificación dentro de los estados financieros de cada país de las buenas y malas noticias. POPE y WALKER (1999) construyen un modelo teórico y medidas de conservadurismo que capturan la intuición original del análisis empírico llevado a cabo por BASU (1997). A continuación, plantean que el nivel de conservadurismo del resultado se ve afectado por la definición de resultado contable que estemos usando en el análisis empírico (antes o después de partidas extraordinarias). Afirman y demuestran empíricamente que el Reino Unido es tanto o más conservador que los Estados Unidos cuando se utiliza el resultado después de partidas extraordinarias<sup>11</sup>, es decir, las empresas del Reino Unido reconocen las malas noticias al menos tan rápidamente como las empresas estadounidenses, pero las clasifican de forma diferente.

Finalmente, y como un análisis adicional, se plantean incluir en un modelo noticias de períodos anteriores, manteniendo el resultado contable del período actual como variable dependiente. Al incorporar noticias de períodos anteriores se espera que las malas noticias sólo sean significativas durante el año en que se producen, mientras que las buenas noticias deberían tener un pequeño impacto positivo en el resultado durante al menos cuatro períodos. Aunque los resultados no son concluyentes en algunos casos, sí parecen confirmar la hipótesis de la mayor persistencia de las buenas noticias y de las diferencias entre Estados Unidos y Reino Unido.

<sup>11</sup> BALL *et al.* (2000) aducen como respuesta a los resultados obtenidos por POPE y WALKER (1999) que las diferencias que éstos encuentran respecto a su trabajo no se deben, probablemente, a una distinta clasificación de las noticias dentro de los estados contables, sino a una distinta clasificación de las mismas dentro de las bases de datos utilizadas, ya que POPE y WALKER (1999) utilizan bases de datos diferentes para obtener los datos del Reino Unido y de los Estados Unidos.



En resumen, en los trabajos de la línea de investigación centrada en la asimetría en la oportunidad del resultado y el conservadurismo, se ha probado empíricamente que:

- a) Existe una asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias en el resultado contable. Las malas noticias se reconocen antes, habiéndose bautizado a este fenómeno como conservadurismo del resultado.
- b) Igualmente, parece ser que este sesgo conservador puede ser más pronunciado en las empresas de los países basados en el derecho común frente a las de países basados en el derecho romano, habiéndose justificado esta diferencia básicamente en el distinto papel que los estados financieros juegan en ambos tipos de países.
- c) Finalmente, se ha puesto de manifiesto que la diferente clasificación dentro de los estados financieros de las buenas y malas noticias en cada país puede afectar a los resultados de los trabajos que miden la asimetría y el conservadurismo, por lo que se deberán estudiar y tener en cuenta estas diferencias.

Consideramos que es importante señalar que estos resultados no son contrarios a la visión tradicional que se ha tenido acerca del conservadurismo contable de los países continentales. En primer lugar hay que destacar que estos trabajos hacen referencia a las prácticas contables de las empresas y no a las normas contables de sus países de origen.

De hecho, con la «regresión inversa», tal y como hemos mencionado con anterioridad, los errores en la medida de la asociación entre el resultado contable y la rentabilidad que son consecuencia de características del resultado contable, y que no son económicamente relevantes para el valor (por ejemplo, diferencias normativas entre países) van a la perturbación aleatoria y no al coeficiente de la variable explicativa. Así pues, asumiendo que no hubiesen diferencias macroeconómicas, las diferencias entre países se atribuirían a diferencias en las pautas de comportamiento de la gerencia y no a las diferencias en las normas contables.

Por otro lado, con una «regresión normal», como la de los trabajos previos, las diferencias internacionales halladas con los modelos de asociación sí pueden atribuirse en gran medida a las diferencias en la normativa contable, ya que las diferencias en las características de la información contable (resultado o patrimonio neto) que no son económicamente relevantes (por ejemplo, diferencias normativas) sí afectan a los coeficientes de las variables.

### PARTE III. ANÁLISIS EMPÍRICO

El objetivo del trabajo es analizar las diferencias en el conservadurismo contable de las empresas europeas que cotizan en bolsa, y cómo esto afecta a la relación entre información contable y precios.

### III.1. Selección de la muestra, hipótesis y metodología.

Para contrastar las hipótesis que planteamos a continuación hemos seleccionado una muestra compuesta por todas las observaciones disponibles en la base de datos Extel Company Analysis <sup>12</sup> a fecha de mayo de 2000, para los siguientes países: Reino Unido, Alemania, Francia, Suiza, Países Bajos, Italia, España y Bélgica (es decir, aquellos que presumiblemente formarán un mercado financiero único) para el período 1988-2000. Finalmente, trabajamos con una muestra de aproximadamente 21.000 observaciones empresa/año (el número exacto depende del análisis de que se trate) para contrastar el conservadurismo del patrimonio neto, y de aproximadamente 12.000 para contrastar el conservadurismo del resultado.

Las hipótesis que planteamos son las siguientes:

#### HIPÓTESIS 1: *Conservadurismo del patrimonio neto*

Considerando el concepto tradicional de conservadurismo, mencionábamos que hace alusión a la infravaloración sistemática tanto de resultado contable como del patrimonio neto. Tal y como hemos mencionado, cuando hablamos de reconocimiento de ingresos y gastos las diferencias temporales revierten en el tiempo por lo que no se puede expresar un resultado persistentemente menor. Es decir, no se pueden obtener valores persistentemente reducidos del resultado contable mediante diferencias en el reconocimiento, ya que éstas son temporales y necesariamente revertirán en el futuro. Se ha venido asumiendo que los países continentales practicaban este tipo de conservadurismo. Esta hipótesis sin embargo no ha podido ser contrastada en los trabajos anteriores.

Lo que sí es posible es que existan diferencias permanentes en los criterios y normas contables, relacionadas con la valoración de activos y pasivos que supongan una infravaloración permanente del patrimonio neto bajo el principio de gestión continuada, y es este tipo de conservadurismo normativo el que pretendemos contrastar en nuestra primera hipótesis. Únicamente en lo que se refiere a la valoración del patrimonio neto nuestra primera hipótesis es que los países del sistema continental, como consecuencia de una normativa contable influenciada por la fiscalidad y la protección a los acreedores, tienden a infravalorar el patrimonio. Sin embargo, la infravaloración del resultado contable no puede mantenerse en el tiempo ya que se trata de diferencias temporales que revertirán en el futuro. Así pues no puede hacerse ninguna hipótesis *a priori* en este sentido.

---

<sup>12</sup> No se han tenido en cuenta las empresas financieras. Asimismo, se han eliminado de la muestra aquellas observaciones con valor nulo de alguna de las variables solicitadas, y aquellas con un ejercicio contable superior a 395 días o inferior a 335. De la muestra resultante, y para cada uno de los análisis, se han eliminado las observaciones situadas dentro del primer y del último percentil de cada una de las variables utilizadas, realizando siempre esta eliminación de observaciones extremas por países, y nunca para el total de la muestra.

De la definición de conservadurismo de BELKAOUI se desprende que podemos utilizar como metodología de contrastación, al igual que se ha hecho en trabajos previos [JOOS (1997) y KING y LANGLI (1998)], un modelo como el utilizado por FELTHAM y OHLSON (1995), es decir,

$$P_t = \alpha + \beta NI + \phi BV + u$$

Donde,  $P_t$  es el precio de una acción,  $NI$  es el resultado contable antes de partidas extraordinarias por acción y  $BV$  son los fondos propios por acción, siendo  $u$  la perturbación aleatoria.

Este modelo («regresión normal», es decir, información de mercado en función de información contable) nos permite atribuir las diferencias entre los países (al menos en una parte importante) a diferencias en las normas contables.

Siguiendo la definición tradicional y en la misma línea de trabajos anteriores, esperamos que los coeficientes  $\beta$  y  $\phi$  serán tanto más elevados cuanto mayor sea el grado de conservadurismo, debido a la infravaloración de activos e ingresos y a la sobrevaloración de pasivos y gastos. Mientras que como ya hemos mencionado se ha confirmado empíricamente la existencia de esta definición de conservadurismo para el parámetro  $\phi$  (asociado a los fondos propios), la existencia del mismo para  $\beta$  (resultado contable) no ha sido confirmada, como ya hemos señalado, en los trabajos que se han centrado en analizar este fenómeno en un contexto europeo, lo cual, como ya se ha mencionado, no es sorprendente.

En nuestro caso, y en la línea de los resultados de trabajos anteriores, esperamos encontrar un sesgo conservador de los fondos propios más elevado en los países de corte continental, frente al Reino Unido. Pese a que para determinados países este mayor conservadurismo de los países continentales ya ha sido contrastado, tan sólo en el trabajo de Joos (1997) se trata de analizar la significatividad estadística de esta diferencia entre los países europeos.

Sin embargo, no esperamos encontrar un sesgo conservador del resultado contable en ninguno de los países estudiados, ya que debido a la propia aplicación del principio del devengo, no se puede mantener en el tiempo una infravaloración de los ingresos y una sobrevaloración de los gastos. Ahora bien, en cuanto respecta a lo que podemos denominar como «conservadurismo de los fondos propios», debido a la mayor orientación de los sistemas contables continentales hacia una normativa más centrada en la protección a los acreedores y no a los accionistas, y al hecho de que los acreedores son más sensibles a una reducción que a un aumento en el valor de la empresa, esperamos que el grado de conservadurismo de los fondos propios de los países continentales sea significativamente superior al de los países anglosajones, es decir, esperamos que el coeficiente  $\phi$  del modelo comentado sea significativamente mayor en los países continentales, dada la existencia de una mayor infravaloración del patrimonio en estos países como consecuencia de su normativa contable.

Para contrastar esta hipótesis utilizamos el siguiente modelo:

$$P_t = \alpha + \sum_j \alpha_j CD_j + \beta NI + \sum_j \beta_j NICD_j + \phi BV + \sum_j \phi_j BVCD_j + u$$

Donde  $P_t$  es el precio de una acción,  $CD_j$  es una variable ficticia que toma valor 0 cuando se trata del Reino Unido (país de referencia) y valor 1 en caso del país  $j$ ,  $NI$  es el resultado contable después de partidas extraordinarias por acción y  $BV$  son los fondos propios por acción.

Siguiendo pues nuestra hipótesis, esperamos que  $\phi_j$  sea significativamente positivo.

De nuestro modelo vamos a utilizar finalmente cuatro variaciones, en función de la muestra utilizada:

- A: Toda la muestra.
- B: A, eliminando valores extremos de los residuos.
- C: Eliminando empresas con fondos propios negativos.
- D: C, eliminando valores extremos de los residuos.

Las especificaciones B, C y D podrían ser criticables si nuestros análisis se centrasen en estudiar la asociación entre la variable endógena y las explicativas a través de los coeficientes de determinación, ya que éstos aumentarían de forma un tanto artificial. Sin embargo, dado que en nuestro trabajo nos centramos en el análisis de los coeficientes de los parámetros del modelo, pensamos que a través de estas filtraciones de la muestra podemos llegar a valores de los parámetros más cercanos a su valor real.

#### HIPÓTESIS 2: *Conservadurismo del resultado*

La segunda hipótesis se basa en la concepción de conservadurismo esgrimida por BASU (1997). La hipótesis es que dadas las características de la contabilidad existe un sesgo conservador siempre; sin embargo, dicho sesgo conservador es mayor en la práctica de las empresas de los países anglosajones.

Los argumentos que esgrimimos para plantear las hipótesis mencionadas son los siguientes:

Como ya hemos mencionado con anterioridad, BASU (1997) define el conservadurismo como la tendencia de los contables a requerir un mayor grado de verificación para reflejar las buenas noticias que para reflejar las malas noticias. Es de esperar que en mayor o menor medida esta asimetría

entre buenas y malas noticias se vea reflejada en todos los países, debido a que existen criterios formales de reconocimiento contable que, como hemos mencionado, son más duros con las buenas noticias que con las malas noticias.

*Mayor conservadurismo del resultado en los países con sistema contable anglo-americano.*

Entre las notables diferencias existentes entre los países con sistema contable basado en el derecho común y aquéllos con sistema contable basado en el derecho romano, es especialmente reseñable el diferente papel económico que juegan los estados financieros en ambos tipos de países <sup>13</sup>.

En los países de corte anglo-americano (sistema contable basado en el derecho común) los principales proveedores de financiación son pequeños accionistas, de modo que *la propiedad de las empresas está diseminada entre un número muy elevado de inversores*. Estos inversores sólo pueden conocer cuál es la situación de la empresa a través de las cuentas anuales, por lo que demandan que la información contenida en las mismas sea veraz y puntual. En este tipo de países, los inversores estarán dispuestos a demandar judicialmente a los directivos en el caso de que éstos no comuniquen a través de las cuentas anuales y de forma puntual las noticias (especialmente las malas noticias) que afecten a la empresa. Se entiende pues que en estos países ningún tercero tiene influencia suficiente en la empresa como para obtener la información como si se tratara de un usuario interno. Cualquier tercero debe recurrir a las cuentas anuales para conocer la situación de la empresa. En estos países, se asume además que la legislación es, en mayor o menor grado, favorable al demandante (accionista) frente al demandado (directivos o auditores). Así pues, tanto directivos como auditores, como respuesta a una demanda externa de medidas conservadoras, comunicarán las malas noticias de manera mucho más oportuna que las buenas noticias, siendo esta asimetría muy relevante debido al importante riesgo de litigios al que se ven sometidos.

Por el contrario, en los países de corte continental (basados en el derecho romano), el número de terceros con los que la empresa tiene relación es limitado. La contratación con la empresa tiende a ser conducida por un número reducido de representantes de grupos de individuos, como por ejemplo las instituciones financieras, que en este tipo de países son las principales proveedoras de financiación (inclusive a través del mercado de capitales). Aquí no existe la presunción de que existe una relación lejana entre las partes, todo lo contrario, este sistema requiere que exista una relación estrecha entre empresa y terceros. Ésta es la razón por la que no existe tanta demanda de información exacta y puntual en las cuentas anuales, puesto que esta información ya es conocida por sus usuarios antes de que se vea reflejada en los estados financieros, y los casos de demandas y litigios en estos países son extraordinariamente menores.

<sup>13</sup> Véase a este respecto BALL, KOTHARI y ROBIN (2000). Existen igualmente trabajos que se centran en el análisis de las diferencias existentes en los distintos sistemas contables, y en la clasificación de países en sistemas contables, como por ejemplo NOBES y PARKER (1991), NOBES (1992), RADEBAUGH y GRAY (1993), o MUELLER, GERNON y MEEK (1997), entre otros.

Es por ello que esperamos, al igual que BALL *et al.* (2000) que la asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias en los estados financieros sea significativamente más pronunciada en las empresas de los países basados en el derecho común. Esperamos pues que la muestra de los países de corte anglo-americano muestre un sesgo conservador significativamente más elevado que el de los países de corte continental.

Para contrastar esta segunda hipótesis en nuestro trabajo vamos a utilizar dos modelos distintos. Utilizaremos un modelo de regresión inversa definiendo las noticias como las rentabilidades de los títulos ( $R_t$ ), que dividiremos a su vez en modelo simple, que es el utilizado por BASU (1997) para medir el conservadurismo en general, sin comparación entre países, y el modelo comparativo, utilizado por BALL *et al.* (2000) que permite hacer comparaciones entre distintos países.

#### Modelo simple:

$$X_t = \underbrace{\beta_0}_{\text{Intercept.}} + \underbrace{\beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D}_{\text{MN}} + \underbrace{u}_{\text{Error}}$$

#### Modelo comparativo:

$$X_t = \underbrace{\beta_0 + \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD + \beta_{1j} CD_j RD}_{\text{Interceptos}} + \underbrace{\beta_2 R_t + \beta_{2j} CD_j R_t}_{\text{Buenas noticias}} + \underbrace{\beta_3 R_t RD + \beta_{3j} R_t CD_j RD}_{\text{Malas noticias}} + \underbrace{u}_{\text{Error}}$$

donde:

$X_t$ : Resultado contable después de partidas extraordinarias.

$R_t$ : Rentabilidad de mercado de los títulos.

$CD_j$ : Variable ficticia asociada al país  $j$ . Toma valor 0 si el país de que se trata es el Reino Unido y 1 si es el país  $j$ . Usamos el Reino Unido como país de referencia ya que es el más claro ejemplo de país con sistema contable anglo-americano de entre los que forman nuestra muestra. De este modo, la interpretación de los resultados será mucho más sencilla.

$RD$ : Variable ficticia que toma valor 1 cuando hay malas noticias, es decir, cuando sea cual sea la definición de noticias que estemos utilizando ésta sea negativa, y 0 en caso contrario. En el modelo simple de BASU se la denomina  $D$ .

El modelo comparativo es pues una adaptación para varios países, permitiendo de manera directa una fácil comparación entre ellos, de los modelos simples de BASU. La única diferencia radica en que en este modelo se incorporan con variables ficticias (*CD*) el efecto diferencial de cada uno de los países.

A diferencia de BALL *et al.* (2000), utilizamos el resultado después de partidas extraordinarias por acción, deflactado por el precio de mercado de una acción al principio del período. La razón de utilizar el resultado después de partidas extraordinarias y no el resultado ordinario como es habitual en la mayor parte de trabajos se debe a la necesidad de evitar que las posibles diferencias en la clasificación de las buenas y malas noticias dentro de los estados financieros en cada país afecten a los resultados del estudio, distorsionando las medidas de conservadurismo y asimetría (véase POPE y WALKER, 1999).

Para lograr mejores estimaciones del parámetro (que podríamos denominar coeficiente de respuesta de la rentabilidad, o coeficiente inverso de respuesta del resultado) realizamos análisis tanto sin eliminar como eliminando valores extremos de los residuos. Al igual que en el caso de la primera hipótesis, pensamos que la eliminación de estos últimos es adecuada puesto que lo que analizamos es el coeficiente asociado a las variables explicativas del modelo, y no el coeficiente de determinación, que aumentará (quizás de forma algo artificial) al llevar a cabo este análisis.

### III.2. Resultados del análisis.

#### HIPÓTESIS 1: *Conservadurismo de los fondos propios*

Los estadísticos descriptivos pueden consultarse en la **tabla 1**.

Tal y como era de esperar, los países continentales muestran un sesgo conservador de los fondos propios más marcado que el Reino Unido. En las cuatro especificaciones propuestas (véanse **tablas 2 a 5**), Francia, Alemania y Bélgica muestran un sesgo conservador de los fondos propios significativamente mayor que el del Reino Unido. En cuanto a los Países Bajos, Italia y España, también muestran un sesgo conservador más elevado que el del Reino Unido, pero para estos países no es estadísticamente significativo. El único país que no se comporta de la manera esperada es Suiza, que muestra un sesgo conservador de los fondos propios menor que el del Reino Unido, aunque no significativo al 5%.

Si consideramos de forma conjunta a los países continentales (Francia, Alemania, Bélgica, Italia y España), el conjunto muestra un sesgo conservador de los fondos propios significativamente superior al del Reino Unido. No incluimos en el grupo a los Países Bajos, por las particularidades de su sistema contable, ni a Suiza, que muestra resultados sorprendentemente alejados de los valores esperados.

HIPÓTESIS 2: *Conservadurismo del resultado*

Como ya hemos comentado, para contrastar la hipótesis del conservadurismo del resultado en general utilizamos el modelo «simple». Esperamos que todos los países objeto de estudio muestren un sesgo conservador, es decir, que exista una asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias, reconociéndose las malas de manera más puntual. Así pues, esperamos que  $\beta_3$ , coeficiente que muestra la respuesta incremental de las malas noticias con respecto a las buenas noticias, sea significativamente positivo. Igualmente, esperamos que la suma de  $\beta_2$  y  $\beta_3$  (coeficiente de respuesta total de las malas noticias) sea significativamente positiva. Esta última comprobación no es llevada a cabo en ninguno de los trabajos anteriores, que se centran únicamente en el efecto diferencial de las malas noticias sobre las buenas. Ahora bien, si el efecto diferencial es estadísticamente significativo, pero sin embargo el global de las malas noticias no lo es, el resultado carecería de interés.

Los estadísticos descriptivos de esta segunda hipótesis pueden consultarse en la **tabla 6**.

La **tabla 7** muestra los resultados de este análisis para el modelo simple. Los resultados nos permiten ver que todos los países de la muestra presentan un sesgo conservador estadísticamente significativo al 5%, excepto Bélgica, que lo muestra al 8%.

Al realizar una regresión con todos los países de corte continental (Alemania, Francia, Suiza, Italia, España y Bélgica), el grupo de países muestra un sesgo conservador estadísticamente significativo al 0,00%.

A continuación, analizamos el efecto total de las malas noticias en cada uno de los países. Esta comprobación no había sido llevada a cabo en ninguno de los trabajos anteriores. Esperamos que la suma de  $\beta_2$  y  $\beta_3$  sea estadísticamente significativa. Para comprobar la significatividad estadística conjunta de ambos parámetros usamos un test de WALD<sup>14</sup>. Los resultados, que pueden verse en la **tabla 8**, muestran que todos los efectos totales de las malas noticias son significativos al menos al 5%.

Para contrastar la hipótesis de las diferencias entre las empresas de países continentales y de los anglosajones utilizamos los modelos comparativos, que incluyen el efecto diferencial de cada uno de los países a través de variables ficticias, de modo que se puede contrastar igualmente la significatividad estadística de estas diferencias.

<sup>14</sup> El test de WALD es un test de significatividad conjunta de los parámetros que se distribuyen según una  $F$  de Snedecor:

$$F = \frac{\frac{Q^R - Q}{q}}{\frac{Q}{T - k}}$$

donde  $Q$  es la suma de los cuadrados de los residuos,  $R$  indica si se trata del modelo normal o restringido,  $q$  es el número de restricciones de la hipótesis nula,  $T$  es el número de observaciones y  $k$  es el número de variables explicativas del modelo no restringido.



Puesto que el país de referencia es el Reino Unido, que puede ser considerado como el exponente europeo más claro de país con sistema contable anglo-americano, esperamos que  $\beta_{3j}$  sea significativamente negativo para todos los países de la muestra con un sistema contable continental, por las razones explicadas con anterioridad.

Como podemos ver en la **tabla 9**, todos los países objeto de estudio son menos conservadores que el Reino Unido salvo España. Ahora bien, este menor sesgo conservador sólo es significativo al 5% para Alemania.

Teniendo en cuenta que una limitación importante de nuestro estudio es el reducido número de observaciones con el que contamos para algunos países (aunque hay al menos cerca de 400 observaciones en cada caso), hemos considerado de interés analizar esta hipótesis dividiendo la muestra en dos grupos, el grupo «anglo-americano» y el grupo «continental». No incluimos a los Países Bajos en ninguno de los dos grupos debido a las particularidades de su sistema contable. Pese a que ha sido típicamente clasificado entre los países de corte anglo-americano, debemos tener en cuenta el hecho de que en los Países Bajos la teoría económica y especialmente la microeconomía juega un papel muy importante dentro de la contabilidad, que hace que los contables busquen la exacta representación de los hechos económicos. Esto, junto a que con nuestros primeros resultados siempre se acerca más al grupo continental que al Reino Unido, nos ha hecho decantarnos por excluirlo del análisis.

La **tabla 10** muestra los resultados de este último análisis. Los países continentales como conjunto muestran un menor sesgo conservador que el Reino Unido, pero éste no es estadísticamente significativo.

## CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

El objetivo general de este trabajo ha sido el de analizar y contrastar empíricamente aspectos concretos sobre el efecto que tiene la diversidad contable internacional en los mercados de capitales. Este tipo de investigación ha proliferado en la última década como consecuencia de la globalización de la economía en general y de los mercados financieros en particular. Dicho fenómeno ha supuesto en el ámbito contable una «revolución institucional». Por un lado, se ha incrementado la preocupación por la adaptación del sistema contable tradicional a la «nueva economía», con el fin de que la información financiera gane o, al menos, no pierda relevancia como información útil para la toma de decisiones. Por otra parte, la que nos ocupa, tras haberse puesto de manifiesto las diferencias contables entre países, las distintas instituciones y organismos nacionales e internacionales, las empresas, los profesionales y, por supuesto, los académicos, están inmersos en un proceso que permita la comparabilidad internacional. Al mismo tiempo se intenta dilucidar los efectos de la diversidad en los mercados globalizados, así como la mejor forma de alcanzar una comparabilidad que, necesariamente, tiene que ser fruto de un proceso político.

Con nuestro trabajo hemos pretendido mostrar hasta qué punto las investigaciones contables están dando respuesta a los retos institucionales, así como a las cuestiones y debates que se plantean a nivel internacional. Además, hemos considerado de interés aportar evidencia empírica sobre un aspecto de la comparabilidad en el contexto europeo que, de hecho, se ha considerado tradicionalmente como uno de los principales elementos diferenciadores en las normas y, como hemos demostrado, también en las prácticas contables de las empresas: el nivel de conservadurismo.

Las conclusiones a las que hemos llegado son las siguientes:

- a) Las investigaciones relacionadas con la justificación de la SEC estadounidense de exigir las reconciliaciones a las empresas extranjeras no son concluyentes. Pese a que la mayoría de los autores estadounidenses intentan justificar la necesidad de dicha reconciliación, las limitaciones de los trabajos son obvias. En cualquier caso, el debate en la actualidad se centra casi exclusivamente en la aceptación de las IAS. Teniendo en cuenta que las empresas que elaboran sus cuentas siguiendo las IAS no utilizarán el «cuerpo coherente de normas» que es objeto de debate hasta al menos las cuentas anuales de 2001, no existen trabajos que ayuden a dar respuesta a este debate. Además, no hay que olvidar el aspecto político que esta decisión conlleva y que, sin duda, será determinante a la hora de tomar las decisiones.
- b) Parece evidenciarse que sigue existiendo una división de Europa en dos grandes sistemas: el continental y el anglosajón. Sin embargo, los esquemas tradicionales ya no son tan patentes cuando se habla de las prácticas contables de las empresas que cotizan en bolsa (concretamente en sus cuentas consolidadas) en vez de hablar de normativa. Pese a que las diferencias en los procesos de regulación y en las normas persisten en la actualidad, es importante analizar qué hacen las empresas para actuar en consecuencia si se pretende la ansiada comparabilidad en Europa. Parece que sigue existiendo una diferencia significativa entre los dos bloques en cuanto a la relevancia del resultado y del patrimonio neto. Sin embargo, los trabajos sólo han logrado contrastar la hipótesis tradicional del conservadurismo para los fondos propios, mientras que para el resultado contable, dada la reversión en las diferencias en el reconocimiento, es lógico que la definición tradicional de conservadurismo no se cumpla.
- c) Los trabajos que definen el conservadurismo como la tendencia en la práctica contable de las empresas a registrar antes las malas noticias que las buenas parecen demostrar que, además de ser una práctica generalizada, todavía es más acusada en las empresas de países anglosajones. La explicación se ha buscado fundamentalmente en el distinto papel que juegan los estados financieros en estos mercados. Las empresas de los mercados financieros de los países anglosajones tienen una propiedad más diversificada, sin otras fuentes de información adicional a las cuentas anuales y con más predisposición a demandar a las empresas en caso de malas noticias no comunicadas con la suficiente prontitud a través de los estados financieros. Este resultado no debe sorprender, puesto que no es contrario al hecho de que los países continentales tengan una normativa que infravalora el patrimonio y tendente a proteger los intereses de los acreedores.

Con nuestro análisis empírico hemos intentado, por un lado, poner de manifiesto que en las empresas de los países continentales se produce una infravaloración sistemática del patrimonio neto, aunque no del resultado, ya que las diferencias en el reconocimiento de ingresos y gastos revierten en el futuro. Nuestros resultados apoyan la hipótesis de que esto es así, y se argumenta en base a una normativa que tiende a proteger los intereses de los acreedores. El utilizar como metodología de análisis una «regresión normal» y asumir que no existen diferencias económicas entre los países permite concluir que las diferencias encontradas pueden deberse fundamentalmente a las diferencias en la normativa contable.

En segundo lugar, siguiendo la definición de conservadurismo de BASU (1997), hemos contrastado que existen diferencias predecibles en las propiedades del resultado contable que no se deben a normas concretas, sino al distinto papel que juegan los estados financieros en ambos grupos de países. Nuestra muestra, al estar compuesta exclusivamente por países europeos, permite obtener conclusiones más robustas en este sentido que el trabajo previo de BALL *et al.* (2000) cuya muestra de países es más heterogénea.

El hecho de contrastar la existencia de un comportamiento predecible en las empresas acerca del nivel de conservadurismo del resultado en la práctica nos hace plantearnos las siguientes reflexiones:

¿Se conseguirá la comparabilidad en Europa tras la adopción de un cuerpo de normas comunes?

Si consideramos que la evidencia empírica demuestra que la actitud de la gerencia se ve influenciada por los aspectos mencionados en las hipótesis como el riesgo de litigios, el grado de concentración de la propiedad de la empresa, etc., independientemente de cuál sea la normativa contable del país, ¿podrá entonces la adopción de las IAS paliar dichas diferencias en la relación de la información contable con el mercado?

¿Hasta qué punto el hecho de que persistan esas diferencias puede afectar a la eficiencia de un futuro mercado único?

Puesto que en principio esas diferencias serían predecibles, ¿podrían los inversores obviarlas?

Habrà que esperar unos años para que la investigación pueda dar respuesta a estos interrogantes. Este proceso político-institucional que comenzó en 1995 parece haberse fijado un plazo límite: 2005.

## TABLAS

TABLA 1. Estadísticos descriptivos de la hipótesis 1. Conservadurismo del patrimonio neto.

	FP	Rtado.	Precio	FP	Rtado.	Precio	FP	Rtado.	Precio
	<b>Reino Unido</b>			<b>Alemania</b>			<b>Francia</b>		
Media	1,65	0,20	3,24	86,58	6,29	176,76	55,24	4,99	87,68
Máximo	13,54	1,71	23,26	466,90	72,17	1.022,58	410,44	57,25	719,90
Mínimo	-0,29	-0,85	0,03	-0,03	-59,77	7,23	0,68	-21,03	2,09
Desv. Típica	1,82	0,29	3,33	69,13	12,73	146,29	62,20	8,57	104,03
Observac.	<b>10.024</b>			<b>2.743</b>			<b>2.976</b>		
	<b>Suiza</b>			<b>Países Bajos</b>			<b>Italia</b>		
Media	629,63	49,58	851,37	27,33	3,58	43,52	2,55	0,19	3,22
Máximo	6.503,87	660,23	12.490,23	333,24	65,32	794,12	17,96	1,58	26,49
Mínimo	2,66	-163,97	10,86	0,45	-12,00	1,67	0,04	-0,92	0,12
Desv. Típica	841,82	83,61	1.231,86	38,34	5,95	64,78	2,34	0,29	3,38
Observac.	<b>1.428</b>			<b>1.165</b>			<b>937</b>		
	<b>España</b>			<b>Bélgica</b>			<b>Total</b>		
Media	13,73	1,35	21,87	144,77	14,91	197,01	70,22	5,77	105,77
Máximo	61,59	8,86	108,18	2.389,13	469,08	2.974,72	6.503,87	660,23	7,49
Mínimo	-0,11	-5,60	0,29	-0,79	-35,07	6,72	-0,79	-163,97	0,03
Desv. Típica	10,91	1,84	20,85	250,76	38,3	294,18	277,18	26,71	397,36
Observac.	<b>733</b>			<b>577</b>			<b>20.583</b>		

Los estadísticos descriptivos de la **tabla 1** corresponden a la especificación A.

Precios en euros. Resultado y fondos propios en millones de euros.

TABLA 2

Conservadurismo del Patrimonio neto. Especificación A					
	Resultado		Patrimonio neto		R <sup>2</sup> corregido
	Coefficiente	estad. t	Coefficiente	estad. t	
RU (ref.)	<b>5,6651</b>	31,7610	<b>0,5037</b>	19,3882	0,6645
Francia	<b>-1,1260</b>	-2,5613	<b>0,2065</b>	3,5505	
Alemania	<b>-3,1358</b>	-9,2179	<b>0,3892</b>	6,4736	
Bélgica	<b>-5,0685</b>	-6,2618	<b>0,3844</b>	4,2715	
Países Bajos	<b>0,5415</b>	0,5404	<b>0,0244</b>	0,2358	
Italia	<b>-1,4316</b>	-2,8174	<b>0,0625</b>	0,7655	
España	<b>0,7898</b>	1,1890	<b>0,0298</b>	0,3218	
Suiza	<b>1,9016</b>	2,0332	<b>-0,1089</b>	-1,3937	
Pool	<b>-4,1245</b>	-6,5272	<b>0,4638</b>	8,9874	0,6613

$$\text{Modelo: } P_t = \alpha + \sum_j \alpha_j CD_j + \beta NI + \sum_j \beta_j NICD_j + \phi BV + \sum_j \phi_j BVCD_j + u$$

TABLA 3

Conservadurismo del Patrimonio neto. Especificación B					
	Resultado		Patrimonio neto		R <sup>2</sup> corregido
	Coefficiente	estad. t	Coefficiente	estad. t	
RU (ref.)	<b>5,9163</b>	40,6256	<b>0,5264</b>	25,3451	0,7952
Francia	<b>-0,9928</b>	-2,9032	<b>0,2266</b>	5,2245	
Alemania	<b>-3,4298</b>	-11,8956	<b>0,5368</b>	10,0385	
Bélgica	<b>-4,8615</b>	-9,4791	<b>0,3713</b>	4,9341	
Países Bajos	<b>-1,3847</b>	-1,5869	<b>0,0761</b>	1,1965	
Italia	<b>-1,6514</b>	-4,0276	<b>0,0425</b>	0,8013	
España	<b>0,5785</b>	0,9331	<b>0,0651</b>	0,8012	
Suiza	<b>0,9392</b>	1,6972	<b>-0,1030</b>	-1,9629	
Pool	<b>-4,0040</b>	-7,7656	<b>0,5179</b>	10,8145	0,7910

$$\text{Modelo: } P_t = \alpha + \sum_j \alpha_j CD_j + \beta NI + \sum_j \beta_j NICD_j + \phi BV + \sum_j \phi_j BVCD_j + u$$

(Eliminando valores extremos de los residuos mínimo-cuadráticos de la regresión A)

$P_t$ : Precio de una acción.

$CD_j$ : Variable ficticia asociada al país  $j$ .

$NI$ : Resultado contable por acción.

$BV$ : Patrimonio neto por acción.

TABLA 4

Conservadurismo del Patrimonio neto. Especificación C					
	Resultado		Patrimonio neto		R <sup>2</sup> corregido
	Coefficiente	estad. t	Coefficiente	estad. t	
RU (ref.)	<b>5,7814</b>	32,7332	<b>0,4840</b>	19,1838	0,6653
Francia	<b>-1,1121</b>	-2,4539	<b>0,2115</b>	3,5917	
Alemania	<b>-2,9638</b>	-8,1860	<b>0,3988</b>	6,3913	
Bélgica	<b>-2,7768</b>	-2,8187	<b>0,3189</b>	2,8489	
Países Bajos	<b>0,4251</b>	0,4244	<b>0,0442</b>	0,4270	
Italia	<b>-1,3578</b>	-2,5853	<b>0,0689</b>	0,8319	
España	<b>1,1127</b>	1,6397	<b>0,0029</b>	0,0307	
Suiza	<b>1,8179</b>	1,9318	<b>-0,0922</b>	-1,1814	
Pool	<b>-2,7469</b>	-7,4719	<b>0,4475</b>	9,1921	0,6629

$$\text{Modelo: } P_t = \alpha + \sum_j \alpha_j CD_j + \beta NI + \sum_j \beta_j NICD_j + \phi BV + \sum_j \phi_j BVCD_j + u$$

TABLA 5

Conservadurismo del Patrimonio neto. Especificación C					
	Resultado		Patrimonio neto		R <sup>2</sup> corregido
	Coefficiente	estad. t	Coefficiente	estad. t	
RU (ref.)	<b>5,7814</b>	32,7332	<b>0,4840</b>	19,1838	0,6653
Francia	<b>-1,1121</b>	-2,4539	<b>0,2115</b>	3,5917	
Alemania	<b>-2,9638</b>	-8,1860	<b>0,3988</b>	6,3913	
Bélgica	<b>-2,7768</b>	-2,8187	<b>0,3189</b>	2,8489	
Países Bajos	<b>0,4251</b>	0,4244	<b>0,0442</b>	0,4270	
Italia	<b>-1,3578</b>	-2,5853	<b>0,0689</b>	0,8319	
España	<b>1,1127</b>	1,6397	<b>0,0029</b>	0,0307	
Suiza	<b>1,8179</b>	1,9318	<b>-0,0922</b>	-1,1814	
Pool	<b>-2,7469</b>	-7,4719	<b>0,4475</b>	9,1921	0,6629

$$\text{Modelo: } P_t = \alpha + \sum_j \alpha_j CD_j + \beta NI + \sum_j \beta_j NICD_j + \phi BV + \sum_j \phi_j BVCD_j + u$$

(Eliminando valores extremos de los residuos mínimo-cuadráticos de la regresión C)

$P_t$ : Precio de una acción.

$CD_j$ : Variable ficticia asociada al país  $j$ .

$NI$ : Resultado contable por acción.

$BV$ : Patrimonio neto por acción.

TABLA 6. Estadísticos descriptivos de la hipótesis 2. Conservadurismo del resultado.

	Total		Reino Unido		Alemania		Francia		Suiza		Países Bajos		Italia		España		Bélgica	
	Xt	Rt	Xt	Rt	Xt	Rt	Xt	Rt	Xt	Rt	Xt	Rt	Xt	Rt	Xt	Rt	Xt	Rt
Media	0.050	0.094	0.051	0.078	0.033	0.090	0.053	0.125	0.049	0.108	0.088	0.157	0.040	0.054	0.032	0.142	0.066	0.143
Máximo	0.807	4.672	0.283	1.608	0.256	1.644	0.391	1.975	0.437	4.672	0.381	1.471	0.377	2.023	0.807	3.437	0.445	1.882
Mínimo	-1.722	-0.825	-0.618	-0.698	-0.442	-0.554	-0.510	-0.670	-0.871	-0.769	-0.307	-0.601	-0.628	-0.619	-1.722	-0.825	-0.340	-0.534
Desv. Típica	0.109	0.403	0.100	0.383	0.080	0.333	0.104	0.424	0.121	0.556	0.082	0.370	0.125	0.380	0.244	0.565	0.099	0.363
Observac.		12.060		6.159		1.608		1.287		887		666		612		411		370

TABLA 7

Conservadurismo del resultado						
	$\beta_0$ <i>t-stat</i> prob.	$\beta_1$ <i>t-stat</i> prob.	$\beta_2$ <i>t-stat</i> prob.	$\beta_3$ <i>t-stat</i> prob.	Coef. de determinación corregido	N
<b>Reino Unido</b>	<b>0,0740</b> 36,1778 0,0000	<b>-0,0022</b> -0,5958 0,5513	<b>0,0180</b> 3,2399 0,0012	<b>0,2128</b> 14,6943 0,0000	0,1740	6159
<b>Países Bajos</b>	<b>0,0901</b> 19,3894 0,0000	<b>-0,0069</b> -0,7317 0,4646	<b>0,0622</b> 4,5882 0,0000	<b>0,1356</b> 3,0709 0,0022	0,2274	666
<b>Alemania</b>	<b>0,0385</b> 12,0717 0,0000	<b>0,0007</b> 0,1328 0,8944	<b>0,0360</b> 3,9861 0,0001	<b>0,1225</b> 4,0023 0,0001	0,0917	1668
<b>Francia</b>	<b>0,0571</b> 12,1504 0,0000	<b>0,0098</b> 1,1530 0,2491	<b>0,0562</b> 5,8379 0,0000	<b>0,1595</b> 4,5411 0,0000	0,1528	1287
<b>Suiza</b>	<b>0,0585</b> 10,9464 0,0000	<b>0,0039</b> 0,4041 0,6862	<b>0,0526</b> 5,9985 0,0000	<b>0,1697</b> 3,8835 0,0001	0,1466	887
<b>España</b>	<b>0,0639</b> 3,4131 0,0007	<b>0,0460</b> 1,3425 0,1802	<b>0,0112</b> 0,3197 0,7493	<b>0,4659</b> 3,0567 0,0024	0,0929	411
<b>Italia</b>	<b>0,0471</b> 4,6567 0,0000	<b>0,0067</b> 0,4802 0,6313	<b>0,0669</b> 2,5117 0,0123	<b>0,1247</b> 2,3967 0,0168	0,0951	612
<b>Bélgica</b>	<b>0,0556</b> 5,8515 0,0000	<b>0,0144</b> 0,9313 0,3523	<b>0,0879</b> 3,9697 0,0001	<b>0,1196</b> 1,7724 0,0772	0,1350	370
<b>Todos los países salvo el Reino Unido y los Países Bajos</b>	<b>0,0504</b> 18,5056 0,0000	<b>0,0106</b> 1,9986 0,0457	<b>0,0495</b> 7,4198 0,0000	<b>0,1832</b> 6,5483 0,0000	0,1084	5235

$$\text{Modelo: } X_t = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$$

Donde:

$X_t$ : Resultado contable por acción después de partidas extraordinarias

$D$ : Variable ficticia. Valor 0 si rentabilidad positiva, y 1 en caso contrario

$R_t$ : Rentabilidad de una acción de  $t-1$  a  $t$  sin incluir dividendos

Los estadísticos  $t$  han sido calculados aplicando la corrección de WHITE (1980), para solventar los posibles problemas de heteroscedasticidad.



TABLA 8

Wald test. Efecto total malas noticias.		
País	Suma coef. ( $\beta_2 + \beta_3$ )	Prob(F-stat)
Reino Unido	<b>0,2308</b>	0,0000
Países Bajos	<b>0,1978</b>	0,0000
Alemania	<b>0,1585</b>	0,0000
Francia	<b>0,2157</b>	0,0000
Suiza	<b>0,2223</b>	0,0000
España	<b>0,4771</b>	0,0014
Italia	<b>0,1916</b>	0,0000
Bélgica	<b>0,2075</b>	0,0012
Todos Cont.	<b>0,2327</b>	0,0000

TABLA 9

Conserv. del resultado. Comparación entre países.			
	Coefficiente	estadístico t	probabilidad
<b>Referencia</b>			
BN (Reino Unido)	<b>0,0180</b>	3,2366	0,0012
MN (Reino Unido)	<b>0,2128</b>	14,6795	0,0000
<b>Buenas noticias</b>			
Países Bajos	<b>0,0443</b>	3,0240	0,0025
Alemania	<b>0,0180</b>	1,7007	0,0890
Francia	<b>0,0382</b>	3,4405	0,0006
Suiza	<b>0,0346</b>	3,3353	0,0009
España	<b>-0,0068</b>	-0,1938	0,8464
Italia	<b>0,0490</b>	1,8017	0,0716
Bélgica	<b>0,0699</b>	3,0743	0,0021
<b>Malas noticias</b>			
Países Bajos	<b>-0,0772</b>	-1,6642	0,0961
Alemania	<b>-0,0903</b>	-2,6663	0,0077
Francia	<b>-0,0532</b>	-1,4006	0,1613
Suiza	<b>-0,0430</b>	-0,9351	0,3498
España	<b>0,2532</b>	1,6592	0,0971
Italia	<b>-0,0881</b>	-1,6337	0,1024
Bélgica	<b>-0,0932</b>	-1,3553	0,1753
R <sup>2</sup> corregido	0,1553		

$$\text{Modelo: } X_t = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD + u$$

Donde:

$X_t$ : Resultado contable por acción después de partidas extraordinarias.

$CD_j$ : Variable ficticia asociada al país  $j$ .

$R_t$ : Rentabilidad de una acción de  $t-1$  a  $t$ , sin incluir dividendos.

$RD$ : Variable ficticia con valor 0 si rentabilidad positiva, y 1 en caso contrario.

Los estadísticos  $t$  han sido calculados aplicando la corrección de WHITE (1980), para solventar los posibles problemas de heteroscedasticidad.

**TABLA 10**

<b>Conserv. del rtado. Comparación entre países</b>			
	<b>Coficiente</b>	<i>estadístico t</i>	probabilidad
<b>Referencia</b>			
BN (Reino Unido)	<b>0,0180</b>	3,2393	0,0012
MN (Reino Unido)	<b>0,2128</b>	14,6917	0,0000
<b>Buenas noticias</b>			
Pool (menos PB)	<b>0,0316</b>	3,6353	0,0003
<b>Malas noticias</b>			
Pool (menos PB)	<b>-0,0295</b>	-0,9375	0,3485
R <sup>2</sup> corregido	0,1474		

## BIBLIOGRAFÍA

- ALFORD, A., JONES, J., LEFTWICH, R. y ZMIJEWSKI, M. (1993) : «The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries», *Journal of Accounting Research*, 31, Supplement, pp. 183-229.
- AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION (1966): *A statement of basic accounting theory*, AAA Evanston, Illinois.
- AMIR, E., HARRIS, T. y VENUTI, E. (1993) : «A Comparison of the Value Relevance of US versus non-US GAAP Accounting Measures using Form 20-f Reconciliations», *Journal of Accounting Research*, 31, Supplement, pp. 230-264.
- BALL, R. (1995) «Making accounting more international, how and how far will it go? *Journal of Applied Corporate Finance* 8 (3) pp. 19-29.
- BALL, R. (1998): «Daimler-Benz AG: evolution of corporate governance from a code-law "stakeholder" to a common-law "shareholder value" system», Trabajo no publicado. Universidad de Rochester.
- BALL, R., KOTHARI, S.P. y ROBIN A. (2000): «The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 1-51.
- BANDYOPADHYAY, S.P., HANNA, J.D. y RICHARDSON, G. (1994): «Capital Markets effects of USA-Canada GAAP differences», *Journal of Accounting Research*, Autumn: 262-277.

- BARTH, M.E. y CLINCH, G. (1996): «International Accounting Differences and their Relation to Share Prices: Evidence for UK, Australian and Canadian Firms», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, n.º 1, Spring, pp. 135-170.
- BARTH, M.E., CLINCH, G. Y SHIBANO, T. (1999) « International Accounting Harmonization and Global Equity Markets», *Journal of Accounting and Economics*, 26, pp. 201-235.
- BASU, S. (1997): «The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, pp. 3-37.
- BAUMOL, W. y MALKIEL, B. (1993) «Redundant regulation of foreign security trading and US competitiveness», *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter, pp. 19-27.
- BEAVER, W.H., LAMBERT, R.A. y MORSE, D. (1980): «The information content of security prices», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 2, pp. 3-28.
- BEAVER, W.H., LAMBERT, R.A. y RYAN, S.G. (1987): «The information content of security prices. A second look», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp. 139-157.
- BECKERS, S., GRINOLD, R. y RUDD, A. (1992): «The relative importance of common factors across the European equity markets», *Journal of Banking and Finance*, 16, pp. 75-95.
- BELKAOUI, A. (1985): *Accounting theory*, Segunda edición, Harcourt Brace Jovanovich, Orlando, Florida.
- CHAN, K.C. y SEOW, G.S. (1996): «The association between stock returns and foreign GAAP earnings versus earnings adjusted to US GAAP», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, pp. 139-158.
- CHOI, F.D.S. y LECICH, R.M. (1991): «International Accounting Diversity: Does it affect market participants?», *Financial Analyst Journal*, July-August, pp. 73-82.
- COMISIÓN EUROPEA (1995): COM(1995) de 14-11-1995. Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Armonización contable: Una nueva estrategia de cara a la armonización internacional.
- COMISIÓN EUROPEA (2000): COM(2000) 359 final. Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. La estrategia de la UE en materia de información financiera: El camino a seguir.
- DRUMMEN, M. y ZIMMERMAN, H. (1992): «The structure of European stock returns», *Financial Analysts Journal* 48, pp. 15-26.
- EASTON, P.D., HARRIS, T.S. y OHLSON, J.A. (1992): «Aggregate accounting earnings can explain most of security returns», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp. 119-142.
- FELTHAM, G. y OHLSON, J. (1995): «Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 689-731.
- Financial Accounting Standards Board (1980): Statement of Financial Accounting 2. Stanford.
- FROST, C. y POWNALL, G. (1996): «Interdependencies in the global markets for capital and information: the case of SmithKlineBeecham plc.» *Accounting Horizons*, 10, March, pp. 38-57.
- GRINOLD, R., RUDD, A. y STEFECK, D. (1989): «Global Factors, Fact or Fiction?», *Journal of Portfolio Management*, 16, pp. 79-88.
- HARRIS, M.S. y MULLER, K.A. (1999) «The market valuation of IAS versus US-GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations» *Journal of Accounting and Economics*, 26, pp. 285-312.
- HESTON, S.L. y ROUWENHORST, K.G. (1994): «Does industrial structure explain the benefits of international diversification?», *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, pp. 3-27.
- IOSCO (2000): IASC Standards Assessment Report. Mayo.
- JOOS, P. (1997): *The stock market valuation of earnings and book value across international accounting systems*, Tesis Doctoral, UMI.

- JOOS, P. y LANG, M. (1994): «The effects of accounting diversity: evidence from the European Union», *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 141-168.
- KING, R.D. y LANGLI, J.C. (1998): «Accounting diversity and firm valuation», *The International Journal of Accounting*, Vol. 33, pp. 529-567.
- KOTHARI, S.P. (1992): «Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings. Earnings levels versus change specifications and alternative deflators», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp. 173-202.
- KOTHARI, S.P., LYS, T., SMITH, C.W. y WATTS, R.L. (1989): «Auditor liability and information disclosure», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 4, pp. 307-339.
- KOTHARI, S.P. y SLOAN, R.S. (1992): «Information in prices about future earnings: implications for earnings response coefficients», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, pp. 143-172.
- MUELLER, G., GERON, H. y MEEK, G.K. (1997): *Accounting: an international perspective*, Richard D. Irvin, Chicago.
- NOBES, C. (1992): *International classification of financial reporting*, Routledge, Londres.
- NOBES, C. y Parker, R. (1991): *Comparative international accounting*, Tercera edición. Englewood Cliffs, NJ.
- POPE, P. y REES, W.P. (1993): «International Differences in GAAP and the Pricing Earnings», *Journal of International Finance Management and Accounting*, 4, pp. 191-218.
- POPE, P.F. y WALKER, M. (1999): «International differences in the timeliness, conservatism and classification of earnings», *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, supplement, pp. 53-87.
- POWNALL G. y SCHIPPER, K. (1999) «Implications of Accounting Research for the SEC's consideration of International Accounting Standards for U.S. securities offering», *Accounting Horizons*, 13-3, pp. 259-280.
- RADEBAUGH, L. y GRAY, S. (1997): *International Accounting and Multinational Enterprises*, Cuarta Edición, Wiley, Nueva 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, pp. 301-310.
- REES, L. y ELGER, P. (1997): «The market's valuation of nonreported accounting measures: Retrospective reconciliations of Non-US and US GAAP», *Journal of Accounting Research*, 35(1), pp. 115-127.
- SKINNER, D.J. (1994): «Why firms voluntarily disclose bad news?», *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 38-60.
- SKINNER, D.J. (1997): «Earnings disclosures and stockholders lawsuits», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, pp. 249-282.
- SMITH, C.J. (1979): «Applications of options pricing analysis». In: Bicksler, J.L. (Ed.), *Handbook of Financial Economics*. North-Holland, Amsterdam, pp. 79-121.
- WARFIELD, T.D. y WILD, J.J. (1992): «Accounting Recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns», *The Accounting Review*, Vol. 67, pp. 821-842.
- WHITE, H. (1980): «A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity», *Econometrica*, Vol. 48, pp. 817-838.
- ZEFF, S. (1999) «Normas internacionales de contabilidad. Confrontación futura», *Accountability. Desarrollo, Productividad, Interdisciplinariedad*, Enero-Febrero: 5-18.