

BID. T 574

Nº Dotis 799039  
Nº Libri 799051



**UNIVERSITAT DE VALÈNCIA**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**



**RELACIÓN ENTRE CAMBIOS CONTABLES Y MERCADO DE  
CAPITALES**

129627

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Fecha de Entrada 11-junio-1996
Fecha de Lectura 30-julio-1996
Calificación Apto "cum laude" per unanimidad

**Tesis doctoral presentada por:**

**Juan Luis Gandía Cabedo**

**Dirigida por:**

**Dra. D<sup>a</sup> María Antonia García Benau**

**Junio, 1996**

Ch. García

UMI Number: U607261

All rights reserved

INFORMATION TO ALL USERS

The quality of this reproduction is dependent upon the quality of the copy submitted.

In the unlikely event that the author did not send a complete manuscript and there are missing pages, these will be noted. Also, if material had to be removed, a note will indicate the deletion.



UMI U607261

Published by ProQuest LLC 2014. Copyright in the Dissertation held by the Author.  
Microform Edition © ProQuest LLC.

All rights reserved. This work is protected against  
unauthorized copying under Title 17, United States Code.



ProQuest LLC  
789 East Eisenhower Parkway  
P.O. Box 1346  
Ann Arbor, MI 48106-1346



*A mi Madre y a la memoria de mi Padre*  
*A María José*

## **AGRADECIMIENTOS**

No quisiera perder la oportunidad de reconocer en estas líneas el papel que ha desempeñado la Dra. García Benau en la elaboración de esta tesis. Por encima de las labores tradicionales que le corresponden a todo Director de un trabajo de estas características, he de valorar su condición humana. La afabilidad en el trato y la rigurosidad en el estudio de todos los temas analizados, han contribuido a mejorar no sólo mi formación académico-científica sino también a enriquecer nuestra amistad.

Asimismo, quiero mostrar mi agradecimiento a las siguientes instituciones:

- A la Fundación Caja de Madrid, por la Beca-Ayuda que me concedió para la realización de esta tesis doctoral.

- A la patronal eléctrica (U.N.E.S.A), y en especial a D. Pedro Valverde Cristóbal, por haberme facilitado cuanta documentación le fue solicitada en relación con este trabajo.

- A mis compañeros del Departamento de Contabilidad por el apoyo mostrado durante la elaboración de esta investigación.

# INDICES



## **ÍNDICE GENERAL**

<b>Índice de Cuadros</b>	<b>11</b>
<b>Índice de Gráficos</b>	<b>14</b>
<b>Índice de Tablas</b>	<b>16</b>
<b>Presentación</b>	<b>18</b>

### **PRIMERA PARTE**

#### **INFORMACIÓN Y MERCADO DE CAPITALES**

<b>INTRODUCCIÓN A LA PRIMERA PARTE</b>	<b>29</b>
<b>CAPÍTULO I: NECESIDAD DE INFORMACIÓN FINANCIERA EN LA BOLSA DE VALORES</b>	<b>36</b>
<b>1.1 DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE «MERCADO DE CAPITALES»</b>	<b>37</b>
<b>1.2 ORIGEN Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA BOLSA</b>	<b>38</b>
1.2.1 CARACTERÍSTICAS DELIMITADORAS Y FUNCIONES DE LA BOLSA	43
1.2.2 PRESENTE Y FUTURO DE LA BOLSA	52
<b>1.3 EVOLUCIÓN DE LOS OBJETIVOS Y EXIGENCIAS EN MATERIA DE INFORMACIÓN FINANCIERA</b>	<b>60</b>
<b>1.4 INFLUENCIA DE LA BOLSA DE VALORES EN LA NORMALIZACIÓN CONTABLE</b>	<b>70</b>
1.4.1 LA INTERVENCIÓN DE LA S.E.C. EN EL PROCESO EMISOR DE NORMAS EN ESTADOS UNIDOS	74

<b>1.5 REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DE CAPITALES DEL MUNDO</b>	<b>79</b>
1.5.1 EL INFORME C.A.D.R.E.	81
<b>1.6 EXIGENCIAS INFORMATIVAS EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL</b>	<b>90</b>
1.6.1 REQUISITOS INFORMATIVOS EN LAS EMISIONES Y ADMISIONES DE VALORES A NEGOCIACIÓN	95
1.6.2 EXIGENCIAS EN MATERIA DE INFORMACIÓN FINANCIERA PERIÓDICA	100
1.6.3 RESPONSABILIDADES POR LA INOBSERVANCIA EN EL CUMPLIMIENTO DE LAS EXIGENCIAS INFORMATIVAS	106
 <b>CAPÍTULO II: MODELOS DE COMPORTAMIENTO PARA EL MERCADO DE CAPITALES</b>	 <b>110</b>
<b>2.1 ¿ES POSIBLE MODELIZAR EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO?</b>	<b>111</b>
<b>2.2 ANTECEDENTES DE LA TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE: LA TEORÍA DEL «RECORRIDO ALEATORIO»</b>	<b>113</b>
2.2.1 LA NECESIDAD DE UNA EXPLICACIÓN ECONÓMICA PARA EL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS DE MERCADO	118
<b>2.3 LA TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE</b>	<b>121</b>
2.3.1 CONCEPTO DE EFICIENCIA INFORMACIONAL	122
2.3.2 CONDICIONES QUE FAVORECEN LA EFICIENCIA DEL MERCADO	127
2.3.3 GRADOS DE EFICIENCIA EN LOS MERCADOS	130
2.3.3.1 Verificación del cumplimiento de las hipótesis	135
2.3.4 EXTENSIONES DE LA TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE	140

<b>2.4 ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES ANOMALÍAS DEL MERCADO</b>	<b>145</b>
2.4.1 PREDICTIBILIDAD DE LOS RENDIMIENTOS ESPERADOS MEDIANTE LOS RENDIMIENTOS PASADOS	149
2.4.2 ESTACIONALIDAD DE LOS RENDIMIENTOS	152
2.4.3 EXCESO DE VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS	153
<b>2.5 EL MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS (C.A.P.M.)</b>	<b>150</b>
2.5.1 EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA VALIDEZ DEL MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS	162
<b>2.6 APLICABILIDAD DE LAS TEORÍAS AL MERCADO ESPAÑOL</b>	<b>170</b>
<b>2.7 IMPLICACIONES PARA LA INFORMACIÓN CONTABLE DE LA EFICIENCIA DEL MERCADO</b>	<b>175</b>
<b>2.8 MERCADOS EFICIENTES Y REGULACIÓN CONTABLE</b>	<b>177</b>
<b>2.9 UTILIDAD DEL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS BAJO LA HIPÓTESIS DE EFICIENCIA</b>	<b>182</b>
2.9.1 CORRELACIÓN ENTRE EL BENEFICIO CONTABLE Y LOS PRECIOS DE MERCADO	184
2.9.2 ASPECTOS METODOLÓGICOS DE LOS MODELOS DE COMPORTAMIENTO DE LOS BENEFICIOS	191
2.9.2.1 Limitaciones de los estudios que analizan la relación entre los beneficios y los precios de mercado	193
2.9.2.2 Algunas mejoras introducidas en la metodología	196
2.9.3 LA INCLUSIÓN DE OTRAS VARIABLES QUE COMPLEMENTEN EL PODER EXPLICATIVO DE LOS BENEFICIOS	200
2.9.4 LA PRESUNTA IRRACIONALIDAD DE LOS INVERSORES	201
<b>2.10 EFICIENCIA DEL MERCADO Y AUDITORÍA DE ESTADOS FINANCIEROS</b>	<b>208</b>

---

<b>CAPÍTULO III: REACCIÓN DEL MERCADO ANTE CAMBIOS EN LOS PROCEDIMIENTOS CONTABLES</b>	<b>213</b>
<b>3.1 HIPÓTESIS DE COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS DE MERCADO ANTE UN CAMBIO EN LOS PROCEDIMIENTOS CONTABLES</b>	<b>214</b>
3.1.1 LA HIPÓTESIS DE EFICIENCIA	218
3.1.2 LA HIPÓTESIS MECANICISTA	219
3.1.3 LA HIPÓTESIS DE FIJACIÓN FUNCIONAL EXTENDIDA	220
<b>3.2 CONTRASTACIÓN DE LAS HIPÓTESIS</b>	<b>225</b>
<b>3.3 REACCIÓN DEL MERCADO ANTE CAMBIOS CONTABLES VOLUNTARIOS</b>	<b>229</b>
<b>3.4 REACCIÓN DEL MERCADO ANTE CAMBIOS CONTABLES NORMATIVOS</b>	<b>243</b>
3.4.1 COSTES DE EXTRACCIÓN EN LAS EMPRESAS PETROLIFERAS	244
3.4.2 AJUSTES DE LA INFORMACIÓN CONTABLE AL NIVEL GENERAL DE PRECIOS	252
3.4.3 TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS OPERACIONES REALIZADAS EN MONEDA EXTRANJERA	254
3.4.4 RECONOCIMIENTO CONTABLE DE LOS GASTOS DE I+D	257
<b>CONCLUSIONES DE LA PRIMERA PARTE</b>	<b>259</b>

**SEGUNDA PARTE****REGULACIÓN ECONÓMICA Y NORMALIZACIÓN CONTABLE****INTRODUCCIÓN A LA SEGUNDA PARTE 272****CAPÍTULO IV: NORMALIZACIÓN CONTABLE EN ACTIVIDADES  
SUJETAS A REGULACIÓN ECONÓMICA 275****4.1 CONCEPTO Y FINALIDAD DE LA REGULACIÓN ECONÓMICA 276****4.1.1 LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO ANTE LA EXISTENCIA DE FALLOS EN  
LOS MECANISMOS DE FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS 278****4.1.2 CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DE LAS EMPRESAS REGULADAS 281****4.1.3 DETERMINACIÓN DEL BENEFICIO EN LAS EMPRESAS REGULADAS 286****4.2 CARACTERÍSTICAS ECONÓMICAS DEL SECTOR ELÉCTRICO 290****4.2.1 ASPECTOS DIFERENCIALES DEL NEGOCIO ELÉCTRICO 295****4.2.2 EVOLUCIÓN NORMATIVA DEL SECTOR ELÉCTRICO EN ESPAÑA 298****4.2.2.1 La ley de ordenación del sistema eléctrico nacional 302****4.2.2.2 El futuro del mercado integrado europeo de la energía 306****4.2.3 CÁLCULO DE LAS RETRIBUCIONES A TRAVÉS DE LA TARIFA 309****4.3 EL ENTORNO ECONÓMICO COMO CONDICIONANTE DE LA  
REGULACIÓN CONTABLE 312****4.3.1 PRINCIPIOS REGULADORES *VERSUS* PRINCIPIOS CONTABLES 316****4.3.2 PRONUNCIAMIENTOS DE LOS ORGANISMOS CONTABLES: LA POSICIÓN  
DEL F.A.S.B. 321****4.3.3 ADAPTACIONES SECTORIALES DEL PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD  
EN LAS EMPRESAS REGULADAS 325**

<b>4.4 NORMALIZACIÓN CONTABLE EN EL SECTOR ELÉCTRICO</b>	<b>327</b>
4.4.1 REGULACIÓN CONTABLE ESPECÍFICA	327
4.4.2 ACTIVACIÓN DE LAS CARGAS FINANCIERAS	333
4.4.3 PERIODIFICACIONES PROPIAS DEL SECTOR ELÉCTRICO	335
<b>CONCLUSIONES DE LA SEGUNDA PARTE</b>	<b>344</b>

### ***TERCERA PARTE***

## ***EVIDENCIA EMPÍRICA RELACIONADA CON LA EMISIÓN DE NORMATIVA ESPECÍFICA PARA LA CONTABILIZACIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO***

<b>INTRODUCCIÓN A LA TERCERA PARTE</b>	<b>352</b>
<b>CAPÍTULO V: EFECTOS DE LA CRISIS DEL S.M.E. SOBRE LAS EMPRESAS REGULADAS</b>	<b>357</b>
<b>5.1 ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO     EUROPEO</b>	<b>358</b>
<b>5.2 LA RECIENTE CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO</b>	<b>365</b>

---

<b>5.3 TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO EN LAS EMPRESAS REGULADAS: RÉGIMEN TRANSITORIO E INFORMACIÓN EN LA MEMORIA</b>	<b>371</b>
5.3.1 CONTABILIZACIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO EN EL SECTOR ELÉCTRICO	375
5.3.2 CONTABILIZACIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO EN OTRAS EMPRESAS REGULADAS	382
<b>5.4 CONSECUENCIAS DE LAS DEVALUACIONES DE LA PESETA SOBRE LAS EMPRESAS REGULADAS</b>	<b>384</b>
5.4.1 ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN QUE PRESENTAN LAS EMPRESAS REGULADAS SOBRE OPERACIONES EN MONEDA EXTRANJERA	386
<b>5.5 ANÁLISIS DE LA VARIABILIDAD EN LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS REGULADAS</b>	<b>399</b>
5.5.1 MEDIDA DE LA VARIABILIDAD DE LOS BENEFICIOS E HIPÓTESIS A CONTRASTAR	401
5.5.1.1 Muestra de empresas y naturaleza de los datos	403
5.5.1.2 Medida de la variabilidad de los beneficios trimestrales en las empresas reguladas	407
5.5.1.3 Hipótesis a contrastar	409
5.5.2 RESULTADOS OBTENIDOS	413
<b>CAPÍTULO VI: REACCIÓN DEL MERCADO ANTE LA MODIFICACIÓN DEL TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO</b>	<b>420</b>
6.1 OBJETIVO DEL ESTUDIO EMPÍRICO Y ESTRUCTURA DE LOS DATOS	421

---

<b>6.2 METODOLOGÍA</b>	<b>424</b>
6.2.1 EL MODELO DE MERCADO DE SHARPE	430
6.2.2 ANÁLISIS DE LAS RENTABILIDADES ANORMALES	437
6.2.2.1 Contraste de significatividad	440
<b>6.3 ANÁLISIS Y CONSECUENCIAS DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS</b>	<b>444</b>
6.3.1 ESTIMACIÓN DE LOS PARÁMETROS DEL MODELO	445
6.3.2 RENTABILIDADES ANORMALES Y SUCESOS ACAECIDOS	449
6.3.2.1 PRIMERA DEVALUACIÓN (17-9-92)	450
6.3.2.2 SEGUNDA DEVALUACIÓN (23-11-92)	456
6.3.2.3 PUBLICACIÓN DE LA ORDEN MINISTERIAL (12-3-93)	459
6.3.2.4 TERCERA DEVALUACIÓN (13-5-93)	462
<b>6.4 ANÁLISIS DE LA ESTABILIDAD DE LOS PARÁMETROS DEL MODELO</b>	<b>466</b>
<b>CONCLUSIONES DE LA TERCERA PARTE</b>	<b>472</b>
<b>CONCLUSIONES GENERALES</b>	<b>483</b>
<b>APÉNDICES</b>	<b>502</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>515</b>



---

---

## **ÍNDICE DE CUADROS**

## ÍNDICE DE CUADROS

### CAPÍTULO I

1.1 CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DE LOS PRINCIPALES SISTEMAS BURSÁTILES	46
1.2 EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LAS EXIGENCIAS EN MATERIA DE DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN CONTABLE	63
1.3 IMPLICACIONES PARA LA INVESTIGACIÓN CONTABLE DE LA ADOPCIÓN DEL PARADIGMA DE UTILIDAD	65
1.4 INFORMACIONES COMPLEMENTARIAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS QUE DEBEN DE DIFUNDIRSE EN LAS BOLSAS DE VALORES	84
1.5 INFORMACIONES COMPLEMENTARIAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS QUE DEBEN DE DEPOSITARSE EN LOS ORGANISMOS SUPERVISORES DE LAS BOLSAS	88
1.6 SISTEMA DE PROTECCIÓN INFORMATIVA EN LA LEGISLACIÓN BURSÁTIL ESPAÑOLA	94

### CAPÍTULO II

2.1 REQUISITOS ESENCIALES PARA QUE UN MERCADO SE APROXIME A LA EFICIENCIA	129
2.2 PRINCIPALES ESTUDIOS QUE HAN CONTRASTADO LOS DISTINTOS NIVELES DE EFICIENCIA	136
2.3 PROCESO DE VALIDACIÓN DE UNA TEORÍA CIENTÍFICA	146
2.4 PRINCIPALES ANOMALÍAS DETECTADAS EN EL MODELO DE EFICIENCIA	148
2.5 ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE LA EFICIENCIA EN EL MERCADO ESPAÑOL	173
2.6 INVESTIGACIÓN EMPÍRICA SOBRE LA RELACIÓN ENTRE LOS BENEFICIOS Y LOS PRECIOS DE MERCADO DE LOS TÍTULOS	187
2.7 CLASIFICACIÓN DE LOS MODELOS QUE RELACIONAN A LA INFORMACIÓN CONTABLE Y LOS PRECIOS DE MERCADO DE LAS ACCIONES	192

### CAPÍTULO III

3.1 EFECTOS DE LOS CAMBIOS CONTABLES SOBRE LOS PRECIOS DE MERCADO	216
3.2 ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE CAMBIOS CONTABLES VOLUNTARIOS	231
3.3 ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE CAMBIOS CONTABLES NORMATIVOS	246

### CAPÍTULO IV

4.1 COMPONENTES DEL BENEFICIO EN LAS EMPRESAS REGULADAS	289
4.2 COSTES DEL SERVICIO Y CÁLCULO DE LA TARIFA	310
4.3 ADAPTACIONES DEL P.G.C. EN EMPRESAS REGULADAS	326

**CAPÍTULO V**

5.1 RELACIÓN DE EMPRESAS REGULADAS CON NORMATIVA CONTABLE ESPECÍFICA	386
5.2 EMPRESAS REGULADAS COTIZADAS EN BOLSA CON NORMATIVA CONTABLE ESPECÍFICA SOBRE MONEDA EXTRANJERA	404

**CAPÍTULO VI**

6.1 RELACIÓN DE EMPRESAS REGULADAS COTIZADAS EN BOLSA CON NORMATIVA CONTABLE ESPECÍFICA SOBRE MONEDA EXTRANJERA	424
--	-----

---

---

## **ÍNDICE DE GRÁFICOS**

**ÍNDICE DE GRÁFICOS****CAPÍTULO I**

1.1 EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE NEGOCIO EN LAS PRINCIPALES BOLSAS EUROPEAS	59
---	----

**CAPÍTULO II**

2.1 NIVELES DE EFICIENCIA EN EL MERCADO	132
2.2 LÍNEA DEL MERCADO DE VALORES	161

**CAPÍTULO IV**

4.1 EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA ANUALIDAD CONTABLE	340
4.2 EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA ANUALIDAD FINANCIERA	341
4.3 COMPARACIÓN ENTRE EL MÉTODO CONTABLE Y ELE ESTÁNDAR	342

**CAPÍTULO V**

5.1 EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE LA PESETA	368
5.2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA EN EL SECTOR ELÉCTRICO	373
5.3 NIVEL DE ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA DE LAS EMPRESAS REGULADAS	388
5.4 PROPORCIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO RESPECTO A LA CIFRA DE BENEFICIOS	392
5.5 PROPORCIÓN ENTRE EL SALDO DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO Y LA CIFRA DE BENEFICIOS	393
5.6 INFLUENCIA DE LA CAPITALIZACIÓN DELAS DIFERENCIAS NEGATIVAS SOBRE LOS BENEFICIOS	397

**CAPÍTULO VI**

6.1 PERÍODOS DE ESTIMACIÓN Y CONTRASTACIÓN	446
6.2 EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA PRIMERA DEVALUACIÓN	453
6.3 EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA SEGUNDA DEVALUACIÓN	458
6.4 EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA EMISIÓN DE LA NORMA CONTABLE	461
6.5 EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA TERCERA DEVALUACIÓN	466
6.6 EVOLUCIÓN RELATIVA DE LAS BETAS	467

---

---

## **ÍNDICE DE TABLAS**

## ÍNDICE DE TABLAS

### CAPÍTULO V

5.1 GRADO DE CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE MAASTRICHT EN DICIEMBRE DE 1995	364
5.2 DEUDAS CUBIERTAS DEL RIESGO DE CAMBIO	390
5.3 APLICACIÓN DE LA NORMA E IMPORTES ACTIVADOS POR LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO	395
5.4 COEFICIENTES DE VARIABILIDAD DE LOS BENEFICIOS PARA LAS EMPRESAS REGULADAS	414
5.5 COMPARACIÓN DE LA VARIABILIDAD DEL BENEFICIO DE LAS EMPRESAS REGULADAS ANTES Y DESPUÉS DE LA O.M.	415
5.6 COMPARACIÓN DE LA VARIABILIDAD DEL BENEFICIO DE LAS EMPRESAS REGULADAS SEGÚN QUE APLIQUEN O NO LA O.M.	415
5.7 GRADO DE SIMILITUD ENTRE LA VARIABILIDAD DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS REGULADAS	416

### CAPÍTULO VI

6.1 PARÁMETROS ESTIMADOS DEL MODELO (I)	447
6.2 PARÁMETROS ESTIMADOS DEL MODELO (II)	448
6.3 RENTABILIDADES ANORMALES EN LA PRIMERA DEVALUACIÓN	452
6.4 RENTABILIDADES ANORMALES EN LA SEGUNDA DEVALUACIÓN	457
6.5 RENTABILIDADES ANORMALES EN LA ORDEN MINISTERIAL	460
6.6 RENTABILIDADES ANORMALES EN LA TERCERA DEVALUACIÓN	465
6.7 RESULTADOS DEL CONTRASTE DE ESTABILIDAD ESTRUCTURAL	471

# **PRESENTACIÓN**



## **PRESENTACIÓN**

El contenido fundamental de nuestra tesis versa sobre las relaciones existentes entre la información contable y el mercado de capitales. Para establecer dicho vínculo hemos considerado adecuado examinar, en primer lugar, cuáles son las necesidades de información financiera que se dan en las bolsas de valores y que requisitos informativos mínimos son exigidos en los principales centros de negociación del mundo. En segundo lugar, y como paso previo al estudio de la relación existente entre los datos contables y los mercados financieros, se han analizado los principales modelos de comportamiento que sirven como marco teórico para la investigación del denominado, proceso de formación de los precios de mercado. En tercer lugar, se presenta evidencia empírica que constata la relevancia que determinadas informaciones contables tienen para los inversores. Concretamente, se presta una atención especial al papel que desempeña el mercado de capitales como medio para contrastar la relevancia que pueda tener un cambio en la normativa contable. En este sentido, la reacción (o no reacción) de los precios ante la emisión de la norma, se interpreta como un signo de la utilidad que les reporta a los inversores y, en consecuencia, como una prueba de su oportunidad.

Por tanto, esta tesis puede encuadrarse en el ámbito de la investigación empírica en contabilidad centrada en los mercados de capitales. En este sentido, queremos destacar como la principal aportación de nuestro trabajo, la realización de un estudio empírico acerca de la reacción que tuvo el mercado ante la emisión de la Orden Ministerial de 12 de marzo de 1993, sobre la contabilización de las diferencias de cambio en moneda extranjera en empresas reguladas. El origen de esta norma se encuentra en las dos devaluaciones que sufrió la peseta durante 1992 (situación en la que se reincidió en mayo de 1993 y marzo de 1995) y que tuvo como consecuencia directa la generación de cuantiosas diferencias negativas de cambio, sobre todo para aquellas empresas

reguladas que durante los últimos años habían recurrido a la financiación de parte de su inversiones con pasivos nominados en moneda extranjera.

En nuestra opinión, el trabajo empírico que hemos llevado a cabo podría calificarse como necesario por dos motivos: en primer lugar, son escasas las aportaciones de esta índole realizadas en el seno del mercado de valores español (de ahí su novedad) y, en segundo lugar, las características específicas de las empresas que se beneficiaban con la emisión de la nueva normativa lo hacían más atractivo si cabe. De hecho, al tratarse de sectores económicos sometidos a la intervención de la Administración (destacando en especial el sector eléctrico), la emisión de normas contables «a medida» puede interpretarse, al menos, en un doble sentido; como el resultado de un proceso lógico de adaptación del sistema contable al entorno jurídico, económico o social de las empresas, o como una señal de la presión que el sector haya ejercido con el fin de obtener alguna ventaja a partir del cambio normativo (de ahí la necesidad de determinar el grado de utilidad real que el nuevo criterio contable tuviese para los inversores).

No obstante, y para aportar mayor evidencia al significado de los resultados obtenidos por la investigación orientada al mercado de capitales, se ha elaborado otro estudio de naturaleza empírica, esta vez con datos contables, cuyo objetivo principal consistió en determinar como se había modificado la variabilidad de los beneficios de las empresas reguladas ante las devaluaciones de la peseta. De no existir cambios significativos en dicha variabilidad, cabría suponer que la aplicación de los criterios contenidos en la norma habría facilitado la estabilidad de los beneficios, con lo que el objetivo propuesto (reducir el impacto sobre el resultado contable, periodificando las diferencias negativas de cambio) estaría cumplido y el pronunciamiento se consideraría oportuno.

De vuelta al sustrato teórico que sirve de fundamento para establecer la relación entre la información contable y el funcionamiento del mercado de capitales, desde que en la década de los sesenta se desarrollase el *paradigma de utilidad*, con la presunción de que la información contable deberá tener como principal objetivo el facilitar la toma de decisiones a sus potenciales usuarios, la investigación en contabilidad cambió sustancialmente de orientación. La mayor parte de sus aportaciones se centraron en el estudio y verificación de la relevancia que tuviesen los datos contables para los agentes económicos a los que iba dirigida. Así, la adopción de este razonamiento se ha considerado como una de las principales causas que determinaron el auge simultáneo de la investigación empírica en contabilidad, ya que la contrastación de estas premisas requería del examen de la relación «real» que existiese entre la información contable y la utilidad que percibiesen los usuarios de la misma.

Entre los diferentes enfoques que se adoptaron para llevar a cabo los estudios de carácter empírico, destaca el que utiliza al mercado de capitales como «banco de pruebas» en el que contrastar la relevancia que las cifras contables pudiesen tener para los inversores. El fundamento básico que sustenta a este tipo de trabajos, descansa sobre la hipótesis de que es posible establecer alguna medida que sirva para concretar el grado de utilidad que tiene la información contable para los inversores, mediante la reacción que se produzca en los precios de mercado ante la difusión de la misma. Sin embargo, para que dicha relación sea defendible, es necesario enunciar algunas hipótesis acerca de cuál sea el comportamiento de los precios de mercado ante la difusión de cualquier información, sea ésta contable o no. En este sentido, el desarrollo durante la segunda mitad de la década de los sesenta de la *teoría de la eficiencia del mercado*, junto a la formulación del *modelo de valoración de activos*, resultaron determinantes para que la investigación empírica contable dispusiese del marco teórico adecuado en el que contrastar sus hipótesis.

A partir de la asunción del enfoque del *comportamiento agregado del mercado*, los primeros trabajos empíricos que se realizaron utilizaron como variable de estudio a la cifra de beneficios, ya que si se admite el papel de esta magnitud como indicador de los rendimientos futuros que obtendrán los inversores, sería de esperar un determinado comportamiento en los precios de mercado ante un cambio en la tendencia de los beneficios. No obstante, con el transcurso del tiempo las investigaciones ampliaron su ámbito de actuación analizando no sólo la relevancia de los beneficios, sino también el contenido informativo que se pudiera desprender de la modificación de los procedimientos contables que estuvieran utilizando las empresas.

Para el análisis de esta última cuestión, los estudios empíricos optaron por diferenciar entre aquéllos cambios contables que se habían producido como consecuencia de una alteración normativa, de los que surgieron por iniciativa de la dirección de la empresa, siendo, por tanto, el grado de discrecionalidad del cambio contable la variable a tener en cuenta al plantear las investigaciones. Por lo que se refiere a los cambios de carácter normativo, la respuesta del mercado ante el cambio o introducción de un nuevo criterio contable, se consideraba como una prueba de la aceptación o el rechazo con la que los inversores habían acogido la modificación, y en definitiva, como un muestra de la utilidad real de la norma emitida.

Precisamente, este ha sido el objetivo perseguido al realizar el primero de los estudios empíricos que hemos citado anteriormente. No obstante, el alcance del mismo va más allá de la contrastación del efecto que la emisión de la O. M. de 12-3-93 tuviese sobre los precios de mercado, ya que también hemos verificado el impacto ocasionado por cada una de las devaluaciones. Mención especial requiere el estudio del efecto de la tercera de ellas, por cuanto en el instante en que produjo ya era de aplicación la norma contable que permitía diferir a ejercicios futuros una parte de las diferencias negativas de cambio generadas a raíz de las devaluaciones. La metodología utilizada en este estudio

empírico, denominada *event studies*, se fundamenta en la existencia de una relación causal entre un suceso determinado y las variaciones que se produzcan en los rendimientos de los valores en el mercado. Una vez identificado el suceso en cuestión, el siguiente paso consiste en establecer una *ventana* de observación alrededor de la fecha en la que se produjo dicho evento para, de esta forma, contrastar el efecto que el mismo haya tenido sobre los títulos. Para verificar el impacto de la información se requiere disponer de un modelo (el de mercado) que sirva para estimar las rentabilidades esperadas de los títulos, durante el intervalo temporal de análisis, y que permita, a partir de éstas, establecer la oportuna comparación con las realmente producidas a fin de determinar la significatividad de las *rentabilidades anormales* que se observen.

En nuestro caso, los períodos analizados coinciden con cada una de las tres devaluaciones, así como con la fecha en la que se publicó la Orden Ministerial. Asimismo, estimamos las rentabilidades esperadas de los títulos a través del *modelo de mercado* y contrastamos estadísticamente la significatividad que pudiesen tener las rentabilidades anormales detectadas durante los intervalos examinados. Además, y dado que la serie de datos bursátiles que hemos utilizado era semanal, la amplitud de los intervalos considerados varía entre las seis y las ocho semanas en torno a la fecha en que se produjo el suceso estudiado. Asimismo, y con el fin de comprobar que los parámetros estimados por el modelo de mercado mantenían su validez a lo largo de todo el período de estimación, realizamos un *contraste de estabilidad estructural*.

Al margen del efecto que la emisión de la O.M. de 12 de marzo de 1993, sobre la contabilización de las diferencias de cambio en moneda extranjera en empresas reguladas, pudiese ocasionar sobre los precios de mercado de los títulos, es necesario analizar que causas fueron las que originaron la publicación de la norma y que relación debe establecerse entre la *regulación económica* y la normalización contable. Además, la anterior O.M. fue complementada con las de fecha 18 y 23 de marzo de 1994 que vinieron a

ampliar el número de empresas que podían acogerse a la utilización de un criterio contable específico para el reconocimiento de las operaciones realizadas en moneda extranjera. Las citadas normas se emitieron como consecuencia de las tres devaluaciones que, hasta ese momento, había sufrido la peseta española fruto de la crisis cambiaria por la que estaba atravesando el Sistema Monetario Europeo. La normativa de aplicación en nuestro país respecto a las diferencias negativas de cambio, obliga a que éstas, ya sean potenciales o realizadas, se reconozcan como un gasto financiero del ejercicio en el que se produzcan y, por tanto, mermen la cuantía de los beneficios obtenidos. La significativa proporción que en la deuda financiera total de estas empresas (y en particular en las del sector eléctrico) representaba la financiación obtenida en moneda extranjera, implicaba que, de utilizar el criterio antedicho, la cifra de beneficios de las compañías se reduciría considerablemente.

Este hecho, unido al deseo de la Administración de que el sobrecoste financiero que iban a soportar las empresas se imputase a las tarifas a lo largo de varios ejercicios, fueron las razones esgrimidas por el órgano regulador para que se emitiera la norma contable específica. En este sentido, y para justificar la periodificación del efecto de las devaluaciones sobre las tarifas, en el caso de las eléctricas se apeló a motivos de interés nacional, debido al carácter de bien público de la energía eléctrica y a las consecuencias sociales que cualquier decisión que motivase un incremento excesivo de las mismas ocasionaría.

Por tanto, en el fondo de la cuestión subyace un problema de adecuación entre las condiciones económicas y sociales del entorno que rodea a determinados sectores y la emisión de normativa contable «particular» para los mismos. Como pondremos de manifiesto, parece de sentido común que al diseñar el esquema normativo-contable de un sector, o el de un tipo de empresas determinado, deban de considerarse como factores condicionantes de éste las características jurídicas, económicas o sociales. Además, sería deseable cierta flexibilidad por parte del sistema contable ante los cambios que se

produjesen en el entorno que rodea a una actividad empresarial concreta. Sin embargo, la lógica concordancia entre las particularidades del negocio y la regulación contable, no debería de traducirse en constantes modificaciones de la normativa ante cambios del entorno, sino que previamente habría que identificar tanto el alcance de las alteraciones como las posibilidades del sistema contable para adaptarse a éstas. En caso contrario, la emisión de las normas estaría condicionada por la influencia, directa o indirecta, que pudiesen ejercer diversos estamentos y que podría originar la presencia de efectos económicos no deseados como consecuencia de su aplicación.

En consecuencia, nuestro objetivo primordial se centra en contrastar si la decisión de modificar el criterio de reconocimiento para las diferencias negativas de cambio respondía a las necesidades reales de las empresas reguladas o si, por el contrario, la emisión de la norma estuvo condicionada por los intereses particulares de alguna de ellas. En este sentido, no todas las empresas afectadas por la crisis cambiaria optaron por la aplicación del pronunciamiento contable, lo que en cierto modo evidenciaba la existencia de disparidades en cuanto al efecto que las devaluaciones habían ocasionado sobre su situación patrimonial y nivel de resultados, y reforzaba la presunción de que no todas ellas tendrían los mismos incentivos para que la nueva norma se publicase.

Para analizar el efecto de las devaluaciones sobre las empresas reguladas hemos analizado, tanto sus estados financieros como la evolución que haya tenido la tendencia de sus beneficios. En el primero caso se trata de un estudio descriptivo en el que se examinará, básicamente, que alteraciones se produjeron en el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas. En el segundo estudio, de naturaleza empírica, y a partir de la información contable que difunden las propias empresas, sirvió para contrastar si se había producido alguna modificación en la estabilidad de los beneficios como consecuencia de la crisis cambiaria. En este caso, la hipótesis de partida consistió en suponer que la

aplicación de la norma contribuiría a «suavizar» la tendencia de los beneficios que obtuvieron las empresas, ya que de no ser así podría considerarse como ineficaz la publicación de la misma.

Sin embargo al no haber modificado todas las empresas el criterio de contabilización para las diferencias negativas de cambio, dispusimos de la posibilidad de contrastar, asimismo, si la variabilidad de los beneficios para ambos grupos, durante los períodos anterior y posterior a las devaluaciones, se podía o no considerar como equivalente. De esta forma pretendemos comprobar si las consecuencias de resultantes de la aplicación o no de la norma son similares para los dos grupos de empresas. Además, también hemos verificado cuál es el grado de respuesta que tiene los beneficios de las empresas ante las devaluaciones de la peseta. De ser distinta la *sensibilidad* de los beneficios, habría que plantearse si la emisión de la norma contable para determinados sectores regulados, bajo la premisa de que se ha producido un cambio en el entorno económico, no fue en realidad una respuesta a la presión ejercida por parte de algunas empresas que por diversos motivos, relacionados fundamentalmente con la política de distribución de dividendos, estarían preocupadas por la «estética» de su cifra de beneficios.

La metodología utilizada para la realización de este segundo trabajo empírico se basa en el estudio de la evolución que han experimentado los beneficios trimestrales de las empresas reguladas a lo largo de seis años (tres antes y tres después a la fecha en que se produjo la primera devaluación). Como medida de la variabilidad de los beneficios se ha recurrido al *coeficiente de variación* de los mismos, ya que este estadístico reduce los sesgos que podría introducir la presencia de datos extremos en algún trimestre y, lo que es más importante, aminora significativamente la estacionalidad que pueda existir en la serie de beneficios de las empresas. Una vez cuantificada la variabilidad de los beneficios, el siguiente paso consiste en contrastar si se ha producido alguna modificación sustancial entre los coeficientes de variación por períodos



considerados o por grupos de empresas (que aplican o no la norma) comparados. Para alcanzar este objetivo se han utilizado los contrastes de *Mann-Whitney* y *Kolmogorov-Smirnov*.

En definitiva, con la realización de esta tesis pretendemos poner de manifiesto la influencia que la información contable tiene para el buen funcionamiento de los mercados de valores, y como a partir de ellos es posible verificar el grado de adecuación de una determinada normativa contable a las necesidades informativas de los inversores. Si además tenemos en cuenta la escasez de trabajos empíricos realizados en nuestro país sobre este tipo de cuestiones, creemos que la realización del que hemos llevado a cabo continúa los esfuerzos iniciados por otros investigadores, y esperamos que favorezca el interés entre la comunidad científica por el vínculo existente entre la bolsa y la información financiera (en cualquiera de sus expresiones).

No obstante, queremos resaltar que la elaboración de este tipo de trabajos en España, se enfrenta a algunas dificultades que son las causantes del retraso detectado frente a los avances de otros países (sobre todo los del entorno anglosajón). En nuestra opinión la más importante de ellas radica en la insuficiencia de bases de datos financieros. Este hecho impide o dificulta en la mayor parte de las ocasiones, el planteamiento de estudios empíricos que se realizan con normalidad en otros mercados de valores. En este sentido, el avance experimentado en nuestro país en la concepción de lo que deben de representar los estados financieros, y la mayor rigurosidad con la que exigen la bolsa el cumplimiento de los requisitos informativos, no hacen ser optimistas respecto al futuro de este tipo de trabajos.



## PRIMERA PARTE

### INFORMACIÓN Y MERCADO DE CAPITALES

*«Sabed que tienen las acciones tres estímulos para subir, y otros tantos para bajar: el estado de la India, la disposición de Europa y el juego de los accionistas».*

*José de la Vega*

(Confusión de Confusiones. Diálogos Curiosos entre un Filósofo agudo, un Mercader discreto y un Accionista erudito. Diálogo segundo. Amsterdam, 1688).

## **INTRODUCCIÓN A LA PRIMERA PARTE.**

En los sistemas financieros de los países desarrollados, la bolsa ostenta un papel fundamental por su capacidad para acomodar la oferta y la demanda de títulos. De este intercambio surge la posibilidad, en primer lugar, de que las empresas obtengan los recursos financieros necesarios para acometer sus proyectos y, en segundo lugar, de que los inversores inmovilicen una parte de sus fondos con la finalidad de obtener las mejores combinaciones de rendimiento y riesgo para sus ahorros. Además, con la posterior negociación de los títulos en bolsa, se permite al inversor que realice un seguimiento detallado de la evolución de sus títulos y que pueda analizar si sus expectativas iniciales se van cumpliendo. En cualquier caso, la institución bursátil favorecerá la liquidación de las posiciones de los inversores, al servir como centro de compra-venta de valores, con lo que de funcionar adecuadamente, asegurará la liquidez de las inversiones a sus propietarios.

Ahora bien, tanto si nos centramos en la demanda inicial de títulos (durante el proceso de emisión) como en momentos posteriores (durante el proceso de negociación en el mercado secundario), los actuales o potenciales inversores necesitarán disponer de información relevante para su toma de decisiones. En este proceso, el inversor deberá de comprobar qué efectos pueden tener sobre sus expectativas futuras determinados acontecimientos (fundamentalmente, una probable alteración patrimonial debida a cambios en los precios de mercado de los títulos). La información será, por tanto, un elemento clave para la valoración de las acciones, ya que de su correcta incorporación al precio de las mismas dependerá la eficiencia del mercado.

No obstante, y aunque se reconozca su importancia, existen multitud de informaciones que se producen a lo largo de una sesión bursátil, por lo que sólo las que se consideren relevantes deberían afectar a la valoración de las acciones. Pero, ¿qué informaciones son capaces por sí mismas de alterar el precio de los

valores?. Para discriminar entre ellas, es necesario disponer de algún modelo de equilibrio que permita establecer cuál es la relación teórica entre el rendimiento, que se espera obtener de las acciones, y los factores que determinan el valor de las mismas. No obstante, también se deberá tener en cuenta la rapidez con la que las informaciones se incorporen a los precios, ya que los inversores o los analistas obtendrán ventajas comparativas si son capaces de adelantarse a las decisiones del resto de participantes en el mercado.

Si la dimensión de los mercados bursátiles es considerable, es decir, si existe un número elevado tanto de empresas cotizadas como de adquirentes de títulos, las posibilidades de explotar las ventajas de la posesión de una determinada información disminuyen. En este contexto, la velocidad del proceso de ajuste de los precios a las nuevas informaciones será alta, lo que implica que de conocer algún inversor cierta información, ésta sólo le resultaría útil si la diese a conocer. De nada le serviría disponer de ella, si, ignorada por el mercado, no provoca el movimiento de precios esperado. Por tanto, la información no debería permanecer oculta durante mucho tiempo, ya que si el analista o inversor desea que sus ganancias superen a las de la media del mercado, lo que él sabe también debería de conocerlo el mercado, solo que un poco más tarde.

La finalidad primordial de la primera parte de nuestra tesis consiste en establecer un nexo de unión entre el comportamiento de los precios de mercado de los títulos y la información que se genera en torno a ellos, centrándonos, básicamente, en todo aquello que se relacione con la contable. El correcto funcionamiento de un mercado de capitales depende, en gran medida, de la transparencia informativa que exista alrededor de las operaciones que en él se realicen. Si se espera que la formación de los precios se produzca eficientemente, la información debe fluir con rapidez y constancia entre los agentes intervinientes en el mercado. Este hecho implicará que las empresas deberán de suministrar cuanta información fuese necesaria para que los

inversores puedan evaluar adecuadamente sus decisiones, ya sean las de mantener, aumentar o enajenar sus participaciones en las mismas. De no ser así, la relación entre sociedad cotizada e inversor podría degradarse por cuanto éste último terminaría desconfiando de las actuaciones que realizasen las empresas y, en buena lógica, optaría por no intervenir en el mercado al no disponer de los suficientes datos para estimar cual sería la evolución de su riqueza en el supuesto de que decidiese invertir en bolsa.

Del conjunto de informaciones que pueden resultar de interés para los inversores bursátiles, la información contable, por su capacidad para reflejar aspectos económicos fundamentales del negocio empresarial, puede ocupar un lugar destacado. Este es el motivo por el que los organismos supervisores de los mercados de valores, han establecido normativas específicas cuya finalidad consiste en asegurar que no se interrumpa el flujo informativo entre las sociedades cotizadas y los inversores. No obstante, la relevancia que las cifras contables tendrán para los inversores dependerá de la mejora que experimenten sus decisiones de compra-venta, tomadas en base a las mismas.

Por tanto, desde que se aceptó la idea de que la principal finalidad de la contabilidad consiste en proporcionar información útil para la toma de decisiones, se ha realizado un considerable esfuerzo investigador para determinar en qué medida se cumple realmente este objetivo básico. En este sentido, una de las principales líneas de investigación se ha centrado en el mercado de capitales, a través del examen de la relación que se establezca entre la evolución de los precios de mercado de los títulos y la información financiera que difundan las sociedades cotizadas. Para el desarrollo de este tipo de estudios se puede considerar como un hecho fundamental la adopción, como modelo económico de comportamiento, de la teoría de eficiencia del mercado. La importancia que ésta teoría concede a la información, considerándola como un input esencial para el proceso de formación de los precios, permitió que la investigación contable utilizase al mercado de capitales como un centro de

experimentación en el que contrastar la utilidad que tiene para los inversores el producto contable.

En un principio, el análisis del contenido informativo de los datos contables se centró, fundamentalmente, en la utilidad que tuviera la cifra de beneficios para los inversores bursátiles. Dado que esta variable se considera como un indicador elemental para examinar la evolución futura de la empresa, su relevancia se consideraría probada de conseguir establecer alguna correlación entre dicho valor y el comportamiento bursátil de los títulos. Con posterioridad, los estudios fueron abarcando un campo más amplio y, al margen de analizar el impacto sobre los precios de otras cifras contables, se orientaron hacia la comprobación de si la utilización de unos u otros procedimientos contables, tenían o no algún contenido informativo para los inversores.

El contenido de esta primera parte lo hemos subdividido en tres capítulos. El primero, *«necesidad de información financiera en la bolsa de valores»*, lo iniciamos con el examen del origen y la evolución histórica de la bolsa, deteniéndonos en aquéllas características que resultan definitorias de los mercados de capitales y de las principales funciones económicas que deben de cumplir para que sirvan adecuadamente a los propósitos para los que fueron creados. En este sentido, también nos preocupamos por las perspectivas futuras a las que se enfrentan las bolsas de valores, teniendo en cuenta los intensos cambios (tecnológicos, organizativos, informativos o legislativos) que se están produciendo en el mundo de las finanzas y la paulatina integración de los mercados internacionales.

Una vez descrita la naturaleza de la bolsa de valores se analizarán cuáles son las necesidades de información contable que se requieren en las bolsas de valores, así como el nivel mínimo exigido por las mismas. Para ello hemos considerado conveniente referirnos a la evolución que han experimentado a lo

largo del tiempo, tanto los objetivos que se planteaba la contabilidad, como las exigencias de los usuarios en materia de información financiera. En este sentido, cabe reseñar la influencia que ha ejercido la bolsa de valores, fundamentalmente en Estados Unidos, en el proceso de emisión de normas contables, como una forma de control respecto a las informaciones que las empresas cotizadas deben de suministrar al mercado.

Admitida la necesaria intervención de un órgano supervisor en el mercado de valores para asegurar un nivel óptimo de información financiera, queda por dilucidar si las exigencias en esta materia pueden considerarse equivalentes en todas las bolsas del mundo. Téngase en cuenta que la existencia de normativas similares entre los mercados, tanto en lo que se refiere al cumplimiento de obligaciones de carácter informativo (para emitir valores o para poder cotizar en una determinada bolsa) como en la utilización de criterios contables homogéneos para elaborar los estados financieros (que permitan comparar los datos de contenido económico-financiero entre empresas que coticen en distintos países), debería de considerarse como un factor que incidiría positivamente sobre la libertad de circulación de capitales a nivel internacional. Además, la adopción de normas contables homogéneas reduciría los costes de transformación de la información en que habitualmente incurren los inversores que deciden acudir a mercados foráneos. Sobre este particular, y a partir de los resultados del informe C.A.D.R.E. analizaremos las principales diferencias y similitudes que persisten entre distintos países. Concluiremos este primer capítulo con el estudio de los requisitos informativos que se exigen en la legislación bursátil española.

El segundo capítulo, *«modelos de comportamiento para el mercado de capitales»*, se inicia con la descripción de los primeros intentos que se dieron para formalizar las variaciones que se producen en los precios de los títulos, a partir de los modelos de recorrido aleatorio. Como consecuencia del interés que despertaron estos estudios, surgió la necesidad de establecer alguna explicación

económica que respondiese a una serie de interrogantes que se planteaban ante el aparente comportamiento aleatorio de las cotizaciones. Así, la modelización que permitió la introducción de un conjunto de razonamientos económicos estuvo ligada al desarrollo de la teoría del mercado eficiente. Según ésta, el mercado cumplirá adecuadamente sus funciones si los precios reflejan por completo la información disponible, es decir, si en cualquier momento están basados en una correcta evaluación de todas las informaciones que les puedan afectar. En el desarrollo de esta teoría resaltaremos, tanto las condiciones que favorecen la eficiencia del mercado como el carácter relativo de este concepto. Asimismo, también dedicamos un apartado específico al estudio de algunas extensiones del modelo teórico, surgidas como consecuencia de su carácter restrictivo y de las implicaciones que se extraen del concepto de eficiencia informacional. En este caso, las citadas extensiones facilitaron la aparición de un gran número de aportaciones teóricas que han permitido enriquecer el conocimiento existente sobre los mercados de valores.

En economía, la aceptación de los modelos se produce a partir de la contrastación, basada en datos reales, de las hipótesis que los sustentan. Con el fin de verificar la validez de los modelos descritos, dedicaremos un epígrafe al análisis de las principales anomalías que presentan los mercados financieros, tanto para el caso del mercado norteamericano como para el español. En este sentido, aunque la existencia de alguna anomalía invalida en cierto modo a la teoría subyacente, debe comprobarse en que medida su persistencia condiciona la continuidad de la misma. Como veremos, en el caso de la teoría del mercado eficiente, la gravedad de la anomalías estará en función de las posibilidades que tengan los inversores de explotarla de forma consistente.

Del contenido de este capítulo merece una atención especial el estudio del modelo de valoración de activos (C.A.P.M.) que, generalmente, se ha considerado como el más adecuado para describir los factores que explican las decisiones de inversión de los agentes económicos. Como en el caso de la



eficiencia, este modelo está sometido a continua contrastación y revisión. De esta forma se determinará en qué medida puede seguir aceptándose como una teoría válida de valoración de activos financieros con riesgo.

Este segundo capítulo concluirá con el estudio de las principales implicaciones que para la investigación empírica en contabilidad ha tenido la adopción de la teoría de la eficiencia del mercado. Concretamente, nos centraremos en el examen de las consecuencias que se desprenden para la regulación contable, para el análisis de estados financieros (fundamentalmente, del contenido informativo de la cifra de beneficios) y para la auditoría.

El tercer capítulo, *«reacción del mercado ante cambios en los procedimientos contables»*, tiene como objetivo fundamental el estudio de las principales consecuencias que se derivan de un cambio en los procedimientos contables que hasta ese momento estén utilizando las empresas, teniendo en cuenta las variaciones que se produzcan en los precios de mercado de los títulos. Para analizar el efecto que se pueda derivar de los cambios contables, hemos optado por agruparlos en función de su grado de discrecionalidad ya que de esa forma se facilita el estudio de su capacidad para actuar como indicadores de hechos o decisiones que estén relacionados con la evolución futura del negocio. Por otra parte, el criterio elegido para aceptar o rechazar el contenido informativo del cambio contable, está basado en el efecto que éste ocasione sobre los flujos de caja futuros, al predecir la teoría de la eficiencia que sólo un cambio que altere esta variable provocará una reacción en los precios de mercado de los títulos.

Una vez expuestos los contenidos de los tres capítulos, la primera parte de esta tesis finalizará con la descripción de las conclusiones más relevantes a las que hemos llegado, una vez examinada la evidencia presentada en relación con el papel que se le atribuye a la información, y en especial a la contable, para el buen funcionamiento de los mercados de capitales.

## **CAPÍTULO I**

# **NECESIDAD DE INFORMACIÓN FINANCIERA EN LA BOLSA DE VALORES**

## 1.1 DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO «MERCADO DE CAPITALES».

Antes de desarrollar los epígrafes de este capítulo, quisiéramos realizar una serie de puntualizaciones con el fin de delimitar cuál es el significado que le daremos, en adelante, a la expresión *mercado de capitales*. Si tenemos en cuenta que el *sistema financiero* es el conjunto de mercados e instituciones que canalizan el ahorro de las unidades económicas con superávit hacia aquellas con déficit, y todo ello bajo la supervisión de algún órgano de control, entenderemos la importancia que desempeñan los mercados financieros dentro de dicho sistema. Una división clásica de los *mercados financieros* es aquella que los clasifica de acuerdo con el período de vencimiento de los instrumentos que se negocian. En general, se distingue entre dos grandes mercados financieros, el *monetario* y el de *capitales*. En el primero se incluirían aquellos instrumentos financieros con un elevado grado de liquidez, mientras que en el segundo los activos negociados suelen tener vencimientos a medio y largo plazo<sup>1</sup>.

Dentro de estos mercados financieros pueden realizarse distintas agrupaciones en función del tipo de instrumentos que se negocien. En el caso de las *acciones cotizadas*, y por lo que a nosotros respecta, las encuadraremos dentro de las *bolsas de valores* a pesar de que en este mercado financiero se negocien otros instrumentos con características distintas a las de las acciones.

En general, siempre se ha identificado a la bolsa con el mercado de capitales, o al menos se la ha calificado como un mercado secundario de capitales, a pesar de que en ella se produzcan operaciones del mercado primario de emisión o realicen operaciones en el mercado de dinero como un intermediario financiero más, y aunque no siempre abarque a todo el mercado

---

<sup>1</sup> En la actualidad, la distinción entre mercado monetario y de capitales no resulta tan evidente. Existen instrumentos financieros con vencimientos a largo plazo pero con una elevada liquidez y viceversa, no resultando sencilla su ubicación en alguno de estos

secundario de valores. En consecuencia, y aunque somos conscientes de la simplificación que ello supone, en adelante la expresión *mercado de capitales* la consideraremos como sinónimo de *mercado de valores* o *bolsa de valores*, entendida ésta última como centro de emisión, negociación y liquidación de acciones.

## 1.2 ORIGEN Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA BOLSA.

El inicio de las actividades bursátiles, tal y como hoy las conocemos, es relativamente reciente. Para determinar el nacimiento de la bolsa de valores, como mercado financiero, habría que mencionar una serie de antecedentes históricos que la precedieron y, que en alguna medida, facilitaron su aparición. No existe consenso entre los historiadores respecto a cuál fue el origen concreto de la bolsa. En tiempos remotos, asirios, fenicios o cartagineses, ya realizaban reuniones de comerciantes dotadas de cierta estabilidad, y en localidades fijas, para proceder a operaciones de «trueque». Los *emporium* griegos y los *collegium mercatorum* de los romanos, también se han considerado como antecedentes de las bolsas (Bartolome, 1980, pág. 27).

Con el desarrollo durante la edad media de las ferias en toda Europa, se incrementaron no solo los intercambios comerciales, sino también el número y la clase de instrumentos y medios de pago mercantiles. Quizás el primer antecedente concreto de la bolsa lo podríamos encontrar en las *Lonjas*. Estas eran un lugar físico cuya función primordial consistía en favorecer las reuniones de los comerciantes con continuidad, estabilidad y organización. En España, los Reyes de Aragón fueron los primeros gobernantes europeos que supieron dotar a la institución de normas reguladoras de la función mediadora

---

mercados. Para un análisis de los mercados financieros españoles y los instrumentos que en ellos se negocian, puede consultarse, entre otros, Ontiveros y Valero (1994).

y operativa. Sin embargo, como indica Bartolome (1980, pág. 30), la lonja mediterránea, de carácter corporativo, surge cuando la célula económica básica era el gremio, lo que suponía un rechazo de pleno a la libre competencia, atributo este indispensable para el correcto funcionamiento de una bolsa de valores.

El nombre genérico de *Bolsa* parece ser que deriva de un comerciante holandés de la ciudad de Brujas, apellidado Van der Bourse, en cuya casa solían reunirse, ya en siglo XV, los negociantes para cerrar sus tratos (Aguirre, 1976, pág. 38). La supremacía financiera de la ciudad de Brujas fue heredada por la de Amberes, donde se construyó el primer edificio dedicado a la negociación de operaciones financieras, aunque alguna de ellas no pudiesen considerarse estrictamente como tales<sup>2</sup>.

No obstante, en lo que sí parece existir acuerdo entre los estudiosos es en calificar a la bolsa de Amsterdam como la primera del mundo, ya que en ella se inició la cotización, en el año 1610, de las primeras acciones de la Compañía de las Indias Orientales<sup>3</sup>. Esta bolsa fue la más importante de Europa hasta finales del siglo XVIII, momento a partir del cual le tomó el relevo la de Londres, y en menor medida la de París.

La consolidación definitiva de la bolsa como institución financiera se produjo a lo largo del siglo XIX, coincidiendo con la Revolución Industrial iniciada en Inglaterra. Este hecho determinó la creación de grandes compañías que necesitaban de la participación de muchos inversores para llevar a cabo sus

---

<sup>2</sup> En esta bolsa se introdujeron las primeras operaciones de mercado a prima (como seguros marítimos y de vida) y sobre fondos públicos emitidos por varios Estados. Sin embargo, también se llevaron a cabo apuestas sobre los más diversos acontecimientos, como por ejemplo, la arribada al puerto de un barco de pimienta o el sexo de un *nasciturus* (Bartolome, 1980, pág. 32).

<sup>3</sup> Para un «curioso» recorrido por la operativa y psicología reinante en la bolsa de Amsterdam durante sus primeros años de existencia, véase el manuscrito de José de la Vega (1977).

proyectos empresariales. La suscripción de las acciones supuso un incremento de la negociación bursátil al actuar la bolsa, no sólo como mercado de emisión, sino también como mercado secundario (con la finalidad de facilitar a los accionistas la liquidez de sus inversiones). De esta forma, tal y como indica Canseco (1992, pág. 160), el negocio bursátil se vincula a la evolución de los sistemas de economía capitalista, como lo demuestra el hecho de que la bolsa de Londres, que había llegado a ser la primera del mundo, fuese paulatinamente sustituida por la bolsa de Nueva York que actuaba al servicio de la nueva potencia industrial que representaban los Estados Unidos<sup>4</sup>.

A pesar de los acontecimientos negativos relacionados con la bolsa que se han producido durante el siglo XX, fundamentalmente, el crack de 1929 y el de 1987, que en cierta medida han servido para que los inversores recapitasen acerca de los riesgos en que pueden incurrir por adoptar políticas de adquisición de acciones «irreflexivas», durante este siglo se ha avanzado en materia bursátil mucho más que a lo largo de todos los que le precedieron. Aspectos como la organización del mercado, la diversificación de valores negociados y operaciones, los sistemas de contratación y liquidación de las acciones, los estudios teóricos y empíricos referidos a cualquier hecho relacionado con el mercado, y sobre todo, la introducción de la tecnología informática en el negocio bursátil, han revolucionado la bolsa de final de siglo y muestran un panorama innovador para el próximo milenio.

No quisiéramos concluir este epígrafe sin mencionar brevemente cuál ha sido la evolución histórica de la bolsa, como institución, en España. Como ya indicamos con anterioridad, al referirnos a las bolsas europeas en general, las Lonjas resultaron ser, en cierta medida, estamentos que favorecieron el tráfico

---

<sup>4</sup> Una ejemplo más reciente de esta sustitución en la primacía de los centros bursátiles internacionales, lo podemos encontrar en el progresivo incremento del volumen de negociación experimentado por la bolsa de Tokio a partir de la segunda mitad del siglo XX, coincidiendo con el despegue industrial japonés.

comercial y mercantil, y por ende, los medios de pago entre comerciantes. Sin embargo, en España, y a pesar de la existencia de Lonjas de notable importancia, como las de Valencia, Barcelona o Zaragoza, el afianzamiento de la bolsa no tuvo lugar hasta finales del siglo XIX.

Las causas que motivaron este retraso en el desarrollo del sistema bursátil español, se pueden sintetizar en las dos siguientes (Aguirre, 1976, págs. 297-301):

a) Las necesidades de financiación de los Estados europeos para acometer proyectos públicos o esfuerzos bélicos originaron, durante los siglos XVII y XVIII, la emisión de una gran variedad de títulos públicos a corto y largo plazo. Para que dichas emisiones pudiesen colocarse entre los bancos, comerciantes y acaudalados, y con el propósito de facilitar la conversión en metálico de dichos títulos, era necesaria la existencia de un mercado secundario donde se negociasen estos valores.

En el caso español, las necesidades financieras surgieron con cierto retraso, respecto a otros países europeos, y sólo fueron acuciantes a partir del siglo XIX como consecuencia de la Guerra de la Independencia, de las Guerras Carlistas, y por último, de las Guerras Coloniales de Cuba y Filipinas. Durante este siglo el volumen de fondos públicos en circulación creció de forma inusitada, lo que impulsó la negociación de los mismos en centros especializados y se ha considerado como causa directa de la creación de la Bolsa de Madrid en 1831.

b) En aquellas fechas, España era todavía un país agrícola de población rural. El principio de responsabilidad limitada en los negocios no estaba desarrollado, entre otras causas, porque en 1831 nuestro proceso de industrialización no había comenzado. A diferencia de lo acontecido en Inglaterra, la bolsa en España no nace por el propio dinamismo económico del

mercado, que crea la institución por sí mismo allí donde la necesidad existe, sino por una disposición directa de los poderes públicos, en un momento en el que la sociedad anónima no era la forma jurídica predominante entre el escaso tejido industrial existente.

En realidad, de las cuatro bolsas existentes en la actualidad en nuestro país, la única que se creó por iniciativa privada y al amparo de las necesidades reales que originaba la industrialización, fue la Bolsa de Bilbao. Su creación, en 1889, respondió al esfuerzo de entidades financieras, como el Banco de Bilbao, y de industrias básicas, como los astilleros, la siderurgia o la electricidad.

A lo largo del siglo XX la bolsa española se fue consolidando como mercado financiero, pero sin que llegase a jugar el papel que de una institución de sus características cabría esperar. El acontecimiento que sin duda alguna cambió la tendencia, en su desarrollo futuro, fue la aprobación de la Ley del Mercado de Valores en 1988. Con la reforma del mercado bursátil español, se pretendía su modernización a través de, entre otros objetivos, alcanzar una mayor eficiencia operativa, incrementar la capacidad financiera de los miembros del mercado, fomentar la competencia entre los participantes, asegurar la protección de los intereses de los inversores ante operaciones o hechos «dudosos», mejorar la difusión de la información y, en definitiva, potenciar el mercado de valores con el fin de dotarlo de los mecanismos necesarios para que su funcionamiento sea lo más correcto y ágil posible.

En consecuencia, a partir de la entrada en vigor de la nueva Ley se inició una etapa caracterizada por el cambio de gran parte de las instituciones en las que hasta ese momento se había basado el funcionamiento del mercado, como la eliminación de los agentes de cambio y bolsa o la pérdida de control por parte de las juntas sindicales en favor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o la introducción de nuevos sistemas de contratación y negociación que sirviesen para dinamizar nuestro mercado bursátil, como la introducción



del mercado continuo. Estos cambios también afectaron a los requisitos informativos en materia contable, estableciendo un régimen de supervisión y control de los datos financieros que deben de suministrar las empresas, de acuerdo con las exigencias que requiere un moderno mercado de capitales. Sobre este particular, volveremos a incidir en apartados posteriores.

### 1.2.1 CARACTERÍSTICAS DELIMITADORAS Y FUNCIONES DE LA BOLSA.

Una vez expuestas las principales circunstancias que motivaron el origen de las bolsas de valores, vamos a centrarnos en el examen de las principales características que delimitan al mercado bursátil, así como en las funciones que este desempeña en una economía de corte occidental. En general, las características básicas que permiten enmarcar a las bolsas de valores, no serán patrimonio exclusivo de dicho mercado sino que, en muchas ocasiones, también se dan en otros mercados financieros. Por tanto, para establecer la configuración esencial del mercado bursátil, será necesario acudir a un conjunto de características que resultarán comunes para otras instituciones financieras. Entre los principales hechos delimitadores, pueden considerarse los siguientes (Canseco, 1992, págs. 165-166):

*a) Mercado localizado.* En la bolsa existe una ubicación en las denominadas «plazas bursátiles», independientemente de que el lugar concreto de contratación haya desaparecido en las modernas reformas, y no pueda hablarse estrictamente de un centro físico de negociación.

*b) Mercado organizado institucionalmente.* Como veremos posteriormente, según los distintos sistemas de bolsa de que se trate, los miembros de la misma que intervienen en la relación entre oferentes y demandantes de valores son muy dispares, yendo desde las personas físicas hasta las sociedades o los

bancos. Sin embargo, es una característica prácticamente generalizada la existencia de alguna forma de institucionalización de los miembros, sustentada en regulaciones públicas o privadas.

c) *Regulación pública o privada del mercado.* Esta condición afectará directamente a los criterios que fijen los mercados para la admisión a cotización oficial de los valores o a los mecanismos que se implanten para que el proceso de formación de los precios sea lo más correcto posible. Por lo que se refiere a la primera cuestión, los organismos supervisores deben de velar por la seguridad jurídica y económica de los negocios que se realicen sobre los valores, así como por la difusión del nivel de informaciones «suficiente» para que se pueden tomar decisiones de inversión con un cierto grado de garantías. Respecto al mecanismo de formación de los precios, deberán de establecerse una serie de controles «efectivos» que permitan asegurar a los inversores las mejores condiciones de funcionamiento y la existencia de auténticos precios de mercado.

d) *Consideración como «oficial» de los precios que se fijen en el mercado.* Este hecho vendrá respaldado por reconocimiento legal o por aceptación tradicional, y revestirá a la bolsa de la consideración de mercado secundario oficial organizado. Esta circunstancia facilitará la realización de operaciones bursátiles y permitirá alcanzar un volumen mínimo de negociación. Así, existen ciertas instituciones económicas, como fondos de pensiones o fondos de inversión, que están obligadas por ley a invertir en determinados instrumentos financieros en una proporción dada, siempre y cuando éstos se negocien en mercados que tengan la consideración de oficiales.

A pesar de que éstas características diferenciadoras pueden considerarse comunes a las bolsas de todo el mundo, los distintos procesos de formación histórica de los mercados de valores, han originado diversos sistemas bursátiles con una larga e importante implantación en las estructuras jurídicas y

económicas de cada país. En el caso europeo las diferencias estructurales eran tan sustanciales que las regulaciones, de la por entonces Comunidad Económica Europea, no se propusieron la homologación de las mismas, sino únicamente la armonización de su funcionamiento. El establecimiento de los que podríamos denominar «sistemas bursátiles clásicos», estuvo condicionado por la existencia de una serie de dualidades que se contraponían entre sí, y que influyeron en la presencia e importancia de la bolsa en la vida económica y financiera de los países.

Una primera dualidad es la referida a la naturaleza del órgano de control y regulación de la bolsa. En el caso de bolsas de mercado carácter público, predomina la condición de servicio público y se deja a la tutela del Estado el nombramiento de los miembros y el control del mercado. Las bolsas «privadas» se caracterizan por la libre asociación de sus miembros y la libertad de funcionamiento, existiendo mecanismos de autorregulación. En la actualidad esta distinción entre pública y privada no es tan evidente, ya que los miembros de las bolsas oficiales gozan de cierta independencia y capacidad de autorregulación, mientras que las actuaciones de los miembros de las bolsas privadas, fundamentalmente desde el crack del 29, están sometidas a controles y normas de organismos gubernamentales.

Una segunda dicotomía, relacionada con la anterior y presente en la elección de la estructura organizativa bursátil, consiste en velar por el buen fin jurídico y económico del tráfico de valores, o bien fijarse como principal objetivo el alcance del mayor grado posible de comercialización de los títulos. La búsqueda de la máxima seguridad jurídica se ajustaría con la estructura de bolsa pública, siendo el órgano estatal el que debería salvaguardar las transacciones. El objetivo de comercialización se adecua a la bolsa privada, debiendo predominar las facilidades a la libre circulación y negociación de valores, sin que la normativa le imponga trabas, y obteniéndose la seguridad

jurídica de las operaciones a través de las normas de conducta de la institución o de organismos superiores de control.

La tercera y última dualidad que se presenta, esta relacionada con la titularidad de los miembros que pueden actuar en la bolsa. Dos han sido las posibilidades que se han venido adoptando: miembros independientes o entidades financieras. En el primer caso, además, se podían distinguir dos posibilidades: personas físicas o jurídicas.

**CUADRO 1.1: CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DE LOS PRINCIPALES SISTEMAS BURSÁTILES.**

SISTEMAS BURSÁTILES	RASGOS FUNDAMENTALES
<i>SAJÓN</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Instituciones de carácter privado.</li> <li>- Sometimiento a regulaciones específicas sobre mercados de valores.</li> <li>- Los miembros son auténticos intermediarios financieros.</li> <li>- Búsqueda de la mayor comercialización posible en el negocio bursátil.</li> </ul>
<i>LATINO</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bolsas creadas por iniciativa pública.</li> <li>- Regulación de carácter público.</li> <li>- Predominio de la seguridad jurídica en la comercialización de los valores.</li> <li>- Menor peso específico de la iniciativa privada en la economía del país.</li> </ul>
<i>CENTROEUROPEO</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Disponen de estatuto público.</li> <li>- Poco nivel de comercialización.</li> <li>- Prevalencia de la banca en la contratación de los valores.</li> <li>- Se recurre con frecuencia a la realización de operaciones fuera del circuito bursátil.</li> </ul>

En función de estas contraposiciones, los que hemos denominado como sistemas bursátiles clásicos se podían agrupar, hasta las reformas que se han ido llevando a cabo, en las siguientes categorías:

a) *Sistema sajón*. Las bolsas son instituciones privadas, regidas por estatutos privados, si bien sometidas a las regulaciones generales del mercado de valores que han ido apareciendo en los diferentes países. Sus miembros son sociedades de naturaleza privada y auténticos intermediarios financieros, habiendo desaparecido prácticamente los de carácter individual. Junto a los intermediarios en sentido puro han venido operando otros comerciantes de valores por cuenta propia, como el «jobber» británico o el «specialist» americano<sup>5</sup>.

Si tenemos en cuenta que las tres bolsas más importantes del mundo (Nueva York, Tokio y Londres) pueden encuadrarse en este sistema y tienen un volumen de negociación superior al de todas las demás bolsas mundiales juntas<sup>6</sup>, parece ser que el sistema de bolsa privada y comercial es el que se ha mostrado más efectivo en la expansión de los mercados. No obstante, conviene no olvidar que tales bolsas pertenecen a las grandes potencias económicas mundiales, y aún así, la de Londres ha ido perdiendo protagonismo en favor de la de Tokio.

---

<sup>5</sup> La Bolsa de Londres contó con la figura del «jobber» desde finales del siglo XIX hasta el año 1986, fecha a partir de la cual se instauró un mecanismo de negociación basado en precios bajo el control de los «market-makers». La función primordial de los «jobbers» consistía en ofrecer contrapartida, estableciendo las cotizaciones de los valores y comprando a los «brokers» los títulos que estos desearan negociar, entendiendo que sólo estos últimos estaban en contacto con el público, tanto si se trataba de personas físicas como jurídicas. En el caso de los «specialist» americanos, se les confía el monopolio de cotización de los títulos de una sociedad. Para un conocimiento más profundo de la figura de los «jobbers», puede consultarse el trabajo de Mayer (1977).

<sup>6</sup> Véase en este sentido Bruce (1990, págs. 8-9).

b) *Sistema latino*. En él las bolsas han sido tradicionalmente instituciones públicas, aunque alguna haya podido ser creada por iniciativa privada, y reguladas totalmente por un estatuto público. En este sistema predomina la seguridad jurídica sobre la comercialización, siendo esta función realizada en gran parte por la banca. Con anterioridad a la reforma que se produjo en Europa, como consecuencia de la adaptación a la legislación comunitaria, en algunos países (como por ejemplo, Francia y España) los miembros de la bolsa ostentaban la condición de fedatarios públicos. Al margen de los dos países citados, también se podían incluir en este sistema a Italia y Bélgica.

c) *Sistema centroeuropeo*. En general, se trata de bolsas de estatuto público y de comercialización poco desarrollada. Se diferencian del sistema latino en que los auténticos miembros operativos de la bolsa son los bancos, si bien la fijación de los cambios debe ser realizada por agentes oficiales<sup>7</sup>. Al ser los bancos miembros de la bolsa, un número importante de operaciones se realiza fuera de los circuitos bursátiles. Esta puede ser una de las razones por las que las bolsas alemanas no hayan desempeñado en el concierto mundial un papel tan importante como las sajonas, a pesar de la potencia económica y financiera del país.

Quisiéramos puntualizar que a los anteriores sistemas bursátiles los hemos calificado como de «clásicos», debido a la evolución que han experimentado a lo largo de los dos últimos decenios. Desde la década de los setenta, la competencia entre centros financieros por aglutinar el mayor volumen de negociación posible, originó cambios en la concepción de la estructura organizativa que cada mercado tenía. Si a este factor unimos una serie de acontecimientos, a los que posteriormente nos referiremos, y que alteran a la propia naturaleza de la bolsa como institución, se vislumbra la

---

<sup>7</sup> Para un análisis detallado y completo del origen del sistema alemán de bolsas a finales del siglo XIX, véase Weber (1987).

necesidad de acometer una serie de reformas que le permitan mantener su importancia dentro del sistema financiero de una nación o de un área de influencia económica determinada.

No obstante, y con independencia del sistema al que pertenezca una bolsa de valores, las funciones que debe desempeñar, en el marco de una economía de mercado, no han sufrido modificaciones esenciales a lo largo de su historia moderna. Sintéticamente, las funciones económicas que ha de cumplir una bolsa de valores, podemos agruparlas de acuerdo con los siguientes criterios<sup>8</sup>:

a) *Liquidez*. Es, tal vez, una de las funciones más fácilmente identificables de entre las que se llevan a cabo, debido a la importancia que se le atribuye a la conversión en dinero de los activos financieros que se disponga. En su *Teoría General*, Keynes (1936) ya indicaba que la *preferencia por la liquidez* era uno de los principales condicionantes que tenían los inversores para el desarrollo de sus operaciones en los mercados financieros. Esta función constituye un complemento indispensable del mercado de emisión o primario, ya que de no ser así, pocos inversores comprarían títulos si cuando necesitaran convertirlos en efectivo no pudieran desprenderse de ellos. Ahora bien, la liquidabilidad de las acciones se corresponde con la posición del vendedor, mientras que la del comprador de las mismas tiende a la inmovilización de su inversión. Por lo tanto, más que facilitar la liquidez de los títulos, la bolsa favorece la circulación de la riqueza mobiliaria.

El grado de liquidez que puede alcanzar un mercado dependerá, entre otras cosas, del número y la relevancia de los partícipes que intervengan en la negociación diaria, ya que cuanto mayor sea su volumen más fácilmente podrá

---

<sup>8</sup> El estricto cumplimiento de estas funciones, determinará el funcionamiento eficiente del mercado. El sentido de la expresión «eficiencia» se desarrollará en epígrafes posteriores.

el vendedor encontrar contrapartida y, en consecuencia, transformar la cualidad de su inversión. También favorecerá su transferibilidad, la continuidad y constancia de las operaciones, así como la sencillez, uniformidad y rapidez de los sistemas de compensación y liquidación de títulos.

b) *Canalizar el ahorro hacia la inversión.* Como ya indicamos al referirnos a su consolidación como mercado financiero a lo largo del siglo XIX, la bolsa, en su faceta de mercado de emisión o primario, desempeña un papel fundamental en la asignación de los recursos financieros que solicitan las empresas. Aunque el cumplimiento de esta función estará condicionado por el tipo de sistema bursátil de que se trate, la bolsa debería vincular a aquellos sujetos económicos con capacidad de ahorro con los demandantes de fondos. Si éstos últimos necesitan volúmenes elevados de recursos, la bolsa proporciona un marco adecuado para la colocación de los títulos y ofrece a los inversores la oportunidad de rentabilizar sus aportaciones. Además, la bolsa amplía las posibilidades de elección del ahorrador al mostrarse como un escaparate, donde día a día poder comprobar cuál es la evolución de los valores con el fin seleccionar aquellos que cumplan las condiciones de riesgo, rentabilidad y liquidez que exiga el inversor.

c) *Permitir la valoración de las empresas cotizadas.* Este aspecto es quizás sobre el que en mayor medida se ha discutido a lo largo de los últimos 30 años. Además, esta función está directamente relacionada con otras, lo que dificulta el análisis de las causas que impiden la correcta valoración de las acciones. La obtención de un modelo de comportamiento, que permita valorar correctamente los títulos, se ha convertido en una de las principales prioridades de los estudiosos del mercado bursátil. Sin embargo, y como veremos en este mismo capítulo, el análisis de las razones que motivan la fijación de la cotización de las acciones es extremadamente complejo, si bien siempre existirá alguien dispuesto a ofrecer sus servicios con el fin de proporcionar alguna «luz».



Por esta razón, más que afirmar categóricamente que la bolsa permite valorar de forma *correcta* al conjunto de títulos que en ella se negocian, diremos que en el supuesto de que se cumplan determinadas circunstancias<sup>9</sup>, los valorará *adecuadamente*, sin que sea «observable» el verdadero mecanismo de formación del precio de los mismos. Discernir entre cuáles son las causas y los efectos de un cambio en la cotización de los valores, supone un esfuerzo considerable y, en muchas ocasiones, no retributivo.

d) *Favorecer la seguridad jurídica y económica.* Basándose en las regulaciones del mercado, ya sean públicas o privadas, la adquisición de títulos en bolsa legitimará a sus propietarios para realizar con ellos cualquier tipo operación mercantil. Al margen de la vertiente jurídica, también se obtendrá seguridad económica acerca de la calidad y características de los títulos, por los que se supone que el mercado ha fijado un precio de equilibrio.

Junto a estas funciones básicas, a la bolsa se le suelen atribuir otras de carácter no tan universal. Así, según el grado de desarrollo económico del país, la bolsa permitirá proteger a los ahorradores frente a la inflación, hacerles participes (teóricamente) de la actividad empresarial de las sociedades cotizadas o servir como indicador de la gestión de una empresa o sector, así como actuar de impulsora de la actividad industrial y económica de un país<sup>10</sup>. En cualquier caso, las funciones a las que nos hemos referido son «deseables», es decir, serían las que cabría esperar en el supuesto de que el mercado bursátil funcionase correctamente. En consecuencia, el desempeño de las funciones

---

<sup>9</sup> Entre las más significativas estarían: la disponibilidad de información oportuna y relevante para la toma de decisiones de los inversores (objeto central de este capítulo), o la imposibilidad de que mediante operaciones concretas pudiesen alterarse sustancialmente las cotizaciones de las acciones.

<sup>10</sup> La existencia de un mercado de capitales consolidado favorecerá el desarrollo económico de un país, en especial cuando este requiera de grandes sumas de dinero para financiar un cambio tecnológico que mejore su estructura productiva. Para un análisis de la influencia que el desarrollo de los mercados financieros puede tener sobre el desarrollo económico de los países, y viceversa, véase Greenwood y Smith (1994).

bursátiles será tanto mayor cuanto más se reproduzcan una serie de condiciones a las que nos referiremos en el siguiente capítulo.

### 1.2.2 PRESENTE Y FUTURO DE LA BOLSA.

Sin duda, una de las consecuencias más claras que podría extraerse de lo dicho hasta aquí, sería la capacidad de mutación que tiene la bolsa de valores para adaptarse a las circunstancias que determinan el entorno económico, jurídico o social en el que se encuentre. Sin embargo, y a pesar de su antigüedad y arraigo como institución, en los últimos años parece que se cuestiona su perdurabilidad en el tiempo. En este sentido, más que su subsistencia lo que en realidad se discute es si con la actual estructura los mercados bursátiles serán capaces de enfrentarse, tanto a las exigencias de los sistemas financieros de cada país, como a los movimientos de capitales a nivel internacional.

En este sentido, una de las principales reformas llevadas a cabo en la historia reciente de los mercados bursátiles internacionales, ha sido la que se produjo en la Bolsa de Londres en octubre de 1986. El origen de esta reforma, también conocida como *Big Bang*, estuvo en la pérdida de importancia que la *city* londinense había experimentado a la largo de los últimos años, y consistió, básicamente, en la renovación de los mecanismos de funcionamiento del mercado con el fin de satisfacer las demandas de los agentes económicos interesados en el negocio bursátil. Además, esta iniciativa produjo un notable impacto en las bolsas europeas, principalmente en las bolsas francesa y española que, sin seguir con fidelidad el modelo británico, lo utilizaron en sus respectivas reformas<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Para examinar las causas y consecuencias de la reforma londinense, pueden consultarse los trabajos de Lazar (1990) y Garrido (1990).

En la actualidad, la bolsa se enfrenta a una serie de circunstancias que requieren de actuaciones precisas con el fin de mantener su papel dentro del sistema financiero. Uno de los principales problemas a los que se enfrenta es el de la *desintermediación* bursátil. Este fenómeno surge como consecuencia, en primer lugar, de los requisitos y dificultades de acceso que imponen las bolsas de valores a las empresas, y en segundo lugar, debido al ahorro de costes y tiempo que supone para los grandes intermediarios financieros la realización de las operaciones de forma directa entre ellos. Además, este problema se agrava si tenemos en cuenta el ámbito internacional que están alcanzando los movimientos de capitales, ya que debido a la falta de integración que existe entre los diferentes mercados internacionales, puede que produzcan transferencias de títulos entre países sin que exista control directo por parte de las bolsas.

La internacionalización de los mercados bursátiles de todo el mundo, puesta de manifiesto de forma violenta durante el *crash* de 1987, ha ido evolucionando lentamente hacia la globalización de dichos mercados, es decir, hacia la contratación de las operaciones a escala mundial, que de alguna manera puede paliar o agravar el fenómeno de la *desintermediación* bursátil. De hecho, una de las lecciones más importantes del citado *crash* fue que el análisis de los mercados había que realizarlo desde una perspectiva internacional, situando a cada mercado nacional en el nuevo contexto global en donde desarrolle sus actividades. No obstante, para que la aludida globalización del mercado pueda llevarse a cabo, existen algunos inconvenientes técnicos, jurídicos y económicos que deben ser superados (Fernández de Araoz y Zamora, 1993, págs. 113-122):

A) *Automatización de los mercados*. Los avances tecnológicos han alterado, de forma sustancial, la forma en que se negocian los valores en los mercados actuales. Con la informática, los ordenadores informan sobre las oscilaciones de precios en tiempo real, comunicándose de inmediato vía satélite alrededor del

mundo. Por tanto, la incorporación de nuevas tecnologías facilitará la interconexión entre mercados, si bien deberán desarrollarse sistemas de contratación internacional, así como organismos nacionales y supranacionales que supervisen y regulen la evolución del mercado.

*B) Volatilidad de los mercados.* En el actual mercado internacional, cada vez más automatizado, existe un aumento del riesgo de volatilidad, definido como la magnitud de las oscilaciones de las cotizaciones de los valores negociados en el intervalo de un mismo día o en días sucesivos. En este contexto, una previsión razonable exigiría una cierta colaboración internacional sobre, al menos, las siguientes cuestiones:

- Coordinación de requisitos relativos a los depósitos previos o márgenes en los mercados de futuros y opciones para reducir la especulación, así como las condiciones que permitan suspender la negociación de valores en las bolsas en los casos de caídas bruscas del índice general.

- Desarrollo de los intercambios de información entre los mercados de acciones, opciones y futuros.

*C) Sistemas de compensación y liquidación.* Un funcionamiento transparente y eficaz del mercado global de valores pasa por diseñar un sistema internacional de compensación y liquidación plenamente automatizado, basado en un sistema de anotaciones en cuenta. Dada la importancia de este tema, el Grupo de los Treinta publicó un informe donde ponía de relieve que los principios reguladores respecto a la compensación y liquidación de valores debían ser establecidos y supervisados en el plano nacional, en vez de a través de un sistema centralizado, sin perjuicio del establecimiento de un sistema de interconexión electrónica entre todos los sistemas.

D) *Información*. Esta materia prima en el proceso de formación de los precios, requiere ser transmitida y difundida con la mayor rapidez posible a todos sus potenciales usuarios. El desarrollo de redes informáticas a nivel mundial favorecerá el intercambio de información, pero no sólo la relativa a datos propiamente bursátiles, como cotizaciones o volúmenes de negociación, sino también a cualquier tipo información económico-financiera o social que pueda afectar a los mercados en cuestión. Sin esta fluidez informativa, será muy complicado que los inversores puedan tomar posiciones en cualesquiera mercados, aunque éstos estuviesen conectados a otros niveles.

E) *Unificación de legislaciones*. De nada serviría disponer de la tecnología necesaria para llevar a cabo la interconexión de los mercados, si paralelamente no se han instaurado los mecanismos esenciales que salvaguarden la seguridad jurídica y económica de las operaciones que se quiera realizar<sup>12</sup>. No obstante, la implantación de dispositivos jurídicos o de normas de conducta no resulta de fácil aplicación debido a falta de competencia jurisdiccional o legislativa, problemas procesales derivados de citaciones o emplazamientos a personas o residentes en otros países o a dificultades para la obtención de información y pruebas. En este sentido, la *Securities and Exchange Commission* (S.E.C.) optó, en primera instancia, por una política agresiva de aplicación extraterritorial de sus normas de conducta, así como de la legislación sobre mercado de valores norteamericana. Sin embargo, la falta de colaboración internacional le obligó a recurrir a una serie de convenios interestatales, a través de los cuales obtendría un trato de reciprocidad en el régimen sancionador de determinadas infracciones<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Desde una perspectiva internacional, un análisis económico del grado de desarrollo de las regulaciones en los mercados de capitales de Estados Unidos y Europa, puede verse en Steil (1994).

<sup>13</sup> En julio de 1992, la S.E.C. firmó un memorándum de entendimiento con la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.) con el fin de establecer una colaboración más estrecha entre ambos organismos cuando se produjese cualquier conflicto. Para una análisis del mismo, puede consultarse el artículo de Fernández de Araoz y Zamora (1993, págs. 143-161).

En consecuencia, la integración de los mercados internacionales, a través de su interconexión informática, junto con una serie de cambios en las estructuras de las bolsas, resultarán decisivos para frenar la proliferación de mercados extrabursátiles que podrían suponer la decadencia de los mercados de valores, tal y como hoy los conocemos. La futura bolsa no se concibe sin la concentración de las principales operaciones en unos pocos centros financieros de decisión, si bien ello no implicará necesariamente la desaparición de los mercados nacionales, ya que éstos se interconectarán con los anteriores con el fin de realizar operaciones de compra-venta o, se especializarán en la negociación de títulos de menor trascendencia internacional pero de elevado interés para los mercados «locales».

La Unión Europea no ha sido ajena a esta tendencia globalizadora de los mercados de valores, y entre los aspectos prioritarios del Tratado de Roma ya figuraba la libertad de circulación de capitales. El establecimiento de una Unión Monetaria en Europa, objetivo ya recogido en 1970 en el informe Werner, propició la idea de una integración de sus mercados financieros. Como indica Ortega (1992, pág. 100), un mercado integrado atraería a los inversores internacionales y a las grandes compañías multinacionales deseosas de emitir sus títulos fuera de las fronteras de sus países de origen.

El entusiasmo inicial que provocó esta idea, se plasmó en una serie de proyectos tendentes a la creación de una lista de valores que cotizarían en ese mercado europeo y de un sistema unificado de difusión de la información y de confirmación y ejecución de órdenes<sup>14</sup>. Sin embargo, desde un principio, se pusieron de manifiesto profundas divergencias respecto a la orientación y propósitos de los promotores de los proyectos. En el fondo de la cuestión subyacía (y subyace), el temor de las bolsas implicadas a perder cuota de

negocio frente a los mercados rivales, llegando incluso a sugerirse, por parte de muchos, que los esfuerzos que debían realizarse para constituir una bolsa europea integrada, eran una pérdida general de tiempo, medios y recursos financieros (Duncan, 1986, pág. 59).

Unida a las expectativas de un mercado financiero único, y con la finalidad de velar por la protección de los inversores y la eficiencia de los mercados, la normativa comunitaria en materia de mercado de capitales, se ha ido desarrollando de forma desigual en el tiempo y adaptándose en cada país miembro en fechas dispares (sobre este particular, véase López-Arcas, 1991). La regulación comunitaria en el ámbito de los mercados de valores, se sustenta en cuatro principios básicos:

1) El principio de «integración financiera» del que se deriva la libre prestación de servicios, el derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados en condición de miembro.

2) El principio de «información equivalente», por el que cualquier sociedad cotizada en más de una bolsa comunitaria debe divulgar la misma información en cada una de ellas.

3) El principio de «transparencia» de las operaciones realizadas en los mercados regulados.

4) El principio del «juego limpio» (fair play) en las transacciones sobre valores mobiliarios.

---

<sup>14</sup> Existen diversas iniciativas por parte de organismos para alcanzar un mercado común europeo de valores. Una génesis de las mismas puede examinarse en: Henriksen (1986), Rodríguez de Castro (1991) y López-Arcas (1991, págs. 291-320).

A pesar de las indudables ventajas que acarrearía el cumplimiento de estos principios, la primacía por la «capitalidad financiera» de Europa entre Londres, la Federación Alemana de Bolsas (FED) y París, fundamentalmente, ha motivado recelos y discusiones que han ido alargando las reformas necesarias para instituir un auténtico mercado único de valores. Como se puede observar en el gráfico 1.1, durante los últimos años la bolsa de Londres ha ido ganando terreno, en cuanto a volumen de negociación, dentro del contexto europeo. Así, durante 1995 se puede considerar que la mitad del negocio bursátil en Europa se contrataba en dicha plaza. Contrasta esta situación con la paulatina reducción que han sufrido los mercados alemanes, y el estancamiento de la bolsa de París. Por otra parte, el resto de bolsas europeas a penas si cuentan ya que prácticamente ninguna de ellas sobrepasa el 5% de cuota de mercado. Ante este panorama cabe preguntarse si en realidad no existe ya un centro de contratación con peso específico en Europa que pueda competir en el futuro con los otros dos grandes mercados, Nueva York y Tokio.

En consecuencia, consideramos que el futuro de la «bolsa única europea» no creemos que se alcance mediante la creación de un único centro de negociación, sino más bien a través de acuerdos de colaboración entre los diferentes mercados que permitan la interconexión de los mismos y la libre contratación de los valores en varios mercados a la vez. No obstante, para que esto se produzca existen todavía problemas técnicos, legales y financieros pendientes de resolver. Es posible que con la entrada en vigor, el 1 de enero de 1996, de la Directiva 93/22/CEE sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables, se produzca un cambio de tendencia en la actual situación<sup>15</sup>. Sin embargo, únicamente la voluntad decidida de los Estados miembros para crear un espacio común financiero, permitirá alcanzar en un

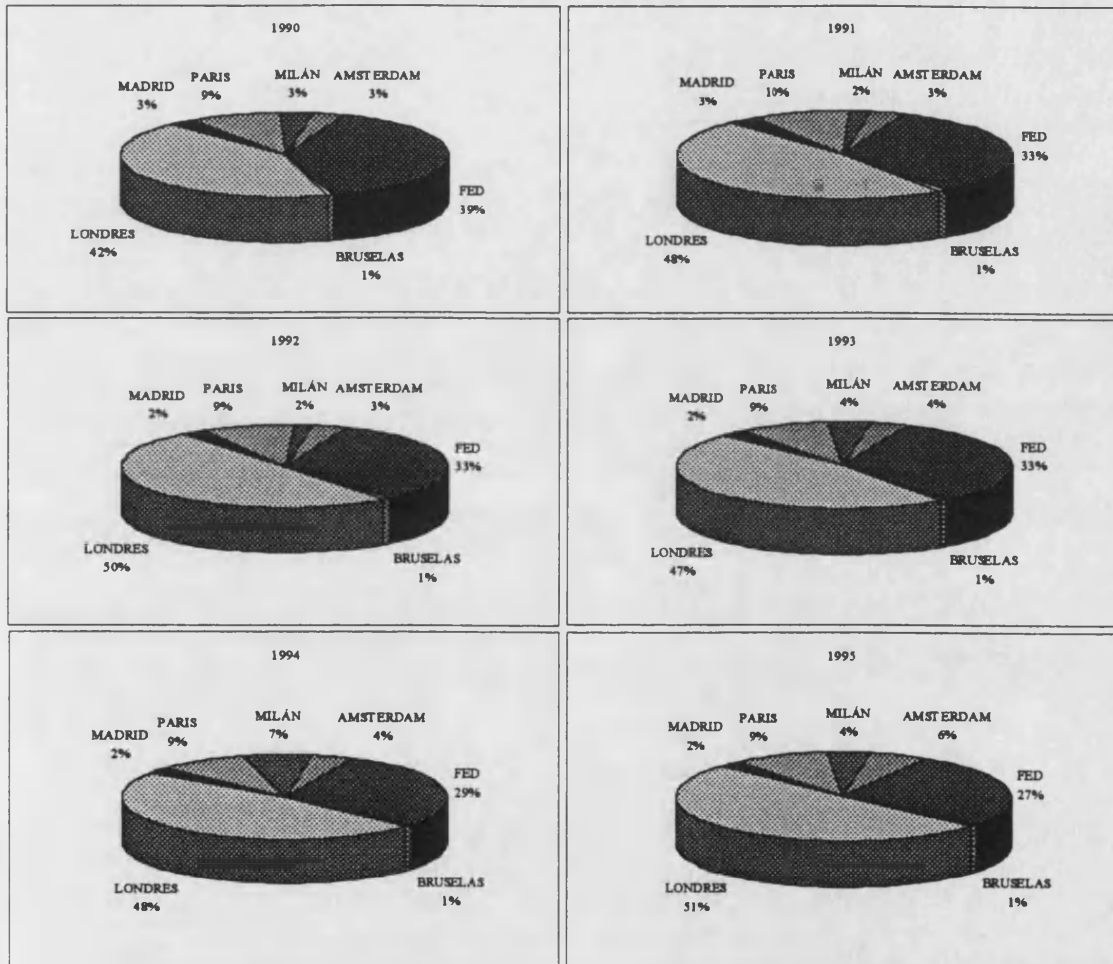
---

<sup>15</sup> En España se encuentra en fase de discusión la adaptación de esta Directiva, cuya aplicación supondrá la modificación de la Ley del Mercado de Valores de 1988. Las consecuencias de la aplicación de esta norma para los mercados europeos, y en particular para el español, pueden examinarse en el trabajo de Hernández (1995).



futuro, esperemos que próximo, una bolsa europea unificada capaz de satisfacer las exigencias de inversores y empresas, y de competir con otros mercados internacionales.

**GRÁFICO 1.1**  
**EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE NEGOCIO EN LAS PRINCIPALES**  
**BOLSAS EUROPEAS.**



Fuente: Datos tomados del periódico *Cinco Días* (13-05-96).

### **1.3 EVOLUCIÓN DE LOS OBJETIVOS Y EXIGENCIAS EN MATERIA DE INFORMACIÓN FINANCIERA.**

A lo largo de la historia de la contabilidad se pueden establecer diferentes etapas a través de las cuáles se han ido modificando, tanto los objetivos que se suponía que debía cumplir la información contable como las exigencias informativas de sus usuarios<sup>16</sup>. Hasta finales del siglo XVIII, la teneduría de libros tenía como principal finalidad facilitar información, fundamentalmente, para usos gerenciales. El desarrollo durante el siglo XIX y principios del XX de las actividades industriales y comerciales, dio paso a un tipo de sociedad económica más compleja. En consecuencia, y a partir de la nueva estructura de poder de las sociedades anónimas, cobró mayor importancia la información financiera que las empresas debían elaborar para presentar a terceras personas vinculadas con la sociedad, básicamente, accionistas, inversionistas, acreedores y el Estado.

Entre las principales causas que determinaron los cambios que se produjeron durante el período de 1800 a 1930, destaca la conjunción de una serie de factores que ejercieron una considerable influencia sobre la teoría de la contabilidad. Los hechos más destacables de esta etapa pueden clasificarse de la siguiente forma (Hendriksen, 1974, pág. 33):

- La introducción y mejora de métodos didácticos para la docencia de la contabilidad.

- La Revolución Industrial, con su influencia en la contabilidad de costes y en el registro de las depreciaciones de los inmovilizados.

---

<sup>16</sup> En Wyman (1990) se incluye una breve clasificación de los principales períodos en que se puede dividir el desarrollo histórico de la teoría de la contabilidad.

- El crecimiento y desarrollo de los ferrocarriles (para un análisis de la influencia que tuvo este fenómeno, véase Brief, 1986).

- La regulación estatal de algunas actividades económicas.

- El establecimiento de impuestos para las empresas.

- El desarrollo de la sociedad anónima y la concentración empresarial a través de fusiones entre empresas industriales o entre entidades financieras.

- La influencia de la teoría económica (en este particular destaca la edición del manual sobre contabilidad de Canning, 1929). En palabras de Fisher (1930, pág. 604), este trabajo supuso, desde un plano teórico y hasta ese momento, la mejor descripción de los procedimientos contables que se debían aplicar en la gestión empresarial, en armonía con los postulados de la teoría económica.

No obstante, en 1930 se produjo un cambio de tendencia en el cuerpo teórico y doctrinal de la contabilidad al iniciarse las primeras conversaciones, entre la Bolsa de Valores de Nueva York y el Instituto Norteamericano de Contadores, en relación con la emisión de un conjunto de principios contables que favoreciesen la presentación e interpretación de la información financiera que debían depositar las empresas cotizadas. El cambio en los objetivos de los estados financieros (su nueva orientación hacia la transmisión de información contable a terceras personas), tuvo consecuencias directas sobre la elaboración de los mismos ya que modificó los criterios de importancia respecto a lo que éstos debían reflejar.

Las principales alteraciones que se produjeron en la confección de los estados financieros, se pueden concretar en las siguientes: i) considerar al balance de situación como una representación de la situación patrimonial de la

empresa bajo la premisa de que el negocio está en marcha, y no como una exposición de valores que sirva para cuantificar el precio de liquidación de la sociedad; ii) darle mayor importancia a la cuenta de pérdidas y ganancias (como indicador de gestión del negocio) y favorecer la uniformidad del concepto de beneficio; y, iii) perseguir la presentación de estados financieros que incluyan toda la información que se pueda considerar relevante para sus usuarios<sup>17</sup>.

No obstante, conviene resaltar que estos cambios en el pensamiento contable no fueron el resultado directo del «crack del 29» ni de la depresión de los años treinta, sino más bien fueron consecuencia de cambios institucionales que habían comenzado mucho antes y a los cuales los contables no se habían adaptado todavía, aunque los acontecimientos del período los hicieron más urgentes si cabe (Hendriksen, 1974, pág. 68).

En consecuencia, la finalidad que se le ha dado a la contabilidad financiera ha ido evolucionando a lo largo del tiempo, y tras una primera etapa legalista orientada, fundamentalmente, hacia el registro material de los bienes, derechos y obligaciones del propietario, evolucionó después de la Primera Guerra Mundial, en opinión de Cañibano (1975), hacia una visión económica que vinculase la información contable y la realidad económica. En esta segunda etapa, en palabras de Tua (1991a, pág. 24), la contabilidad perseguirá la búsqueda (y registro) de una verdad única, el cálculo del beneficio y de la situación patrimonial, sin importar quién recibe la información financiera y por qué.

---

<sup>17</sup> Como muestra del interés que despertó en aquella época la introducción de estas premisas en la elaboración de los estados contables, véase Payne (1933) y Sanders (1934).

**CUADRO 1.2: EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LAS EXIGENCIAS EN MATERIA DE DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN CONTABLE.**

**HORIZONTE TEMPORAL**

**OBJETIVO BÁSICO**

*Hasta finales del siglo XVIII*

**USOS GERENCIALES**

*Control del negocio y registro de bienes, derechos y obligaciones*

*A partir de 1930*

**ORIENTACIÓN HACIA TERCERAS PERSONAS**

*Facilitar la obtención de recursos financieros a las empresas en los mercados de capitales o en los de crédito*

*Hasta mediados de los sesenta*

**NORMATIVIZACIÓN DE LA INFORMACIÓN CONTABLE**

*Búsqueda de una verdad única*

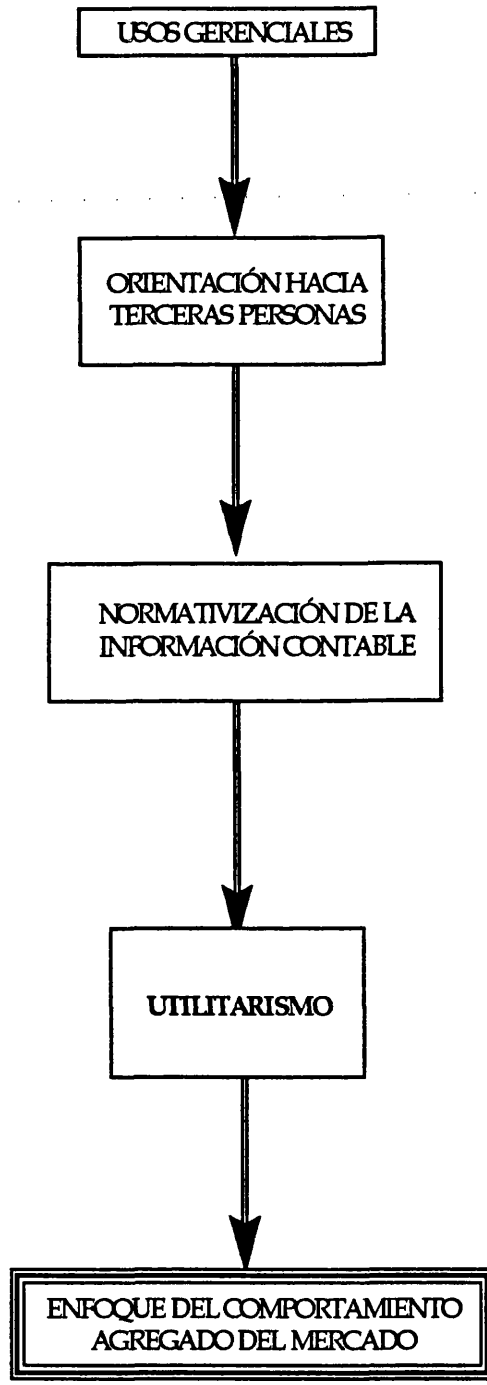
*Desde finales de los sesenta*

**UTILITARISMO**

*Responder al interrogante: ¿es la información contable relevante para la toma de decisiones de sus potenciales usuarios?*

**ENFOQUE DEL COMPORTAMIENTO AGREGADO DEL MERCADO**

*Contraste a través del mercado de capitales de la utilidad de las cifras contables*



El siguiente paso, tal y como lo describe Tua (1988, pág. 919), consistió en la sustitución del concepto de verdad única, por el de una verdad orientada al usuario, que pretende proporcionar la mayor utilidad posible en la toma de decisiones, con lo que criterios que hasta ese instante eran primordiales, como los de «verificabilidad» y «objetividad», pasan a un segundo plano (sin que por ello se abandonen) al ser el de «relevancia» el que cobrará mayor protagonismo en la elaboración de los estados financieros.

Sin embargo, no fue hasta principios de la década de los sesenta cuando el planteamiento de la utilidad alcanzó su madurez, detectándose, además, una clara evolución en el concepto de usuario de la información financiera. En concreto, suele considerarse a Staubus (1961) como el primer autor que defendió decididamente la concepción «utilitarista», al reconocer que los inversores constituyen el mayor grupo de usuarios del producto contable y, por tanto, la contabilidad tendrá como principal objetivo suministrar información económica, de carácter cuantitativo, que resulte útil en la toma de decisiones.

En la consolidación definitiva del que se ha denominado *Paradigma de la Utilidad*, cabe destacar el papel que desempeñaron tanto la *American Accounting Association* (A.A.A.), a través de sucesivas declaraciones, como el *Financial Accounting Standards Board* (F.A.S.B.), mediante la elaboración del «marco conceptual». Junto a estas instituciones, fueron innumerables las aportaciones de un conjunto de autores que se dedicaron a analizar los condicionantes e implicaciones que la adopción de este nuevo paradigma podría tener para el desarrollo de la teoría contable (véase en este sentido el artículo de Tua, 1991b).

A este respecto, coincidimos con Tua (1992, pág. 598) en que muchas y variadas son las consecuencias que ha tenido para nuestra disciplina la aceptación del paradigma de utilidad (véase cuadro 1.3).

**CUADRO 1.3: IMPLICACIONES PARA LA INVESTIGACIÓN CONTABLE  
DE LA ADOPCIÓN DEL PARADIGMA DE UTILIDAD.**

- Progresiva ampliación del concepto de usuario.
- Búsqueda y discusión de los objetivos de la información financiera.
- Aceptación de la posibilidad de establecer diferentes tipos de estados financieros según los diferentes usuarios.
- Incremento de la cantidad y calidad de la información requerida a las empresas.
- Desarrollo de los principios contables y atención especial a la regulación de la contabilidad.
- Aceptación del carácter normativo de nuestra disciplina.
- Desarrollo de la investigación empírica.

De todas las implicaciones reseñadas destaca, en especial, el efecto que ha tenido sobre los estudios de carácter empírico, dado que la contabilidad, como indican Lev y Ohlson (1982, pág. 251), al convertirse en utilitarista por naturaleza, necesitará una última y definitiva prueba de la eficacia de la información financiera que suministra, y en definitiva de su utilidad, concepto eminentemente pragmático, para el que la más adecuada e, incluso, la única validación posible es la contrastación positivista por referencia a la realidad existente.

En nuestra opinión, la evolución seguida en el desarrollo teórico de la contabilidad es lógica. Ello se debe a que aceptamos la idea de que ésta, como sistema de información, adaptará sus postulados a los cambios y/o necesidades de sus potenciales usuarios. Además, como cualquier otra Ciencia, se resiste a perder el papel que desempeña y, coincidiendo con el inicio de la etapa «utilitarista», se hizo patente una gran insatisfacción en relación con los datos

financieros que se publicaban, dudándose de su utilidad y relevancia<sup>18</sup>. Como muestra de esta afirmación, incluimos dos citas entresacadas de Lev (1978, pág. 91):

*«La información contable que la SEC exige es, en términos generales inoperante para los inversores. En parte ello es debido a una falta de adecuación básica de los datos contables para medir con efectividad los acontecimientos económicos» (V. Benston).*

*«Si los contables desean continuar ostentando un papel importante en el proceso de dirección de las inversiones, deberán concentrar sus esfuerzos en suministrar los datos necesarios que una teoría racional de valoración de acciones reclama, en vez de continuar aferrados a los principios tradicionales» (J. L. Treynor).*

La necesidad de contrastar si la información contable era o no relevante en el proceso de toma de decisiones de sus potenciales usuarios, impulsó la realización de una serie de investigaciones empíricas que, a través de la utilización de diferentes enfoques y metodologías, dieron origen a una de las etapas más prolíficas en el desarrollo de la contabilidad como disciplina científica<sup>19</sup>. De entre las distintas orientaciones que han adoptado los autores centrados en la ejecución de investigaciones empíricas, una de las que en mayor

---

<sup>18</sup> Beaver y Demski (1974) reconocieron la existencia de multiplicidad de usuarios, cada uno con objetivos distintos, lo que originará conflictos de intereses individuales y planteará la necesidad de cuestionarse cuál es la naturaleza de la información financiera.

<sup>19</sup> En realidad, fue en Estados Unidos, a principios de la década de los sesenta, donde se dieron todas las condiciones necesarias para que la investigación empírica en contabilidad se desarrollase. Algunas de las razones que determinaron su auge fueron (en Tua, 1991b, págs. 13-18, se analizan con mayor detalle dichas razones): i) el incremento en la interdisciplinariedad científica, con lo que la contabilidad se vio beneficiada de conocimientos y técnicas que le permitieron plantearse nuevos interrogantes; ii) en el ámbito regulador aparecieron argumentos distintos a los estrictamente teóricos, así como fuerzas e intereses ajenos a los meramente contables, que trataron de estudiar las posturas y motivaciones inherentes y subyacentes en los procesos de elaboración de las normas contables; iii) la reforma de los planes de estudios, cuya mayor preocupación fue la de impulsar la investigación aplicada y la interdisciplinariedad; iv) el nacimiento de revistas especializadas, especialmente la aparición en la primavera de 1963 del *Journal of Accounting*



medida se ha desarrollado a lo largo de las tres últimas décadas ha sido la del *comportamiento agregado del mercado*.

Mediante la adopción de este enfoque se pretenderá contrastar la utilidad de la información contable a través de la evolución del precio de mercado de las acciones, presuponiendo que dicha información es necesaria para que los inversores puedan formar una cartera de valores óptima y para que las empresas concurrentes al mercado tomen decisiones de financiación correctas. Las investigaciones que se desarrollan al amparo de este enfoque admitirán, como premisa básica, el cumplimiento de la hipótesis de eficiencia del mercado (a la que ya nos referimos a lo largo del primer capítulo). En general, y al margen de que en este mismo capítulo se desarrollarán en mayor o menor medida, las líneas de investigación basadas en el enfoque del comportamiento agregado del mercado se han orientado hacia el estudio de las siguientes cuestiones (Lev y Ohlson, 1982, pág. 250):

- Análisis del contenido informativo de las cifras contables. La variable sobre la que mayor número de estudios se han realizado ha sido el beneficio contable, donde destaca por su precocidad el trabajo de Ball y Brown (1968). No obstante, el ámbito de análisis ha ido ampliándose a otras variables contables, como el «cash-flow», o a combinaciones de éstas, como los ratios financieros.

- Contrastar la preferencia por la utilización de métodos contables alternativos, así como analizar la reacción en el precio de mercado de los títulos de la publicación de los estados financieros, elaborados en función de dichos métodos. En este tipo de estudios se suele distinguir entre cambios en procedimientos contables según que afecten o no a los flujos de caja futuros de

---

*Research*; y, v) la existencia de bases de datos, material imprescindible para llevar a cabo las investigaciones.

la empresa, debido a la relación que ésta circunstancia tiene con el comportamiento eficiente del mercado bursátil.

- Verificar el impacto que la regulación contable tiene sobre las expectativas de los usuarios de la información, como medio para determinar si la norma emitida es o no aceptada por los agentes económicos.

Una de las principales limitaciones de este enfoque radica en que los resultados que se obtengan, estarán condicionados por su dependencia del mercado bursátil. En nuestra opinión, inferir mecánicamente que la publicación de datos contables o la emisión de alguna norma específica posea algún contenido informativo para los inversores, basándose para ello en la evolución de los precios de mercado de los títulos, podría interpretarse como un supuesto excesivamente simplificador.

Una premisa fundamental en este razonamiento, consistirá en admitir la primacía del inversor bursátil frente a cualesquiera potenciales usuarios de la información contable. No obstante, y para que esta prelación fuese defendible, el mercado bursátil debería representar, adecuadamente, al conjunto de la economía nacional, por lo que la validez de este enfoque aumentará a medida que el volumen de negociación y el número de sociedades cotizadas crezca. Tal vez, este sería el principal argumento que justificase que, inicialmente, la mayoría de trabajos se hayan centrado en países con mercados financieros debidamente desarrollados (en un principio, y casi de forma exclusiva, se realizaron tomando como referencia a la Bolsa de Nueva York), ampliándose progresivamente el espectro de estudios empíricos a otros países, en la medida que sus mercados se han ido desarrollando (para una revisión de los principales estudios centrados en las bolsas europeas, puede consultarse la monografía de Hawawini, 1984).

Como veremos en el siguiente epígrafe, una de las consecuencias del perfeccionamiento de los mercados bursátiles consistirá en la promoción de la transparencia informativa como instrumento decisivo para que el proceso de formación de los precios de los títulos, sea lo más correcto posible. La cautela que debe regir el comportamiento de los organismos supervisores del negocio bursátil, impulsó la publicación de normas contables, de obligado cumplimiento para las sociedades cotizadas, que afectaron tanto al fondo (representado por los principios contables generalmente aceptados, así como por algunos criterios de valoración) como a la forma de presentación de los estados financieros.

La influencia de las bolsas de valores en el proceso de normalización contable, representa en gran medida el deseo de las autoridades reguladoras de dotar a la información contable del *status* que se merece en el proceso decisorio de los usuarios. Sin embargo, y como veremos posteriormente, la aplicación de la normativa contable-bursátil a todo tipo de empresas no siempre resulta conveniente, ya que los principios básicos que inspiran su elaboración se centran, fundamentalmente, en la protección de los potenciales o actuales accionistas de las sociedades, mientras que para otras empresas, con características diferentes a las cotizadas, la transparencia informativa exigiría una mayor equiparación con los derechos de otros usuarios, a fin de salvaguardar sus intereses.

## 1.4 INFLUENCIA DE LA BOLSA DE VALORES EN LA NORMALIZACIÓN CONTABLE.

Si existe un acontecimiento que influyó de manera decisiva en la relación entre la información y el mercado de valores, este fue sin duda alguna el «crack» bursátil del 29. Analizar en profundidad cuáles fueron las causas del citado *crack* y su posterior repercusión sobre la depresión de los años treinta, supera con creces los objetivos de este apartado<sup>20</sup>. Por lo que a nosotros respecta, de aquel acontecimiento conviene destacar la pérdida de confianza que supuso, para el sistema bursátil en su conjunto, el descubrimiento de una serie de operaciones fraudulentas que en alguna medida estuvieron relacionadas con la información contable que debían depositar las empresas cotizadas (en el libro de Galbraith, 1976, págs. 80-107, se describen algunas de las más habituales en aquella época).

Una gran parte de estas operaciones fraudulentas, a pesar de la existencia de normativa para la presentación de estados financieros al organismo bursátil, se sustentaron en la ocultación o manipulación de determinadas informaciones económico-financieras. Con el fin de restablecer la seguridad jurídica y económica en los negocios bursátiles, el Gobierno Federal de los Estados Unidos se planteó la creación de un cuerpo normativo que devolviese la confianza a los inversores para cualesquiera operaciones que quisieran llevar a cabo. Entre el extenso compendio legislativo que se ha ido desarrollando, las dos normas que se pueden considerar como pilares básicos del funcionamiento del mercado bursátil norteamericano (y que han tenido notable influencia en el desarrollo legal de los mercados de otros países),

---

<sup>20</sup> Para un estudio riguroso de estos acontecimientos, puede consultarse la obra de Néré (1970).

fueron la *Securities Act*, promulgada en 1933, y la *Securities Exchange Act*, aprobada en 1934<sup>21</sup>.

La *Securities Act* tiene como objetivo fundamental, regular la emisión de títulos en cualquier mercado financiero norteamericano, procurando que se presente ante los inversores la mayor cantidad y calidad de información posible acerca de la colocación de los títulos que se pretenda realizar. Esta Ley introdujo la obligación de presentar ante la autoridad bursátil los «folletos de emisión» (tal y como hoy los conocemos) y estableció un completo sistema de responsabilidades para combatir el fraude en la colocación de los títulos.

La *Securities Exchange Act* tiene como finalidad procurar que los inversores dispongan de una adecuada y correcta información sobre cualquier hecho relevante que pueda afectar a las operaciones bursátiles. Concretamente, y de entre las informaciones que las sociedades cotizadas estarán obligadas a presentar, destaca el depósito de información contable para conocimiento público de cualquier inversor interesado en ella, ya sea a través de los estados financieros tradicionales, o bien mediante la elaboración de informes complementarios sustentados en dicha información.

Para velar por el cumplimiento de los preceptos contenidos en estas leyes, así como de otras posteriores que se fueron promulgando, en 1934 se creó la *Securities and Exchange Commission* (S.E.C.). A este organismo se le dieron plenos poderes para intervenir en los mercados financieros, en caso de ser

---

<sup>21</sup> De entre la cuantiosa normativa bursátil norteamericana, destaca la aprobación, en julio de 1995, de la *Capital Markets Deregulation and Liberalization Act of 1995*. A través de esta ley se pretenden reunificar aquellas normativas que puedan estar duplicadas, a fin de facilitar la consulta y comprensión de la regulación bursátil (con la consiguiente reducción del coste de los servicios jurídicos, en general), así como dotar a los mercados financieros de mecanismos dinámicos que favorezcan el registro, la negociación y la liquidación de los títulos bursátiles. En definitiva, esta Ley persigue la consecución de un mercado más eficiente y competitivo velando, asimismo, por la seguridad de tráfico bursátil, al incidir sobre las actuaciones y negocios de los intermediarios financieros.

necesario, y, sobre todo, i) para controlar las operaciones que pudiesen violar las leyes federales, ii) para interpretar los preceptos de la legislación sobre valores, y iii) para procurar que la información financiera, que deben presentar las sociedades cotizadas, se ajustase a sus dictámenes<sup>22</sup>. La profusión en la emisión de normativa por parte de este organismo, así como la actualización y desarrollo de la legislación norteamericana sobre mercados financieros, ha creado un cuerpo doctrinal de dimensiones considerables que dificulta en gran medida el seguimiento de todos los cambios normativos que se van produciendo. En este sentido, como indica Soriano (1991, pág. 412), ha sido la propia S.E.C. la que, usando sus poderes reglamentarios, ha tenido que cubrir las lagunas y dictar las normas precisas para permitir coadyuvar al desarrollo normal de los mercados de valores y no convertirse en un freno legal al normal desenvolvimiento del mundo financiero.

La incorporación a los mercados de valores de nuevas tecnologías, desde principios de la década de los setenta, no sólo se ha aplicado a la transmisión de datos o a la negociación de los títulos. La S.E.C., con el fin de divulgar entre la comunidad financiera y los inversores (sobre todo los pequeños) los esfuerzos y labores que realiza para favorecer el establecimiento de un mercado financiero «eficiente», mantiene abierto en la red *Internet* un espacio de información al que cualquier usuario de este servicio se puede conectar sin coste adicional alguno<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> En Tua (1983, págs.127-139) se describen con mayor detalle cuáles son las funciones y competencias de la S.E.C..

<sup>23</sup> Para obtener una información detallada de multitud de aspectos relacionados con la S.E.C., se puede conectar vía *Internet* con la siguiente dirección: <http://www.sec.gov/>. Asimismo, existen entidades públicas o privadas que se encargan de agrupar y clasificar las normas y leyes que hacen referencia al mercado de valores. En este sentido destaca el *Center for Corporate Law* de la Facultad de Leyes de la Universidad de Cincinnati, el cual mantiene un *Web* en *Internet* al que se puede acceder a través de la siguiente dirección: <http://www.law.uc.edu/CCL/>.

El afán de la S.E.C. por ofrecer información actualizada a los inversores, con el fin de que todos ellos dispongan de igualdad de oportunidades informativas en su proceso de toma de decisiones (con la mejora consiguiente en la eficiencia del mercado), impulsó la realización de varios estudios encaminados al establecimiento de una base de datos que permitiese acceder a la mayor parte de informaciones económico-financieras que generan las sociedades que dependen de la agencia gubernamental. La culminación de estos esfuerzos se produjo en 1988, al comprometerse formalmente la Administración para que se desarrollase el proyecto E.D.G.A.R. (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system). Este compromiso se concretó con la inclusión de este mecanismo informativo en la legislación sobre el mercado de capitales, especialmente en la sección 35A de la *Securities Exchange Act*.

La finalidad de este sistema de recuperación electrónica de información, radica en facilitar a los inversores, a las instituciones públicas o privadas, o a cualquier agente económico interesado, la recepción, transmisión o el análisis de cualquier documento susceptible de ser depositado en el registro de la S.E.C.. No obstante, la disponibilidad de esta información se circunscribe, de momento, a aquellos documentos que han de entregarse obligatoriamente, no estando a disposición del público, en general, aquellos otros que se depositan con carácter voluntario<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> En este sentido, se espera que para el mes de mayo de 1996 la base de datos disponga de plena capacidad operativa para la recepción y transmisión de documentos. Además, en el seno de la S.E.C., se está estudiando la posible privatización de este servicio, que podría producirse a lo largo de 1996, coincidiendo con la obtención del pleno rendimiento por parte del mismo. Para la obtención de datos a través de la base E.D.G.A.R., se puede conectar vía *Internet* a través de la siguiente dirección: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/>.

### 1.4.1 LA INTERVENCIÓN DE LA S.E.C. EN EL PROCESO EMISOR DE NORMAS EN ESTADOS UNIDOS.

Entre las atribuciones asignadas a la S.E.C., no sólo se reconoce su papel como organismo «difusor» de informaciones relacionadas con las empresas sobre las que tiene potestad normativa, sino que también se la ha dotado de plena capacidad para influir en la regulación de los criterios a seguir para elaborar dichas informaciones. En concreto, y por lo que se refiere a la información contable, la S.E.C. ha mantenido desde su constitución una estrecha colaboración con diferentes organismos emisores de principios y normas contables, con el fin de alcanzar un elevado consenso a la hora de decidir la aplicación de los mismos en el mercado de capitales.

Ahora bien, a través de la evolución histórica de los contactos mantenidos entre la S.E.C. y diversos organismos contables norteamericanos<sup>25</sup>, la S.E.C. siempre ha hecho prevalecer su autoridad en aquellas ocasiones en las que lo ha considerado conveniente. Como indica Soto (1972, pág. 711), la mayor influencia de la S.E.C. proviene de su facultad para revisar y aceptar los estados económico-financieros que preparan las empresas sometidas a las leyes que administra. De esta forma, al decidir en cada caso si debe o no aceptar los estados financieros, acompañados de las opiniones de los auditores, o solicitar que los mismos sean objeto de revisión, la S.E.C. ejerce una gran influencia sobre las prácticas contables de las empresas.

---

<sup>25</sup> En un principio, la S.E.C. delegó estatutariamente la autoridad para emitir normas contables al *American Institute of Accountants* (A.I.A.), a través de su *Committee on Accounting Procedure* (C.A.P.); desde 1938 hasta 1959, la autorización recayó en el *American Institute of Certified Public Accountants'* (A.I.C.P.A.); en el período 1959-1973 la responsabilidad normativa fue para el A.P.B.; por último, en 1973, con la publicación del *Accounting Series Relais* n° 150, la S.E.C. reconoció que los principios emitidos por el F.A.S.B. tenían la condición de autoridad suficiente, siendo por tanto de obligado cumplimiento para las empresas sujetas a la legislación bursátil. Para un estudio detallado de la evolución normativa entre estas instituciones contables y la S.E.C., pueden consultarse los trabajos de Zeff (1984) y Horngren (1985).



En definitiva, la vía adoptada por el órgano supervisor del mercado bursátil, no radica tanto en la emisión de normativa contable específica, sino más bien en el establecimiento de un control de calidad riguroso sobre la aceptación, para su posterior difusión, de la información económico-financiera que generen las sociedades sometidas a su vigilancia. Este hecho influirá notablemente en el comportamiento normativo de las organizaciones contables profesionales, debido, fundamentalmente, a la necesidad de que sus miembros tengan en cuenta en su labor cotidiana los requisitos informativos que exige la S.E.C. (sobre todo en lo que se refiere al proceso de revisión de los estados financieros por parte de los auditores). En cierto modo, esta exigencia ejercerá una presión considerable para que las normas contables se emitan con un elevado grado de generalidad, extendiéndose su aplicación a una gran parte de empresas que no están sometidas al control gubernamental del organismo regulador, pero que, sin embargo, sí están influenciadas por la normativa contable de las corporaciones profesionales.

Además, y por si las influencias antedichas no fueran suficientes para «imponer» la voluntad de la S.E.C. sobre la regulación contable norteamericana, este órgano se reservó el derecho a poder vetar la emisión de cualquier norma contable que fuera a emitir el F.A.S.B., siendo por tanto necesario llegar a un acuerdo entre ambas partes para se pudiese aplicar la novedad normativa. En el ámbito de la información bursátil, la aplicación de las normas contables debería facilitar la interpretación y comparación de los estados financieros publicados por las empresas, reduciendo, de ese modo, las imperfecciones que pudiese tener el mercado. En este sentido, la calidad de las normas a implantar dependerá, en parte, de lo efectivo que resulte su proceso de emisión por parte del F.A.S.B.. Un indicador de la relevancia que tiene el proceso emisor en la excelencia de la norma, es el eterno debate entre el F.A.S.B. (y sus antecesores), la S.E.C., las agrupaciones empresariales y el Congreso norteamericano (véase a este respecto el trabajo de Burton y Sack, 1990).

El estudio de las relaciones institucionales entre el F.A.S.B. y la S.E.C., por lo que se refiere al derecho de veto en el proceso de emisión de las normas, requiere de un modelo específico que sea capaz de integrar las valoraciones que ambos organismos tienen respecto a la evaluación de las consecuencias de la nueva normativa contable. Si nos centramos en el punto de vista de la S.E.C., la delegación de la potestad normativa en materia contable podría interpretarse como una pérdida de poder, sin embargo, la «coacción» que puede ejercer a través de su capacidad de veto le podría proporcionar mayor control del deseable, e incluso podría contribuir a que se redujese la efectividad del proceso de emisión de las normas.

Como modelos teóricos de comportamiento institucional, en general, se han venido utilizado los basados en la existencia de un agente decisor que pretende obtener información para tomar decisiones relevantes a partir de un agente informado que, por revelar su opinión, no recibe compensaciones monetarias de consideración<sup>26</sup>. En el caso que nos ocupa, la S.E.C. actuaría como un organismo que debe decidir sobre la conveniencia o no de adherirse a la emisión de una determinada norma, mientras que el F.A.S.B. sería la institución que se encargaría de ofrecer una opinión fundada acerca de la idoneidad o no de modificar o crear una nueva norma.

---

<sup>26</sup> Para un conocimiento más amplio de este tipo de modelos, basados en la transmisión estratégica de información, pueden verse los trabajos de Crawford y Sobel (1982) y Melumad y Shibano (1991).

Si se pretende modelizar el comportamiento entre estos organismos, también debe tenerse en cuenta que no será lo mismo que la discusión de la norma se produzca sobre la modificación de una preexistente, que sobre la promulgación de una nueva ante la ausencia de un criterio para un determinado tratamiento contable. En este segundo caso, y para llegar a un acuerdo, la S.E.C. intentará que la nueva norma se adapte a sus preferencias, aunque sin que parezca que impone su capacidad disuasoria.

Uno de los primeros autores en aplicar modelos de comportamiento institucional a las relaciones de poder entre organismos contables y la S.E.C., fue Newman (1981a, 1981b, 1981c). En estos trabajos se plantea el problema desde la perspectiva de la teoría de los juegos cooperativos, asumiéndose que la delegación de autoridad que realiza la S.E.C. se traducirá en un incremento de la «influencia» que puede ejercer el F.A.S.B. en el proceso de emisión de normas, circunstancia que iría acompañada de la correspondiente pérdida de poder por parte de la S.E.C..

No obstante, cuando las preferencias entre los dos organismos divergen, en opinión de Melumad y Shibano (1994, pág. 4), y aplicando la teoría de los juegos no cooperativos, los resultados que se obtienen parecen confirmar que la efectividad de los acuerdos tomados al amparo de la delegación disminuye, ya que la S.E.C. hará prevalecer su derecho de veto por encima de cualquier otro tipo de compromiso entre las partes. Sin embargo, cuando las preferencias son similares el mecanismo de delegación puede considerarse como un sistema óptimo para alcanzar acuerdos institucionales. Para estos mismos autores (Melumad y Shibano, 1994, págs 22-23), la correcta aplicación de la delegación de autoridad depende de tres factores: i) la preferencia o divergencia que tengan la S.E.C. y el F.A.S.B. por uno u otro criterio contable; ii) la habilidad que tenga la S.E.C. para «obligar» a que se adopte su punto de vista; y, iii) la inexistencia de pronunciamientos contables anteriores a la discusión del corriente.

En consecuencia, y por lo que respecta a la normalización contable norteamericana, la influencia de la S.E.C. queda patente desde el inicio del proceso de elaboración de la norma, si bien los instrumentos que utiliza para presionar sobre el contenido de la misma se podrían calificar de «sutiles». Por tanto, la incidencia del órgano supervisor del mercado de capitales sobre la información contable que deben de presentar las empresas, se puede considerar como relevante, máxime si tenemos en cuenta las dimensiones del mercado norteamericano. De nuevo creemos conveniente resaltar que este hecho resulta determinante en el análisis de las relaciones entre normalización contable y regulación bursátil, ya que en aquel país se integran un conjunto de características que favorecen el desarrollo de su «particular» sistema para emitir normas contables.

Si nos circunscribimos al ámbito español, resulta evidente que el proceso normalizador de la contabilidad no ha seguido las mismas pautas que en el caso norteamericano. Como ya indicamos en el capítulo anterior, la relevancia de nuestra bolsa de valores en el contexto nacional no representa «fielmente» la capacidad de los sectores productivos presentes en nuestra economía. No obstante, con la introducción de una serie de innovaciones, y a partir de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores en 1989, nuestra bolsa ha ido desarrollándose paulatinamente hacia un marco de referencia más homogéneo con las principales bolsas mundiales.

Como veremos más adelante, una de las principales novedades que incorporó la reforma bursátil española fue el establecimiento de un conjunto de medidas tendentes a facilitar la transparencia informativa del mercado. En este sentido, merece una mención especial el papel que se le reserva a la información financiera tanto como instrumento fundamental en el mecanismo de formación de los precios de los títulos, como medio para garantizar a los accionistas, actuales o potenciales, la veracidad de la situación patrimonial y de los resultados de las sociedades cotizadas. Aún con todo, la influencia del

mercado bursátil español en la emisión de normas contables, y más concretamente la de su órgano supervisor, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (C.N.M.V.), no puede considerarse como decisiva, utilizando su capacidad coactiva en materia contable, en la observancia del cumplimiento, para las sociedades cotizadas, de un conjunto de criterios específicos a tener en cuenta en la presentación de sus estados financieros.

No obstante, queda una importante cuestión por analizar, a saber, cuál es el grado de armonización que existe a nivel internacional respecto a los requisitos que se exigen en materia de información financiera en los principales mercados de capitales. Esta cuestión resulta de especial interés si tenemos en cuenta la facilidad con la que se trasladan de unos a otros países los fondos de los inversores, y el creciente número de empresas que están optando por recurrir a mercados internacionales con el fin de obtener recursos financieros para sus negocios. En consecuencia, a lo largo del siguiente apartado nos centramos en el estudio de las principales similitudes y diferencias que existen entre algunas bolsas de valores, en lo que se refiere a las exigencias en materia de información contable, y los efectos que éstas puedan ocasionar sobre el funcionamiento de los mercados.

## **1.5 REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DE CAPITAL DEL MUNDO.**

El buen fin de las operaciones bursátiles exige, en nuestra opinión, que las partes intervinientes dispongan de la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión-desinversión con conocimiento de causa y en igualdad de condiciones. El conjunto de informaciones que pueden incidir sobre el precio de los títulos es muy variado, siendo los inversores los que deberán

determinar el alcance de una noticia concreta sobre su nivel de bienestar. De esta manera, como indica Montesinos (1992, pág. 452), la información contable constituye una de las fuentes de información para el mercado de valores, en competencia con otras fuentes relativas a la economía, al sector, así como a la propia empresa. Así pues, junto al mercado de valores surge un *mercado de información* donde las cifras contables entran en concurrencia con otras fuentes, sin que, por tanto, exista una relación mecánica entre la información contable y el valor de mercado de las empresas.

Por tanto, las cifras contables sólo pueden ser sustituidas, en parte, por otras fuentes alternativas en el mercado de información. Si tenemos en cuenta el carácter público de la información contable, sin una adecuada protección de los usuarios de la misma, podrían producirse situaciones de monopolio favorables a aquellos grupos de personas que posean datos relevantes para la elaboración de la información contable y que, no obstante, las manipulan o retienen en perjuicio del resto de los usuarios (Gonedes, 1976, pág. 624). Esta es una de las principales razones por las que los órganos encargados de la supervisión del funcionamiento de los mercados de capitales, arbitraron medidas específicas que asegurasen el adecuado flujo de información financiera hacia los inversores reales o potenciales.

Ahora bien, si en un mercado de capitales de ámbito nacional se considera a la información financiera como una materia prima indispensable para que los inversores puedan formarse una adecuada opinión sobre la evolución de los negocios de las empresas cotizadas, en el caso de que se acuda a mercados de ámbito supranacional los datos contables tendrán una participación decisiva en la imagen que las sociedades darán a los potenciales inversores de otros países. Sin embargo, cuando nos referimos a mercados de carácter internacional el análisis de la información financiera de las empresas cotizadas resultará más complejo. A las diferencias que existen entre países en aspectos legales, fiscales, sociales o culturales, hay que añadir (en parte como

consecuencia de lo anterior) la utilización de distintos mecanismos por parte de cada mercado para procurar la mayor difusión posible de todas las informaciones de contenido económico-financiero que se consideren relevantes para la toma de decisiones de los inversores.

Además, la comparabilidad entre la información financiera que las empresas depositan en cada bolsa de valores, estará condicionada por el nivel de armonización que tengan las normas contables que se apliquen en cada país. Con el fin de examinar cuál era el grado de similitud entre las bolsas de diferentes países en lo referente a la publicación de información económico-financiera, la *International Organisation of Securities Commissions (I.O.S.C.O.)* ha promovido a lo largo de los últimos años la realización de varios estudios. La culminación de los esfuerzos de la I.O.S.C.O. por determinar el nivel de armonización existente en cuanto a la difusión de datos financieros, se produjo en 1991 con la publicación del informe C.A.D.R.E. (*Comparative Analysis of Disclosure Regimes*).

### 1.5.1 EL INFORME C.A.D.R.E..

La elaboración de este informe tuvo como principal objetivo examinar cuáles eran las diferencias y similitudes existentes entre diversos países, en lo que se refiere a los requisitos que deben de cumplir las sociedades cotizadas en materia de información económico-financiera. En dicho informe, y con anterioridad al análisis del contenido concreto de las informaciones que cada bolsa exigía que depositaran las empresas, el grupo de trabajo que lo elaboró quiso identificar, en primer lugar, de que instrumentos se valían los respectivos mercados para procurar la difusión de la información económico-financiera de las sociedades cotizadas. En este sentido, los expertos reconocieron la existencia de dos grupos de países:

1º) En los mercados de capitales de Estados Unidos, Canadá, Australia y Japón, el informe de los administradores es el principal vehículo de difusión de la información que deben de suministrar las sociedades cotizadas. Se considera que cualquier información que no forme parte de dicho informe no se considerará relevante, ya que si lo fuera debería de incluirse en él.

2º) En otro grupo de países, fundamentalmente los europeos y entre estos España, la información que se vierte al mercado se canaliza tanto a través del informe anual de los administradores acerca de las cuentas anuales, como mediante los datos contenidos en los folletos informativos obligatorios para la emisión de valores o para su admisión a negociación. En este caso la información contenida en las cuentas anuales está basada en una estructura de mínimos que es común a todas las empresas, coticen o no en un mercado de valores. Las particularidades de las sociedades que cotizan en bolsa requerirán de unos canales informativos adicionales cuya expresión formal sería el folleto informativo.

Al margen de las diferencias que puedan surgir entre países por el instrumento que utilicen para difundir la información, lo que parece evidente es que el núcleo principal de los datos que se presentan a las bolsas de valores está incluido en los estados financieros. Sin embargo, las principales dificultades para conseguir una información homogénea entre los distintos mercados se darán en las notas explicativas que deben de complementar a los estados financieros. De ser muy dispares los requisitos informativos entre mercados, las empresas que deseen captar fondos en un país concreto, o los inversores que quieran adquirir los valores, incurrirán en costes adicionales para poder cumplir o interpretar la normativa vigente en cada bolsa. Por tanto, todo esfuerzo tendente a reducir las desigualdades entre mercados, en cuanto a la difusión de información, debería de favorecer el negocio bursátil con el consiguiente incremento de sociedades que coticen en diversos mercados y con la mayor afluencia de capitales aportados por inversores de distintos países.



Conscientes de las ventajas que reportaría la existencia de regulaciones más homogéneas en los mercados, los expertos que redactaron el informe C.A.D.R.E. elaboraron un índice temático sobre el alcance de las informaciones complementarias, a los estados financieros, que sería obligatorio adjuntar en cada mercado (véase cuadro 1.4). Por lo que a nosotros respecta, vamos a centrarnos en los resultados del informe que hacen referencia a los principios generales de presentación y elaboración de los estados financieros.

De los datos contenidos en el cuadro 1.5 se desprende la primacía que el mercado norteamericano tiene sobre el resto de países en lo referente a la cantidad de detalles que requiere que comuniquen las empresas cotizadas. En cierto modo este hecho no debería de sorprendernos si tenemos en cuenta el desarrollo cuantitativo y cualitativo de la economía americana que, en su caso, tiene un reflejo directo sobre su mercado de capitales. En el caso de los países europeos, aunque con algunas excepciones, la mayoría se encuentran en niveles similares en cuanto a las obligaciones de carácter informativo. Por tanto, en el supuesto de que se tienda hacia la homogenización de los requisitos informativos en los mercados, parece evidente que la tendencia la marca la bolsa norteamericana, al ser la más que con mayor rigor y amplitud exige datos a las sociedades que deseen o estén cotizando en ella.

Para el estudio de los aspectos relacionados directamente con la información contable, vamos a examinar la situación de los mercados de capitales más representativos del informe de la I.O.S.C.O., además de los resultados obtenidos para el caso de España. Del examen del cuadro 1.5 puede observarse como las principales diferencias entre los países que se han comparado, tienen su origen en los distintos enfoques normativos adoptados por los bloques económicos a los que nos referimos con anterioridad. Por una parte, la normativa contable europea está muy ligada al derecho de sociedades de aplicación general a todo tipo de empresas, con independencia de su condición de cotizadas. Por otro lado, en el bloque encabezado por Estados

Unidos las reglas contables se emiten como consecuencia de un proceso de aproximación sucesiva a las necesidades de información específicas en determinados ámbitos económicos<sup>27</sup>.

#### CUADRO 1.4

##### INFORMACIONES COMPLEMENTARIAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS QUE DEBEN DE DIFUNDIRSE EN LAS BOLSAS DE VALORES

- Descripción general del negocio de la empresa
- Segmentos de negocio y líneas de actividad de la empresa
- Evolución del negocio empresarial durante los últimos ejercicios
- Información sobre ingresos y ventas de la empresa por mercados (interior y exterior)
- Descripción de las propiedades, instalaciones y otros inmovilizados de la empresa
- Información sobre la existencia de contenciosos, litigios o riesgos contingentes
- Asuntos sometidos por los administradores al voto y aprobación de los accionistas
- Naturaleza, composición y evolución del capital social y del neto patrimonial
- Operaciones en moneda extranjera y cobertura del riesgo de cambio
- Información al accionista sobre sus derechos y la política de dividendos de la empresa
- Principios generales de presentación y elaboración de los estados financieros
- Información sobre impuestos
- Identificación de las relaciones contractuales, remuneraciones, compensaciones y transacciones de los miembros del consejo de administración y del personal directivo
- Relaciones con los auditores
- Requerimientos informativos adicionales para sectores específicos

<sup>27</sup> Como ya indicamos en el epígrafe anterior, la emisión de normas contables en Estados Unidos se halla muy influenciada por los requisitos de información exigidos por los organismos reguladores de los correspondientes mercados de valores.

Por tanto, existirán diferencias significativas entre las distintas áreas, no sólo en cuanto al proceso de emisión de la normativa contable, sino también en lo referente a los criterios de valoración o contabilización que se utilicen para reconocer determinados hechos económicos. Este problema queda patente cuando una sociedad decide cotizar en uno o más mercados foráneos, ya que deberá de reelaborar la información financiera que ha publicado en su país de origen con el fin de adaptarla a los criterios valorativos y normativos que rijan en la bolsa extranjera. A este respecto, puede considerarse como un hecho constatado la existencia de ciertas disparidades entre un buen número de países, a la hora de aplicar un determinado criterio o norma de valoración para registrar un mismo hecho contable (véase, en este sentido, Tay y Parker, 1990 y Weetman y Gray, 1991).

Esta circunstancia ha dado lugar al establecimiento de diferentes clasificaciones de sistemas contables, teniendo en cuenta las prácticas contables o las influencias culturales, políticas, legales, económicas y/o fiscales que se den en distintos países<sup>28</sup>. No obstante, la mejora del grado de armonización de las prácticas contables a nivel internacional no resulta un objetivo que se pueda alcanzar sin esfuerzo, máxime si tenemos en cuenta que ni tan siquiera en una zona de influencia común, como debería de considerarse a la Unión Europea, los organismos comunitarios han obtenido avances sustanciales en los últimos años (sobre este particular pueden consultarse los trabajos de Van der Tas, 1992 y García, 1995).

---

<sup>28</sup> De la extensa literatura que existe sobre este particular, merece la pena destacar las aportaciones de Mueller (1967), Nair y Frank (1980), Nobes y Parker (1981), Gray (1988), Gernon y Bindon (1992) y Mueller et al. (1994).

La armonización de la información financiera a nivel internacional puede considerarse como uno de los principales retos a los que se enfrentan los organismos responsables de la misma durante el siglo XXI. No obstante, no parecen claros cuáles han de ser los mecanismos que deben de utilizarse para conseguirla, ni que controles reales se establecerán para comprobar el éxito de los mismos. Las diferencias existentes entre los países junto con las barreras idiomáticas, pueden resultar, en algunos casos, insalvables, lo que podría impedir el éxito de cualquier intento armonizador. No obstante, en el caso de la normativa contable aplicable a empresas que coticen en bolsa, se dan ciertos condicionantes que podrían favorecer su armonización. Así, la existencia de organismos que supervisan el funcionamiento del mercado, ejerciendo la oportuna vigilancia y el control sobre la información que deben de depositar las sociedades cotizadas, mejoraría el cumplimiento estricto, tanto de las exigencias en materia informativa como de la correcta aplicación de la normativa contable que sirva de marco para formular las cuentas anuales.

Asimismo, las propias empresas también deberían de preocuparse en aplicar los pronunciamientos contables de ámbito internacional, por cuanto si deciden recurrir a los mercados de capitales en busca de fondos para incrementar su nivel de inversiones, la observancia de la normativa revestiría a la información difundida del necesario grado de comparabilidad que los inversores desean con el fin de evaluar lo más adecuadamente posible las oportunidades de inversión que se le presenten.

Precisamente, la búsqueda del mayor grado de armonización posible en la elaboración y difusión de información financiera en los mercados de capitales de todo el mundo, ha facilitado el contacto entre la I.O.S.C.O. y el *International Accounting Standards Committee* (I.A.S.C.). El fin último de los contactos entre ambos organismos sería la equiparación, en todas las bolsas que se adhirieran a los acuerdos, de las normas contables emitidas por el I.A.S.C.. En concreto, en julio de 1995 se firmó un acuerdo de colaboración entre ambos

organismos para conseguir este propósito a medio plazo, si bien el I.A.S.C. ha puesto en marcha un plan para acelerar este proceso que debería de culminar en marzo de 1998. Lógicamente, el principal problema al que se enfrenta este organismo es la confección de un cuerpo único de normas que, por tanto, sea de aplicación a todo tipo de empresas y en todos los mercados. Las diferencias entre las características de los negocios de cada sociedad o las distintas condiciones reinantes en aspectos financieros, económicos, fiscales, culturales o sociales, se vislumbran de nuevo como los principales inconvenientes para que se consigan los logros deseados.

No obstante, y a pesar de las indudables ventajas que acarrearía la utilización de normas contables homogéneas en todos los mercados, también existen discrepancias entre los países para adoptar los criterios del I.A.S.C. debido, fundamentalmente, al excesivo número de opciones de valoración que se reconocen en algunas de sus normas de valoración (Sánchez, 1993, pág. 184). En consecuencia, la normativa que pudiese resultar de los acuerdos de colaboración debería de incorporar claramente qué principios y criterios contables serían de aplicación a las sociedades cotizadas, con el fin de conseguir un mayor grado de comparabilidad entre los estados financieros de los distintos mercados financieros. Asimismo, las normas deberían ser de elevada calidad, procurando la mayor transparencia posible en los datos contables que se difundan en los mercados, no dejando lugar a interpretaciones «particulares» y exigiéndose a las sociedades cotizadas su correcta aplicación.

CUADRO 1.5: Informaciones complementarias a los estados financieros que deben de depositarse en los organismos supervisores de las bolsas.

	EEUU	Jap	RU	Ale	Fra	Hol	Esp
- Las cuentas anuales deben de estar auditadas	X	X	X	X	X	X	X
- Las cuentas anuales deben de formularse siguiendo principios preestablecidos que estén aceptados	X	X	X	X	X	X	X
- Las cuentas anuales deben de difundirse con una periodicidad preestablecida y conocida	X	X	X	X	X	X	X
* Plazo máximo en meses para su publicación o aprobación desde la fecha de cierre a la que está referida la información	3	3	6	9	4	5,5	6
- Las cuentas anuales deben de reflejar más de un ejercicio económico y estar formulada sobre bases comparables	X	X	X	X	X	X	X
* Número de ejercicios que se comparan	3	2	2	2	2	2	2
- Las informaciones contenidas en las cuentas anuales tienen un período de vigencia, pasado el cuál se consideran desactualizadas	X	X	X	X	X	X	X
* Plazo de vigencia en meses desde la fecha de cierre a la que se refieren las cuentas anuales	4,5	9	6	18	9	9	6
- Las cuentas anuales deben de incluir los estados financieros individuales de las principales filiales adquiridas durante el ejercicio	X	X	--	--	--	--	--
- Obligación de presentar estados financieros provisionales a lo largo del ejercicio	X	X	X	X	X	X	X
* Periodicidad con la que se publican	4	2	2	2	2	2	2
* Plazo máximo en días para su publicación desde la fecha de cierre a la que esta referida la información	45	90	120	60	120	120	60
- Las cuentas anuales deben de incorporar un estado de origen y aplicación de fondos o un estado de tesorería	X	X	X	O	X	--	X
- La información de las sociedades dominadas ha de presentarse consolidada con la de la sociedad dominante	X	X	X	X	X	X	X
- Los activos y pasivos se reconocen a su precio de adquisición	X	X	X	X	X	X	X
- Se considera de aplicación el principio de prudencia de valorativa	X	X	X	X	X	X	X
- El fondo de comercio se registra como activo y debe de amortizarse	X	X	X	X	X	X	X
- Es obligatorio dotar provisiones para riesgos y gastos ante cualquier contingencia en un pasivo	X	X	X	X	X	X	X

CUADRO 1.5 (Continuación)

	EEUU	Jap	RU	Ale	Fra	Hol	Esp
- Los activos adquiridos mediante operaciones de arrendamiento financiero se reflejan en el activo	X	--	X	X	--	X	X
- Los gastos de I+D se pueden capitalizar	X	--	X	--	X	X	X
- Los impuestos diferidos se reconocen y reflejan en los estados financieros	X	--	X	X	X	X	X
- Se ofrece información por líneas de actividad del negocio	X	X	X	Z(1)	Z(1)	Z(1)	Z(1)
- Las inversiones en valores mobiliarios se desglosan con cierto detalle en los estados financieros	X	X	X	--	--	X	X
- Nivel de dependencia o grado de concentración de los clientes	X	X	--	--	--	--	--
- Características del mercado y de la competencia							
* Mercados en los que compite la empresa	X	X	O	X	X	O	--
* Número aproximado de competidores	X	--	--	--	O	--	--
* Posición de la empresa en el mercado	X	X	--	O	--	--	--
- Impacto sobre el negocio de la actividad reguladora de la Administración	X	O	O	--	O	O	X
- Origen y disponibilidad de los suministros de materias primas	X	X	O	O	O	O	--
- Información sobre patentes, marcas y licencias	X	O	--	--	--	--	--
- Información sobre compromisos de compra-venta y contratos de sobre derivados	X	X	--	--	--	--	X

(1) Esta información se suele dar en el informe de gestión.

#### SIMBOLOS:

X = Las empresas están obligadas a ofrecer los datos por imposición normativa.

Z = La normativa sólo obliga a un cumplimiento parcial de los requisitos informativos

O = No hay norma obligatoria pero en la práctica se suele dar esta información.

FUENTE: Informe I.O.S.C.O. (1991).

## 1.6 EXIGENCIAS INFORMATIVAS EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL.

Si nos centramos en la evolución histórica de la normativa por la que se ha venido rigiendo el funcionamiento de la bolsa en nuestro país, observaremos que las exigencias en materia informativa no han figurado, hasta tiempos recientes, entre las cuestiones a las que se les prestó una atención especial. De hecho, hasta la aprobación del Reglamento de las Bolsas de Comercio, en 1967, no se impuso coactivamente a las empresas la obligación de suministrar información sobre su situación jurídica y económica y, a las Juntas Sindicales, la de establecer las bases mínimas de una información regular, que habría de hacerse pública so pena de excluir de la cotización oficial a aquellos valores que no cumpliesen la indicada obligación informativa.

No obstante, el cambio legislativo que con mayor profundidad ha modificado el funcionamiento del mercado de valores en nuestro país fue, sin duda alguna, la entrada en vigor de la Ley 24/1988 de 28 de julio (L.M.V). Esta Ley fue el producto de un proceso de discusión y paulatina implantación de una serie de medidas tendentes a modernizar nuestro mercado de valores que se prolongó durante diez años (en 1977 se constituyó la comisión para el estudio del mercado de valores, que emitió el informe para el que se había creado, un año después). Para dotar al mercado de la necesaria rigurosidad y transparencia en su operatoria se creó la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (C.N.M.V.), a la que se le encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas o jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos (art. 13, L.M.V.).

En el párrafo segundo de este mismo artículo 13, se reconoce la obligación de la C.N.M.V. de velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria



para asegurar la consecución de estos fines. Concretamente, en el capítulo VII, apartado 1.1 del «informe de la comisión para el estudio del mercado de valores», ya se establecía, como regla general, que el público debe disponer de información leal, clara, suficiente y difundida a tiempo. En el citado apartado, también se incluía la obligación de presentar la información de tal forma que fuese posible obtener de ella fácilmente su significación y alcance, asegurándose una igualdad de tratamiento a todos los tenedores de valores mobiliarios de la misma naturaleza, emitidos por la misma sociedad.

En definitiva, el modelo normativo utilizado en la reforma bursátil española, en lo que incumbe a la mejora de la transparencia informativa, no dista en mucho del empleado en la mayoría de los mercados financieros de los países considerados como desarrollados. En este modelo, que podríamos considerar como el «universal», las funciones de supervisión e inspección se otorgan a un ente de carácter público al que se reviste de la autoridad necesaria para que las partes intervinientes en el mercado dispongan de la seguridad y protección imprescindibles para alcanzar el buen fin de las operaciones bursátiles. Cabe destacar, que en materia de información contable, la C.N.M.V. no dispone de capacidad para imponer principios o normas de valoración a las sociedades cotizadas, sin embargo, y en colaboración con el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (I.C.A.C.), sí tiene potestad para establecer el formato en el que se presentarán los estados financieros que reglamentariamente estén obligados a entregarle las empresas. En realidad, a través del registro público de la información contable, se persigue responsabilizar a las sociedades cotizadas, y a sus dirigentes, de la veracidad de las noticias o afirmaciones que se realicen respecto a la marcha de sus negocios.

Si analizamos la normativa bursátil española en lo que se refiere a las exigencias informativas en materia contable, cabe resaltar que su desarrollo estuvo condicionado por la adaptación de varias Directivas comunitarias<sup>29</sup>. Básicamente, los requisitos informativos se centran en la descripción, i) del patrimonio empresarial, ii) de la cifra de beneficios, iii) de la situación financiera, y iv) de las perspectivas del negocio. Como veremos en los siguientes subepígrafes, el contenido y la frecuencia con que se presentará esta información dependerá de las condiciones por las que atraviesen, en cada momento, los respectivos valores en el mercado. En concreto, los requisitos en materia informativa se pueden agrupar en tres categorías (véase cuadro 1.6): i) si se trata de emisión de valores *ex-novo*, o de una oferta pública de venta, ii) si se solicita que los valores sean admitidos a negociación, y iii) cuando los títulos se negocian con normalidad.

El sistema de protección informativa vigente en nuestro mercado de valores, se completa con el deber que tienen las sociedades cotizadas de comunicar a la C.N.M.V. otras informaciones al margen de las contables. Sin ánimo de extendernos en el desarrollo detallado de las mismas, las obligaciones informativas se limitan a los siguientes aspectos:

- La adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas, así como de acciones propias. Esta obligación de comunicación se encuentra regulada en los artículos 53 y 91 de la L.M.V., en el R.D. 377/1991, en la Orden de 23 de abril de 1991 (que desarrolla el R.D. 377/1991) y en la Circular 2/91 de 24 de abril de 1991 de la C.N.M.V..

---

<sup>29</sup> Para un análisis detallado de la adaptación española a estas Directivas comunitarias, véanse los trabajos de Mínguez (1992) y Arranz (1992).

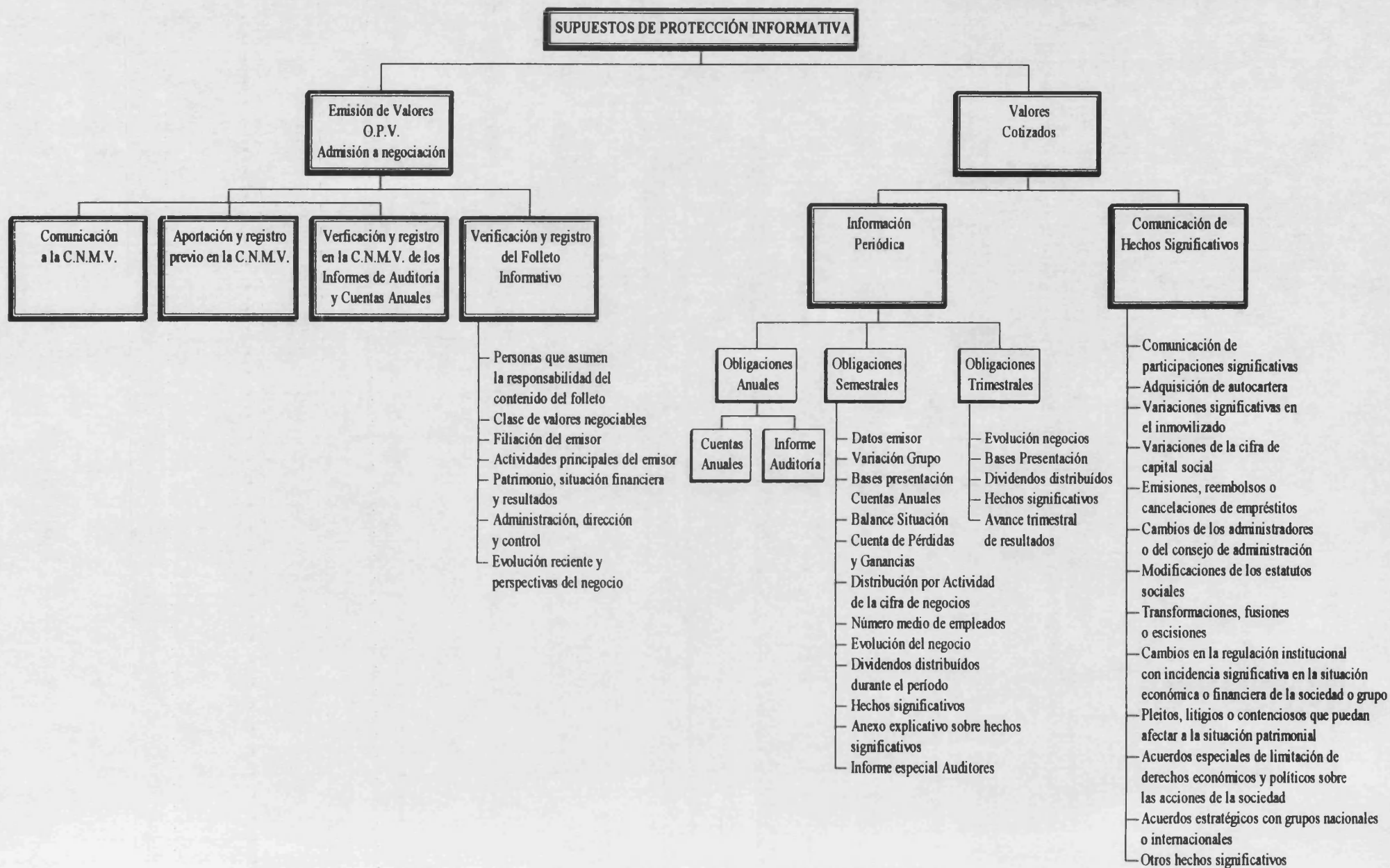
- Comunicación de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los valores, en el menor plazo de tiempo posible. La observancia de este requisito se recoge en los artículos 82, 89 y 91 de la L.M.V.. En este caso la actuación de la C.N.M.V. se centra, sobre todo, en garantizar que las informaciones relevantes se suministren ampliamente y con prontitud al mercado, buscando que todos los agentes dispongan de la misma información en el mismo instante e intentando evitar que sea objeto de uso parcial o interesado.

Asimismo, y al amparo del artículo 81 de la L.M.V., se instituyó en el ordenamiento bursátil español, como un hecho delictivo, el uso de información privilegiada. A tenor de la redacción del artículo 6 de la Ley Orgánica 9/1991, que modificó la que se incluía en la L.M.V., se entenderá por «información privilegiada» *toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores*<sup>30</sup>. Por tanto, se persigue la prevención de situaciones en las que determinados sujetos, amparándose en su cargo o condición, puedan alterar el precio de los valores en beneficio propio y, en consecuencia, en perjuicio del resto de participantes del mercado.

---

<sup>30</sup> En la redacción de este precepto puede observarse la influencia que la noción de *mercado eficiente*, a la que nos referimos en el capítulo anterior, ha tenido sobre el desarrollo legislativo de los mercados de capitales. Para un análisis del efecto que la teoría del mercado eficiente tiene en la legislación bursátil, véase el trabajo de García (1989).

CUADRO 1.6 : SISTEMA DE PROTECCIÓN INFORMATIVA EN LA LEGISLACIÓN BURSÁTIL ESPAÑOLA



### 1.6.1 REQUISITOS INFORMATIVOS EN LAS EMISIONES Y ADMISIONES DE VALORES A NEGOCIACIÓN.

En nuestro actual ordenamiento jurídico se proclama la *libertad de emisión de valores* en el mercado primario (art. 25, L.M.V.). Esto implica la exclusión de toda autorización administrativa previa, y la posibilidad de que el emisor pueda elegir libremente el procedimiento a seguir para la colocación en el mercado de los valores emitidos (art. 29, L.M.V.). No obstante, esta libertad se encuentra matizada en la propia Ley del mercado de valores, ya que se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para que pueda prohibir, o determinar que deban someterse a autorización previa, determinadas emisiones (art. 25, L.M.V.).

A pesar de las aparentes facilidades que se le prestan al emisor para que pueda colocar su emisión, obteniendo los fondos deseados, y precisamente por eso, la autoridad supervisora deberá exigirle el respeto a una serie de obligaciones de comportamiento, con el fin de que en la colocación no se produzcan irregularidades que perjudiquen a los inversores que acudan a la misma. En este sentido, en los artículos 26 a 30 de la L.M.V., se recogen una serie de requisitos y excepciones que la C.N.M.V. exigirá a los emisores para que la colocación de los valores se realice correctamente. En concreto, en el artículo 5 del R.D. 291/1992 de 27 de marzo sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (que desarrolla a la L.M.V. en este aspecto), se enumeran cuáles son los requisitos a los que estarán sujetas las emisiones para que se admita la colocación<sup>31</sup>:

---

<sup>31</sup> En los artículos 6 y 7 del citado R.D. 291/1992, se establecen excepciones generales y parciales en función de las características de los valores o de las entidades que los emiten.

a) Comunicación de la emisión a la C.N.M.V..

b) Aportación y registro previo por la C.N.M.V. de los documentos acreditativos del acuerdo de emisión, de las características de los valores a emitir, y de los derechos y obligaciones de sus tenedores.

c) Verificación y registro por la C.N.M.V. de los *informes de auditoría* y de las *cuentas anuales* del emisor.

d) Verificación y registro por la C.N.M.V. de un *folleto informativo* sobre la emisión proyectada.

La aceptación y registro en la C.N.M.V. de los documentos antes reseñados supondrá, para la entidad emisora, el «visto bueno» necesario para que se inicie el proceso de colocación de los valores. No obstante, si la Comisión apreciase indicios suficientes de la existencia de infracciones muy graves del ordenamiento jurídico que puedan poner en peligro los intereses de los inversores o implicar discriminaciones entre ellos, denegará (motivadamente) el registro de la documentación correspondiente, impidiendo la emisión de los valores (art. 8, R.D. 291/1992). Aún con todo, no debemos olvidar que la Comisión está sujeta al principio de neutralidad en la inscripción, lo que implica que el registro de los informes de auditoría y las cuentas anuales o del folleto de emisión, supondrá el reconocimiento de que aquéllos contienen toda la información requerida por las normas que fijan su contenido y, en ningún caso, la falta de veracidad de la información en ellos contenida determinará responsabilidad alguna para la C.N.M.V. (art. 92, L.M.V.). Asimismo, el registro de los documentos, no se interpretará como una recomendación para la suscripción de los valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia de la entidad emisora o la rentabilidad de la emisión (art. 19, R.D. 291/1992).

Esta posición de la C.N.M.V. parece lógica por cuanto su función radica, en este caso, en garantizar el cumplimiento de unos «mínimos» informativos. A partir de ahí, la valoración de la calidad o deseabilidad de un instrumento financiero debe recaer sobre el mercado y, por tanto, la función supervisora de la Comisión termina al verificar que, con la información disponible, un inversor racional puede formular un juicio fundado sobre la operación y, en particular, sobre los riesgos que comporta, sin que sea inducido al error por informaciones puestas a su disposición. Dicho de otra forma, la responsabilidad sobre la veracidad de la información financiera aportada será exclusivamente del emisor y, en su caso, de sus auditores.

Por lo que se refiere a los requisitos exigidos para la emisión de valores, nuestro interés se centra en aquellas informaciones relacionadas con las contables. Así, la entidad emisora deberá presentar ante la C.N.M.V. los informes de auditoría de las cuentas anuales correspondientes a los dos ejercicios anteriores a la fecha en que vaya a procederse al registro de la emisión. No obstante, sólo será obligatoria la presentación del informe de auditoría correspondiente al ejercicio inmediato anterior, si han transcurrido ya cuatro meses desde su cierre o si, no habiendo transcurrido, se encuentra disponible (art. 11, R.D. 291/1992). En el supuesto de que el emisor ya tuviese valores admitidos a negociación en una o varias bolsas de valores, tendrá la obligación de remitir sus cuentas anuales e informes de gestión individuales y, en su caso, consolidados, junto con los correspondientes informes de auditoría, a la C.N.M.V. no más tarde del día en que se publique el anuncio de la convocatoria de su Junta General Ordinaria de accionistas o del órgano que resulte competente para la aprobación de aquéllos (disposición adicional tercera, R.D. 291/1992).

Con el fin de garantizar la veracidad de los informes de auditoría (art. 12, R.D. 291/1992), si la C.N.M.V. detectara la posible inobservancia de determinados preceptos de la legislación o de la normativa técnica en materia

de auditoría, se dirigirá al I.C.A.C. para que, en el plazo de dos meses, realice el oportuno control técnico del informe, quedando entre tanto en suspenso el trámite de registro de la emisión. Si el I.C.A.C. formulara reparos al informe de auditoría, la Comisión bien requerirá al emisor a que subsane los errores advertidos, bien no registrará los informes, en cuyo caso lo pondrá en conocimiento del emisor de forma motivada.

Aún reconociendo la importancia del informe de auditoría y de las cuentas anuales para obtener una imagen sólida de la situación patrimonial y de los resultados de la empresa emisora, el instrumento que se considera clave para informar adecuadamente a los potenciales inversores es el *folleto informativo*. Este documento contendrá los datos necesarios para que los destinatarios de la emisión puedan formarse un juicio completo y razonado sobre la misma, los valores que la integran y el emisor<sup>32</sup>. En concreto, en el modelo de folleto completo, y a lo largo de siete capítulos, se exigirá detalladamente que se proporcione información del emisor acerca de las siguientes cuestiones: i) las personas que asumen la responsabilidad sobre el contenido del mismo, ii) los valores negociables que son objeto de la emisión, iii) la filiación del emisor, incluyendo datos sobre su capital social, iv) las actividades principales del emisor, v) el patrimonio, la situación financiera y los resultados, vi) la administración, dirección y el control, y vii) la evolución reciente y perspectivas del negocio.

Como informaciones contables propiamente dichas (recogidas en el capítulo quinto), se incluirá en el folleto informativo un cuadro comparativo del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias y del cuadro de financiación del último ejercicio cerrado con los de los dos ejercicios anteriores. Asimismo, y como anexo, se incorporará el informe de auditoría, acompañado de las cuentas

---

<sup>32</sup> La normativa por la que se rigen los contenidos y modelos del folleto se encuentra en los artículos 15 a 22 del R.D. 291/1992 y en la Orden de 12 de julio de 1993.



anuales y del informe de gestión, correspondiente al último ejercicio cerrado<sup>33</sup>. Esta misma exigencia se extenderá para las cuentas anuales consolidadas, si el emisor es la entidad dominante en un grupo de sociedades. No obstante, podrá prescindirse de la inclusión en el folleto de éstas informaciones contables, siempre y cuando en ellas no se aporten datos suplementarios de carácter significativo.

Al inicio de este subepígrafe nos referimos a la *libertad de emisión* que se proclama en nuestro ordenamiento jurídico. En el caso de la admisión de valores a negociación en un mercado secundario, el órgano supervisor no sólo deberá exigir el cumplimiento de los requisitos mínimos para los valores que se emiten por primera vez, sino que también requerirá que cumplan las obligaciones que contraen los valores que ya se estaban negociando. Además, como se indica en el artículo 32 de la L.M.V., estos requisitos adicionales podrán establecerse de forma diferenciada para distintas categorías de valores. En concreto, el artículo 27 del Reglamento de las Bolsas de Comercio (R.B.) enumera cuál es la documentación que deberá aportarse para solicitar la admisión a negociación.

En lo que se refiere a la información contable, el apartado j) del citado artículo del R.B. indica que se acompañarán las memorias, balances, cuentas de pérdidas y ganancias, propuesta de aplicación de resultados y cuadros de financiamiento, de los tres últimos ejercicios<sup>34</sup>. Además, también se exigirá que se presenten los informes de auditoría, y en especial en lo que hace referencia al contenido del artículo 31.1 c) del R.B. (referido a la capacidad de generar

---

<sup>33</sup> Sólo será obligatorio referirse al ejercicio cerrado más reciente, si en la fecha de presentación del folleto hubieran transcurrido al menos cuatro meses desde el cierre de dicho ejercicio o, aunque no hubiera transcurrido ese plazo, si sus cuentas anuales se encontraran ya auditadas.

<sup>34</sup> Este requisito no será de aplicación cuando la C.N.M.V. haya registrado esta información con ocasión de una emisión u oferta pública de venta y su período de validez no haya concluido (disposición adicional primera, apartado 5, del R.D. 291/1992).

beneficios suficientes para poder repartir dividendos). En consecuencia, las exigencias informativas que prevee la legislación bursátil cuando un valor solicita la admisión a negociación, no difieren sustancialmente de las requeridas para la emisión originaria de los mismos (para un análisis detallado sobre esta cuestión, puede consultarse Valenzuela, 1993, págs. 221-227).

## 1.6.2 EXIGENCIAS EN MATERIA DE INFORMACIÓN FINANCIERA PERIÓDICA.

Una vez admitida la negociación bursátil de los valores, las sociedades cotizadas tiene la obligación de remitir a la C.N.M.V. informaciones periódicas acerca de la marcha de su negocio y de su situación financiera y patrimonial. De esta forma los inversores, actuales o potenciales, podrán realizar un seguimiento detallado de la evolución de la empresa, lo que les permitirá evaluar en qué medida se están cumpliendo las expectativas que se habían fijado al adquirir los valores. De acuerdo con el artículo 35 de la L.M.V., el esquema general de obligaciones periódicas de información será el siguiente:

A) *Obligaciones anuales de información.* Las entidades con valores admitidos a negociación tendrán obligación de remitir sus cuentas anuales e informes de gestión individuales y, en su caso, consolidados, junto con los correspondientes informes de auditoría, a la Sociedad Rectora de la Bolsa respectiva no más tarde del día en que se publique el anuncio de la convocatoria de su Junta General Ordinaria de accionistas. Tal documentación deberá ser remitida dentro del mismo plazo a la C.N.M.V., que la tendrá a la disposición del público (disposición adicional tercera, R.D. 291/1992).

Por lo tanto, se considera relevante para el mercado el depósito y publicidad de las cuentas anuales y, en particular, el informe de auditoría sobre las mismas. En este sentido, y con el fin de aclarar el contenido de dicho

informe, si este contuviese una opinión con salvedades, cuantificadas o no, o la opinión del auditor fuese adversa, o la denegase, las sociedades cotizadas deberán recabar de sus auditores un *informe especial*, que se adjuntará a la información del primer semestre siguiente, y que contendrá al menos la siguiente información (O.M. de 30-9-92):

a) En el supuesto de que hayan sido corregidas o despejadas las salvedades formuladas a las cuentas anuales del último ejercicio, deberá ponerse de manifiesto esta circunstancia, así como la incidencia que tienen las correcciones introducidas con tal motivo sobre la información periódica del ejercicio en curso.

b) En el supuesto de persistir las causas que dieron lugar a la opinión con salvedades incluidas la denegación de opinión y la opinión adversa, se hará constar expresamente dicha circunstancia, así como los efectos que se derivarían de haber incorporado tales salvedades en los resultados y, en su caso, en los fondos propios que figuran en la información periódica del ejercicio en curso.

No obstante, se eximirá a la sociedad de la elaboración del informe especial cuando, a consecuencia del informe de auditoría, se hubieran elaborado de nuevo las cuentas anuales y la opinión del auditor sobre ellas fuese favorable.

B) *Obligaciones semestrales de información*<sup>35</sup>. En todo caso recae sobre las sociedades cotizadas la obligación de hacer públicos, con carácter semestral, sus estados financieros. La información se referirá al período comprendido entre el inicio del ejercicio y el último día de cada semestre natural y será objeto de

remisión no más tarde de los días 1 de marzo y 1 de septiembre de cada año o, si alguno de estos fuere inhábil, del inmediato hábil siguiente (art. 2, O.M. de 18-1-91). Cuando se remita la información referida al segundo semestre, y los administradores de la sociedad hayan procedido a formular las cuentas anuales, no se admitirán discordancias entre los datos comprendidos en ambas informaciones. De existir divergencias se deberá comunicar a la C.N.M.V., dentro de los 10 días hábiles siguientes a la fecha en que los administradores formularon las cuentas anuales, qué modificaciones habrían ocasionado sobre la información semestral (arts. 3-4, O.M. de 18-1-91).

La información se presentará a través de un modelo estándar, con contenidos diferentes dependiendo del tipo de entidad emisora de los valores admitidos a negociación. Concretamente, en la Circular 3/94 de 8 de junio de la C.N.M.V. se recogen cuatro modelos diferentes, para entidades de crédito, para sociedades de cartera, para entidades de seguros y un cuarto a cumplimentar para el resto de sociedades cotizadas<sup>35</sup>. Ciñéndonos al modelo general, este se compone de doce apartados donde se incluirá información referida a la sociedad a título individual y al grupo consolidado, en su caso. Estos apartados son: i) datos identificativos del emisor, ii) variación de las sociedades que forman parte del grupo consolidado (altas y bajas), iii) bases de presentación y normas de valoración, iv) balance de situación, v) cuenta de pérdidas y ganancias, vi) distribución por actividad y mercado (interno y exportación) del importe neto de la cifra de negocios, vii) número medio de personas empleadas, viii) comentario sobre la evolución de los negocios, ix) dividendos distribuidos durante el período, x) hechos significativos acaecidos, xi) anexo explicativo sobre hechos significativos, y xii) informe especial de los auditores.

---

<sup>35</sup> Las exigencias informativas que deben cumplir las sociedades cotizadas, se rigen por lo dispuesto en la O.M. de 18-1-91 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores.

<sup>36</sup> Esta Circular modificó los modelos que se recogían en el anexo de la O.M. de 18-1-91, y sustituye a la Circular 1/92 de 27 de mayo de la C.N.M.V., sobre modelos de información periódica para entidades de crédito.

Del contenido los citados apartados cabe destacar los siguientes aspectos:

- Se incluye un apartado específico relativo a las bases de presentación y normas de valoración empleadas, donde deberán mencionarse y comentarse aquellos principios contables y normas de valoración de obligado cumplimiento que, excepcionalmente, debiendo haber sido aplicados no hubieran sido utilizados en la elaboración de los estados financieros semestrales, indicando cuál es el efecto sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa o grupo consolidado.

- El modelo de balance dispone de un aceptable grado de desglose en algunas de sus partidas (inmovilizado inmaterial, acreedores a corto y largo plazo y provisiones para riesgos y gastos). La cuenta de pérdidas y ganancias, por su parte, se presenta con un formato muy similar al modelo analítico que se incluye en el Plan General de Contabilidad, con la consiguiente mejora en la interpretación del resultado del ejercicio a través de sus componentes.

- Se refuerza el nivel de compromiso de las sociedades cotizadas, con la información pública periódica, a través de la obligación de identificar los poderes legales de representación de las personas firmantes y a los responsables de la información que se presenta para su puesta a disposición del público.

- Se delimita y precisa, explícitamente, cuál es el contenido de la información que se requiere acerca de la evolución de los negocios y los resultados de las sociedades emisoras.

En definitiva, con estos modelos de presentación se pretende clarificar el alcance y contenido de los datos numéricos y, al mismo tiempo, incidir directamente sobre el sistema de responsabilidades y el nivel de precisión que debe imperar en la elaboración de informaciones de uso público.

C) *Obligaciones trimestrales.* Esta información se referirá al período comprendido entre el inicio del ejercicio y el último día del primer y tercer trimestres naturales y deberá de ser remitida no más tarde de los días 16 de mayo y 16 de noviembre de cada año o, siendo alguno de estos inhábil, del inmediato hábil siguiente (art. 5, O.M. de 18-1-91). De esta forma el segundo trimestre se ve suplido por la concurrencia de la información semestral y, el cuarto trimestre, por el concurso de la semestral y la anual.

Las exigencias informativas de los modelos trimestrales son notablemente inferiores a las que se incluían en los semestrales. Como en el caso de los modelos semestrales, cuatro son los modelos que se recogen en la Circular 3/94, dependiendo del tipo de entidad que deba presentarlos. Del contenido de los modelos destaca la presencia de algunas informaciones que también se incluyen en el modelo semestral (evolución de los negocios, bases de presentación y normas de valoración, dividendos distribuidos, hechos significativos) y la sustitución del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, por un avance trimestral de resultados. En cualquier caso, la informaciones financieras deberán elaborarse de acuerdo a los mismos principios y normas contables con los que se confeccionan las cuentas anuales, y en caso de no respetarse alguno de ellos, deberán mencionarse las consecuencias que acarrea sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.

Antes de concluir este epígrafe hemos de cuestionarnos si las exigencias informativas que se requieren en nuestros mercados de valores son o no las más adecuadas. En principio, y a la vista de lo que ocurre en las bolsas de otros países, podemos afirmar que el nivel de exigencias informativas en la bolsa española es equiparable al de aquéllos, si bien se dan algunas particularidades que conviene tener presentes. En primer lugar, consideramos que no está cerrado el dilema acerca de las necesidades de información reales que se dan en el marco de las «grandes sociedades anónimas». En nuestro país, en materia de protección informativa, no existe diferenciación alguna entre las normas de

publicidad que aplican las sociedades de responsabilidad limitada sobre sus datos financieros. A esta disquisición no ha sido ajena la doctrina mercantilista, ya que considera imprescindible la existencia de un derecho particular para aquellas sociedades, que por su tamaño e importancia, coticen en un mercado secundario organizado (véase sobre este particular, Valenzuela, 1993).

Este hecho nos diferencia de otros países en los que sí se ha establecido un esquema específico de publicidad informativa y donde se reconocen diferentes niveles de exigencias para las sociedades sujetas a la legislación sobre el mercado de valores frente a los de las que estén sometidas a las normas mercantiles o contables. En algunos casos, excepto por el cumplimiento de las obligaciones periódicas de información a la C.N.M.V., ciertas entidades parecen olvidar casi por completo, al elaborar las cuentas anuales, su condición de empresas cotizadas, limitándose a facilitar la información exigida por la legislación societaria y contable que tiene un carácter general y, en consecuencia, no cubrirá adecuadamente las necesidades informativas típicas de los mercados de capitales. En cierto modo, estas carencias son únicamente cubiertas por parte de las empresas con ocasión de la emisión de nuevos títulos para conseguir recursos o con la salida a bolsa de una sociedad, ya que en este caso las empresas deberán de elaborar un folleto informativo que incluirá gran parte de los datos a los que nos referimos.

Por esta razón, creemos que la legislación mercantil española tendrá que acabar reconociendo la dualidad existente entre ambos tipos de sociedades (las cotizadas y las que no lo son), con las implicaciones que esto conlleve en cuanto al mecanismo de protección de los accionistas en lo referente a los requisitos y necesidades de información financiera que tengan los potenciales usuarios de la misma. Al menos esta es la corriente imperante en la mayor parte de los mercados de valores desarrollados y, sobre todo, en el mercado norteamericano, donde se considera imprescindible que los datos financieros de las sociedades cotizadas se difundan con el mayor grado de detalle posible a

fin de que los inversores dispongan de cuantas informaciones se consideren relevantes para su toma de decisiones.

Una segunda particularidad, en este caso referida a la información periódica que las sociedades cotizadas deben de depositar en bolsa, estaría relacionada con la «calidad» de la información contable que suministran las empresas. De nuestra propia experiencia, extraída a partir de la utilización de información periódica desde 1989 a 1994 para un grupo de empresas concreto (al que nos referiremos en el capítulo cuarto), podemos afirmar que la comparabilidad de los datos financieros, no sólo entre empresas sino también en su evolución temporal, no resulta todo lo sencilla que sería deseable. No obstante, hemos de indicar que desde el ejercicio 1993 la homogeneidad de las informaciones que presentan las empresas a las bolsas se ha visto incrementada, con lo que se observa una mejora en el cumplimiento de los requisitos en materia informativa que exige la C.N.M.V. y, por tanto, un aumento de la calidad de los datos que se difunden en el mercado de valores. De hecho, ese es uno de los principales retos a los que se enfrenta la bolsa española a medio plazo, si quiere captar fondos de posibles inversores de otros países.

### **1.6.3 RESPONSABILIDADES POR LA INOBSERVANCIA EN EL CUMPLIMIENTO DE LAS EXIGENCIAS INFORMATIVAS.**

Admitida la conveniencia de que las entidades emisoras de valores estén obligadas a informar al mercado sobre una serie de hechos, deben establecerse mecanismos de supervisión y control que permitan que el flujo informativo no se interrumpa y que, en el supuesto de que así fuese, se aplique la correspondiente sanción. En nuestro país, como ya indicamos con anterioridad, el órgano encargado de la supervisión y control de las operaciones que se lleven a cabo en las bolsas de valores es la C.N.M.V.. En este apartado nos



vamos a centrar en el análisis de las infracciones, en que se puede incurrir, por el incumplimiento de las obligaciones informativas, así como en su régimen sancionador.

Las infracciones que se pueden cometer se califican de acuerdo a tres niveles de graduación, a saber, *muy graves*, *graves* y *leves*. De acuerdo con esta clasificación, y en lo que se refiere a las infracciones en materia informativa, se considera como falta *muy grave* (art. 99, L.M.V.): i) el incumplimiento de la obligación de someter las cuentas anuales e informes de gestión individuales, y en su caso consolidados, a auditoría de cuentas; ii) la difusión voluntaria, de forma maliciosa, de informaciones o recomendaciones que puedan inducir a error al público en cuanto a la apreciación que merezca determinado valor o la ocultación de circunstancias relevantes que puedan afectar a la imparcialidad de dichas informaciones o recomendaciones<sup>37</sup>; iii) la emisión de valores sin autorización, en los casos en que esta sea preceptiva, sin observar las condiciones básicas fijadas en la misma, en especial el incumplimiento, por causa imputable al emisor, de los plazos previstos en el folleto de admisión a negociación de los valores en mercados secundarios; iv) el incumplimiento, por los emisores de valores, de la obligación de comunicar al público cualquier hecho relevante que pueda influir en la cotización, o la aportación a la C.N.M.V. de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes; v) el uso, por cuenta propia o ajena, de información privilegiada.

El régimen sancionador aplicable a las infracciones *muy graves* se fundamenta en la imposición de alguna de las siguientes sanciones:

---

<sup>37</sup> Esta redacción se ha incluido en la L.M.V. en virtud de lo dispuesto por la disposición adicional novena de la Ley 3/1994.

a) Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quíntuplo, del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cantidades resultantes: el 5% de los recursos propios de la entidad infractora, el 5% de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50 millones de pesetas (nueva redacción del apartado a) del art. 102 de la L.M.V., según la Ley 3/1994).

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el mercado de valores, durante un plazo no superior a cinco años.

c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial correspondiente por un plazo no superior a cinco años.

Por lo que respecta a las infracciones *graves* (art. 100, L.M.V.), tiene esta consideración el incumplimiento de la obligación de remitir los modelos de información periódica (apartado duodécimo, O.M. 18-1-91). La sanción pecuniaria se aplicará en similares términos a los de las infracciones muy graves, reduciéndose el porcentaje aplicable al 2% y la imposición fija a 25 millones. Además, también se puede acordar la suspensión de la negociación de los valores, sin que por ello se exima a la sociedad afectada del cumplimiento de las obligaciones periódicas de información (apartado décimo, O.M. 18-1-91).

Entre las novedades que aportó la Ley 3/1994, destaca la extensión de la responsabilidad por incurrir en infracciones no sólo a la entidad emisora como persona jurídica que, en su caso, hubiera incurrido en ellas, sino también a las personas físicas que ejerciendo cargos de administración o de dirección en la entidad fueran responsables de las mismas. Las sanciones para estas infracciones a nivel personal, se determinarán en función de la gravedad de las

mismas, oscilando entre el 2% o el 5% de los fondos totales (propios o ajenos, utilizados en la infracción), o entre 25 y 50 millones de pesetas.

En consecuencia, y como se ha puesto de manifiesto a lo largo de este subepígrafe, el incumplimiento de las obligaciones en materia informativa constituye una infracción de carácter grave o muy grave, siendo el régimen sancionador lo suficiente disuasorio como para que las sociedades procuren no infringirlo.

## **CAPÍTULO II**

# **MODELOS DE COMPORTAMIENTO PARA EL MERCADO DE CAPITALES**

## 2.1 ¿ES POSIBLE MODELIZAR EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO?

Una vez descrita sucintamente la naturaleza de la bolsa de valores, vamos a analizar cuales son los mecanismos que determinan la fijación de las cotizaciones de los títulos. En realidad, este es un objetivo que si no lo calificamos de utópico, cuanto menos lo consideramos excesivamente ambicioso, por lo que tendremos que adoptar una postura más modesta y contentarnos con la descripción de los principales modelos que abordan desde un punto de vista teórico la cuestión.

En el caso de un mercado que desee considerarse como competitivo, la fijación del precio que mantenga en equilibrio oferta y demanda, requerirá de un adecuado conocimiento de todos aquellos hechos o acontecimientos que puedan afectarle. La aparición de nuevas informaciones deberá ser analizada por los participantes, con el fin de tomar las decisiones oportunas que permitan salvaguardar sus intereses. Si el mercado en cuestión fuese de valores, las informaciones más relevantes que se utilizarán para la determinación de los precios estarían relacionadas con las propias empresas, los sectores económicos, la economía nacional e internacional o con una serie de acontecimientos políticos y sociales.

Del conjunto de informaciones que hacen referencia al discurrir de las empresas, y en las que estarán interesados los inversores, la incluida en los estados financieros jugará un papel predominante. Como veremos en el siguiente capítulo, la investigación contable no ha sido ajena a la inquietud manifiesta por analizar los determinantes del precio de los títulos. Bajo este interés subyace el deseo de que la información contable se pueda considerar «útil» para la toma de decisiones de sus potenciales usuarios. Buena prueba de ello son los innumerables trabajos, algunos de los cuales serán objeto de análisis con posterioridad, realizados al amparo del *paradigma de utilidad*, que utilizan el

enfoque del comportamiento agregado del mercado con el fin de contrastar la relevancia de la información financiera.

Antes de iniciar el estudio de las principales teorías sobre el comportamiento de los precios de los títulos, quisiéramos advertir que dado que un modelo pretende explicar de forma sencilla una realidad que se presenta compleja, algunas de las afirmaciones que aparecerán a posteriori, no deben interpretarse como dogmáticas, en el sentido de «infalibles». En la medida que los modelos «expliquen», de acuerdo a la lógica económica, una parte considerable del funcionamiento del mercado, se aceptarán como convenientes. Como indicara Theil (1971), *«requiere madurez intelectual ser conscientes de que los modelos deben ser utilizados pero no creídos»*.

No obstante, desde la década de los ochenta, con la incorporación de procedimientos de análisis matemático o estadístico avanzados, se ha producido un notable incremento en la complejidad de los modelos. Además, la mayor facilidad existente para conseguir datos sobre el mercado y el progreso experimentado por la microinformática, han conformado un conjunto de técnicas estadísticas cuyo fin primordial radica en la contrastación de todas las hipótesis en las que se sustentan los modelos.

El análisis del mercado de valores dió origen, desde los años cincuenta, a uno de los mayores despliegues científicos del siglo en el área de investigación económica. Con la aceptación de la teoría del mercado eficiente, como modelo de comportamiento de los precios, y la del C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model), como criterio para valorar activos financieros, parecía que se había logrado «encorsetar» las conductas presentes en el mundo de las finanzas. Nada más lejos de la realidad.

Como se verá en páginas posteriores, existen ciertas hipótesis o supuestos de partida que el mercado no avala y que denotan la insuficiencia de estas teorías para describir completamente el funcionamiento del mismo. Por lo que a nosotros concierne, procuraremos centrarnos en aquellos aspectos de las teorías que mejor nos sirvan para establecer las relaciones existentes entre el mercado de capitales y la información contable.

## 2.2 ANTECEDENTES DE LA TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE: LA TEORÍA DEL «RECORRIDO ALEATORIO».

La obtención de algún esquema de comportamiento respecto al precio de las acciones, ha sido una constante desde la aparición de la bolsa como institución. Siempre ha existido alguien dispuesto a ofrecer sus servicios con el fin de aconsejar a los inversores en sus decisiones de compra-venta. No obstante, y con el transcurrir del tiempo, de entre la multitud de técnicas, procedimientos o habilidades que se han venido utilizando, dos han sido, con carácter general, las tipologías de análisis que han prevalecido y gozado de las simpatías de los inversores: *el técnico y el fundamental*<sup>38</sup>.

El análisis técnico consiste en el estudio de la acción del mercado, fundamentalmente a través del uso de gráficos (aunque existen otros indicadores), con el propósito de predecir las tendencias de los precios futuros (Murphy, 1990, pág. 1). Por tanto, para el analista técnico, el conocimiento de la serie de precios pasados, será la única información de la que necesitará disponer para decidir cuando debe entrar o salir del mercado. Por su parte, el análisis

---

<sup>38</sup> Para un estudio detallado de las principales procedimientos que utiliza el análisis técnico, puede consultarse el trabajo de Edwards y Magee (1989). En el caso del análisis fundamental, se considera como obra básica, la de Graham y Dodd (1934), si bien para una aproximación orientativa puede verse, entre otros, Sánchez (1991). Una visión actualizada

fundamental, sostiene que todo título tiene un «valor intrínseco», o teórico, que depende, en especial, de la capacidad generadora de renta por parte de la empresa emisora y del propio título y, por tanto, bastaría con determinar ese valor intrínseco para, comparándolo con el precio corriente de mercado, tomar la decisión más conveniente (Pérez, 1982, pág. 18). En definitiva, el «fundamentalista» realizará un estudio laborioso de todas aquellas variables que pueden influir sobre el valor intrínseco de los títulos. Cuando se confirme que la brecha entre dicho valor y el de mercado es perdurable, el analista tomará la posición que mas favorezca a sus intereses.

En cierto modo, la contrastación de las hipótesis básicas del análisis técnico (el precio incorpora toda la información que le afecta, tanto a corto como a largo plazo, los precios se mueven por tendencias y la historia se repite), fue la que originó toda una serie de investigaciones cuya culminación se tradujo en la teoría del *random walk* o del recorrido aleatorio.

Sin embargo, y al margen de la polémica acerca de cuál de los citados análisis era más conveniente utilizar, a principios de siglo, Bachelier ya se ocupó de estudiar estadísticamente cuál era el comportamiento de los precios bursátiles. Concretamente, a través de su trabajo demostró que el precio de los bonos del gobierno francés, evolucionaban a través de sucesivos incrementos que eran independientes entre sí. A pesar de las implicaciones que se podían derivar de este descubrimiento, tuvieron que pasar más de treinta años para que otros investigadores se dedicaran a estudiar la aleatoriedad de los precios de los títulos<sup>39</sup>.

---

del desarrollo de ambas técnicas en el mercado norteamericano, se encuentra en Harrington et al. (1990, págs. 137-222).

<sup>39</sup> Este interés por retomar el estudio de Bachelier, si que tuvo como finalidad demostrar la superioridad del análisis fundamental sobre el técnico, obteniendo como corolario la incapacidad del análisis técnico para predecir el precio de los títulos. Entre los trabajos más importantes destacan los de Cowles (1933) y Working (1934), defensores ambos de las tesis fundamentalistas.



Durante la década de los cincuenta se instauraron las bases de lo que serían posteriores investigaciones relacionadas con la aleatoriedad de los precios. Además de demostrar el comportamiento errático de los valores, los estudios se preocuparon de determinar cuál podía ser la distribución probabilística del movimiento de los precios. Así, Kendall (1953) no sólo contrastó su aleatoriedad, sino que también detectó que los movimientos de los mismos parecían ajustarse a una distribución *normal*.

En este sentido, creemos conveniente destacar que la hipótesis de normalidad se ha venido defendiendo en base al teorema central del límite, lo que supondrá que si las variaciones de precios, de unas transacciones a otras, son variables independientes, idénticamente distribuidas y aleatorias, con varianza finita, y si los intercambios se realizan de manera uniforme en el tiempo, este teorema nos permite suponer que las variaciones de los precios en diferentes intervalos estarán normalmente distribuidas, ya que se tratará de simples sumas de las variaciones habidas de transacción a transacción (Fama, 1963, pág. 420). Inicialmente, los estudios confirmaron la normalidad de los precios<sup>40</sup>, si bien la distribución a la que parecían ajustarse era una *logonormal* (Osborne, 1959), ya que se sustituyó el movimiento absoluto de los precios por las variaciones en los logaritmos de los mismos.

Mandelbrot (1963) fue uno de los primeros autores en cuestionarse la normalidad de las variaciones de los logaritmos. Según él, las distribuciones probabilísticas de la familia de las Pareto-estables se ajustaban mejor al movimiento de los precios, idéntico resultado al que llegó Fama (1965a). En la búsqueda de la distribución adecuada, algunos autores, como Praetz (1972) y

---

<sup>40</sup> Como muestra de esta afirmación puede verse Moore (1964) y Kruizena (1964). No obstante, en algunos trabajos, como el de Alexander (1961) o el de Cootner (1964), se detectaron anomalías en el ajuste a la distribución normal. Concretamente, se observó que la distribución empírica era más apuntada que la teórica y que las colas resultaban más gruesas de lo que cabría esperar en una normal (leptocurtosis). En Fama (1965a), se recogen algunas posibles explicaciones a estos hechos.

Blattberg y Gonedes (1974), han recurrido a la t-student, a los procesos estocásticos subordinados o mixturas de distribuciones (Clark, 1973), a la distribución logística (Smith, 1981) o a distribuciones de potencias exponenciales (Gray y French, 1990).

En definitiva, la evidencia parece indicar que la distribución de los rendimientos bursátiles no es completamente normal, al menos en el comportamiento a corto plazo del mercado, si bien es lo suficientemente cercana a ésta como para que se admita, con el fin de simplificar la adopción de determinadas herramientas estadísticas. El conocimiento de esta deficiencia deberá tenerse en cuenta al analizar los resultados y, si es necesario, se realizarán los oportunos ajustes para que éstos no pierdan su validez.

En palabras de Lorie y Hamilton (1973, pág. 72), se puede considerar que la publicación de los «originales y provocativos artículos» de Roberts (1959) y Osborne (1959), originaron el «estudio moderno» sobre la teoría del recorrido aleatorio. A raíz de estos trabajos, y durante gran parte de la década de los sesenta, se publicaron numerosos artículos donde se contrastaba cuál era la posibilidad que existía de obtener ventajas comparativas en el mercado, a través de la utilización de reglas comerciales<sup>41</sup>.

Analíticamente, el modelo de recorrido se puede representar de la siguiente forma:

$$f(r_{j,t+1} | \Phi_t) = f(r_{j,t+1}) \quad [2.1]$$

---

<sup>41</sup> Una parte considerable de los trabajos se centró en el estudio de la «regla de los filtros», a través de la aplicación de contrastes de direcciones y signos. Para comprobar la independencia de los rendimientos bursátiles también se recurrió al análisis espectral y al de correlación. Un documentado resumen de las aportaciones más relevantes en este campo, puede verse en Pérez (1982, págs. 30-37).

donde:

$f$  = expresa la función de densidad de los rendimientos.

$r_j$  = rendimiento del título  $j$  en el periodo  $t+1$ .

$\Phi_t$  = conjunto de información disponible en el momento  $t$ .

De esta expresión del modelo de recorrido aleatorio<sup>42</sup>, tomada de Fama (1970, pág. 387), se extraen dos consecuencias inmediatas: i) que las sucesivas variaciones de las cotizaciones, o como en este caso, los sucesivos rendimientos uniperiódicos serán independientes, y ii) que dichas variaciones de los rendimientos se distribuirán idénticamente. Como indica el propio Fama (1970, pág. 387), este modelo no afirma que la información del pasado no tenga ningún valor para calcular las distribuciones de los rendimientos futuros, ya que es evidente que, desde el momento en que se supone que tales distribuciones son estacionarias a través del tiempo, los rendimientos pasados constituyen la mejor fuente de información. No obstante, lo que sí dice el modelo de recorrido aleatorio es que la *secuencia* (o el orden) de los rendimientos pasados, no tiene importancia para calcular aquellas distribuciones de rendimientos futuros.

La evidencia acumulada hasta mediados de los sesenta (Fama, 1965b, pág. 56), favoreció la aceptación del modelo de recorrido aleatorio aunque no reflejase los hechos exactamente. Con el fin de delimitar un umbral de dependencia para las variaciones de los rendimientos, se admitió como condición general para el cumplimiento del modelo, el que la historia pasada de una serie de variaciones no pudiese utilizarse para predecir las futuras variaciones de *forma significativa*. En consecuencia, se rechazaría el comportamiento aleatorio de los precios, cuando su dependencia significase la

---

<sup>42</sup> Existen distintas posibilidades de representar este modelo. Para una presentación alternativa del mismo, puede consultarse Godfrey et al. (1964).

obtención de beneficios extraordinarios aplicando alguna regla mecánica de negociación, frente a una estrategia simple de compra y mantenimiento de los valores (Fama y Blume, 1966, pág. 226).

### 2.2.1 LA NECESIDAD DE UNA EXPLICACIÓN ECONÓMICA PARA EL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS DE MERCADO.

Como se puede observar por lo dicho hasta aquí, la descripción del funcionamiento de los precios bursátiles se realizó a partir de un conjunto de contrastaciones empíricas, sin que existiese un sustrato teórico que permitiese explicar, bajo una óptica económica, el porqué de la conducta errática de los mismos. Hasta la formulación definitiva de la *teoría del mercado eficiente*, que será objeto de estudio en el siguiente epígrafe, la mayor parte de las explicaciones que se ofrecieron giraron en torno al concepto de «valor intrínseco». En este sentido, Taussig (1921) ya advirtió que dada la gran cantidad de factores que intervienen y la incertidumbre existente en el mundo real, no era posible determinar con exactitud el valor teórico de los títulos. En consecuencia, el precio de los mismos fluctuaría en una zona de «penumbra» alrededor de dicho valor.

Posteriormente, Working (1958) expuso una teoría según la cual los precios dependen, en primer lugar de la oferta y la demanda. Estas, a su vez, las fijan los inversores en función de sus expectativas en relación al futuro de los distintos títulos, es decir, en función de la información de que dispongan. De este modo, cualquier noticia que llega al mercado, y que puede influir en las expectativas de los inversores, se reflejaría instantáneamente en los precios. Así, bastaría que la información se generara aleatoriamente para que los movimientos de precios producidos por la misma fueran también aleatorios.

De la confluencia de los enfoques de Taussig y Working, se obtendría un mecanismo de mercado en el que se darían dos tipos de variaciones de precios: i) la derivada de los ajustes de los mismos a la información relativa a hechos que modifican los valores intrínsecos de los títulos, y ii) la provocada por la incertidumbre que envuelve a éstos y que redundaría en la existencia de una zona de «penumbra» en torno a ellos.

Combinando el enfoque de Working con el de la competencia entre los participantes del mercado de Roberts (1959), Cootner (1964, pág. 232) definió al mercado bursátil como un mercado altamente competitivo donde aunque los compradores individuales o vendedores pueden actuar con ignorancia tomados como un todo, los precios de tal mercado mostrarán la mejor evaluación del conocimiento disponible en cada momento. En este ámbito, las únicas variaciones de precio que podrían ocurrir se derivarían de la presencia de nuevas informaciones. Por tanto, según Cootner, ya que no hay razones para esperar que la información no sea aleatoria en su aparición, los cambios en los precios de los títulos, de período a período, deberían ser movimientos aleatorios, estadísticamente independientes entre sí.

En definitiva, y a pesar de que se iban definiendo condiciones necesarias para el funcionamiento *eficiente* de un mercado financiero, todavía no se había madurado una teoría económica que permitiese describir lógicamente su comportamiento. Así pues, hasta la introducción de los procesos estocásticos en el análisis del mercado, la configuración del mismo bajo las limitaciones del modelo de recorrido aleatorio, era la siguiente:

a) *Existe un elevado número de analistas sofisticados, y profesionales, que se encuentran en dura competencia.* La búsqueda de la mayor ganancia posible en todas aquéllas operaciones que realicen los analistas, les llevará a examinar todas las noticias que se produzcan en torno a un determinado valor y, una vez

establecido el alcance de las mismas, incorporarlas en sus modelos de predicción.

b) *La presencia de los profesionales hará que el precio de cualquier título refleje su verdadero valor intrínseco.* El precio descontará automáticamente toda información que influya en dicho valor, y dado que las *nuevas* informaciones aparecen de forma aleatoria, los movimientos de los precios producidos por estos ajustes serán aleatorios. No obstante, cualquier nueva información llegará rodeada de un grado determinado de incertidumbre, lo que implicará que los precios actuales se «sobreajustarán» a los nuevos valores intrínsecos con tanta frecuencia como se «subajustarán». Asimismo, el retardo que pueda existir en el proceso de ajuste de los precios será, de por sí, una variable aleatoria independiente, que en ocasiones precederá a los cambios que se produzcan en el mercado por la aparición de nueva información, y en otras irá por detrás de los mismos (Fama, 1965a, pág. 39).

c) *La incertidumbre del mundo real impedirá calcular con exactitud el valor intrínseco de un título.* Como indicaba Fama (1965b, pág. 56), existirá siempre desacuerdo entre los participantes en el mercado en relación con el valor intrínseco del título, lo que dará lugar a discrepancias entre los precios actuales y dicho valor. Sin embargo, en un mercado que funcione con eficiencia las decisiones de los participantes, en competencia entre sí, harán que el precio del título oscile aleatoriamente en torno a su valor intrínseco. En el caso de que las diferencias fueran de naturaleza más bien sistemática que aleatoria, este conocimiento se utilizaría, por parte de los participantes inteligentes, para predecir con mayor precisión cuál es la senda por la que los precios actuales se ajustan hacia los valores intrínsecos.

A pesar del avance que estos razonamientos tuvieron en la comprensión del funcionamiento del mercado de valores, quedaban todavía algunas cuestiones pendientes de respuesta: ¿cuál es proceso mediante el que se

incorpora la información al precio de los títulos?, ¿de qué depende la rapidez del ajuste ante nuevas informaciones?, ¿qué informaciones son relevantes para la determinación de las cotizaciones?, ¿qué condiciones favorecen el comportamiento competitivo del mercado? y, más concretamente, ¿que implicaciones ocasionará la ausencia de alguna de ellas sobre el grado de eficiencia que se espera del mismo?.

Con la finalidad de establecer un modelo económico que respondiese a estos interrogantes, durante la segunda mitad de los sesenta, se desarrolló la «teoría del mercado eficiente». Al estudio de este modelo, y su influencia sobre las investigaciones que se realizan en los mercados financieros, dedicamos el próximo epígrafe.

### **2.3 LA TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE.**

El desarrollo de esta teoría ha supuesto tanto desde el punto de vista formal como empírico, uno de los programas de investigación más productivos de cuantos se han prosperado en economía a lo largo del siglo XX. A partir de los postulados básicos de la economía tradicional, donde para la existencia de equilibrio en el mercado se exigen una serie de condiciones básicas, la idea de la eficiencia del mercado se ha extendido a diferentes ámbitos de los estudios económicos. En este sentido, no sólo se aplican sus hipótesis al mercado de acciones, sino que también se han utilizado para analizar los mercados de divisas, de obligaciones o de derivados. Además, una importante área de investigación en macroeconomía (la que incorpora expectativas racionales) es consciente de la utilidad que representa la adopción de los supuestos que incorpora la eficiencia del mercado.

Como veremos a continuación, la eje central de este modelo gira en torno al concepto de eficiencia informacional como mecanismo que determinará las mejores condiciones de funcionamiento de un mercado de competencia perfecta. Lógicamente, el modelo se sustenta en una serie de condiciones que deben de cumplirse para que las conclusiones que se extraigan sean significativas y que, en algunos casos, son precisamente la causa de las mayores críticas que ha recibido la teoría. En los apartados que siguen vamos a presentar los contenidos fundamentales de la teoría del mercado eficiente, resaltando las limitaciones que ésta tiene y las consecuencias que de ello se derivan para los estudios empíricos que la tomen como soporte.

### **2.3.1 CONCEPTO DE EFICIENCIA INFORMACIONAL.**

En alguno de los trabajos que hemos citado sobre el modelo de recorrido aleatorio, a parte de la preocupación por demostrar la independencia de la serie de precios de los títulos, ya se dejaba entrever que lo realmente importante era descifrar el acopio de información que estaba incluida en las cotizaciones. Por esta razón, en la modelización económica del comportamiento del mercado, debía incluirse esta variable con el fin de analizar cuál era la dependencia de los precios ante nuevas informaciones.

A partir de los trabajos de Samuelson (1965) y Mandelbrot (1966), se describieron modelos económicos que seguían procesos estocásticos, basados en el conocimiento teórico de la evolución de los rendimientos esperados o precios de equilibrio. El modelo de determinación de los precios, teniendo en cuenta esta última variable, se puede describir de la siguiente forma (Fama, 1970):



$$E(\tilde{p}_{j,t+1}|\Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1}|\Phi_t)]p_{jt} \quad [2.2]$$

donde:

$E$  = operador esperanza matemática

$p_{jt}$  = cotización del título  $j$  en el período  $t$

$\tilde{p}_{j,t+1}$  = cotización del título  $j$  durante el período  $t+1$ . La tilde indica que se trata de una variable aleatoria

$\tilde{r}_{j,t+1}$  = rendimiento porcentual obtenido durante un período. La tilde indica que se trata de una variable aleatoria

$\Phi_t$  = conjunto de información que se refleja en el precio del período  $t$

El valor del rendimiento esperado de equilibrio  $E(\tilde{r}_{j,t+1}|\Phi_t)$ , proyectado en función de la información « $\Phi_t$ », se determina a partir de la específica teoría del rendimiento esperado que se utilice. Como indica Fama (1970, pág. 385), la notación en forma de esperanza pretende dar a entender que, cualquiera que sea el modelo de rendimiento esperado que se emplee, la información en « $\Phi_t$ » se incorpora completamente para determinar los rendimientos esperados en equilibrio. De esta forma, llegamos a la definición de *mercado eficiente*, que enunció el propio Fama, y según la cual será «*aquel mercado en el que los precios siempre "reflejan por completo" la información disponible*». Además, como indica Gonedes (1972, pág. 12), asumir el modelo del mercado eficiente implica que los precios de mercado reaccionarán instantánea e insesgadamente a la nueva información.

A partir de la expresión [2.2] se obtiene un modelo de «juego limpio» (Fair Game) en el que se postula que, condicionado a un conjunto de informaciones importantes, el rendimiento esperado en equilibrio de un título es igual a cero. Analíticamente:

$$z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) \quad [2.3]$$

$$E(\tilde{z}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0 \quad [2.4]$$

Esta expresión implica que toda la información representada por « $\Phi_t$ » se utiliza para determinar los rendimientos esperados en equilibrio. A priori, todos los inversores tienen las mismas probabilidades de ganar o perder, ya que la esperanza del valor actualizado neto de los rendimientos será igual a cero. No obstante, a posteriori, ese valor capital podrá ser positivo o negativo, según cual haya sido la propia dinámica del mercado.

Esta definición de la eficiencia del mercado, como el propio Fama (1970, pág. 384) reconoció, poseía un carácter tan general que no tenía trascendencia empírica comprobable. Para conseguir que el modelo adquiriese ese carácter debería especificarse con mayor detalle el proceso de formación de los precios. Con posterioridad, el mismo Fama (1976a, pág. 133) puntualizó el concepto de eficiencia al afirmar que se trataba de un mercado que es eficiente en el procesamiento de la información, ya que los precios observados de los títulos, en cualquier momento, están basados en una «correcta» evaluación de toda la información disponible en ese momento. Como indicara Beaver (1981, pág. 28), el mercado es eficiente con respecto a un conjunto de información, si revelando dicha información a todos los inversores los precios de equilibrio no cambiasen, es decir, el mercado es eficiente, sí y solo si, los precios se establecen como si todos los inversores conociesen dicha información.

En este sentido, la información es útil, tan sólo si se la da a conocer. De poco serviría el disponer de información interna<sup>43</sup>, si, desconocida por el

<sup>43</sup> La información interna sería aquella que, de ser conocida por el mercado, daría lugar a un movimiento de los precios.

mercado, no provoca el movimiento de precios deseable. Por tanto, la información no debería permanecer «oculta» por mucho tiempo, ya que el analista debiera tener en cuenta que sus rendimientos superarán a los de la media del mercado sólo si lo que él sabe, eventualmente, llega a ser conocido por el mercado.

Ahora bien, las expresiones [2.3] y [2.4] son difíciles de contrastar empíricamente por lo que fue necesario reformularlas. Es necesario especificar como se determinan los precios de equilibrios en un momento del tiempo, a partir de la distribución de los precios futuros. Como ya hemos visto, lo más habitual consiste en suponer que las condiciones de equilibrio del mercado se pueden establecer en términos de rendimientos esperados. Formalmente, el mercado establece el precio del título «j» en «t-1», de tal manera que (Fama, 1976b, págs. 143):

$$P_{j,t-1} = \frac{E_m(\tilde{p}_{jt} | \Phi_{t-1}^m)}{1 + E_m(\tilde{r}_{jt} | \Phi_{t-1}^m)} \quad [2.5]$$

donde la expresión,  $E_m(\tilde{r}_{jt} | \Phi_{t-1}^m)$ , representa el rendimiento esperado en equilibrio del título «j», y  $E_m(\tilde{p}_{jt} | \Phi_{t-1}^m)$ , es el valor esperado del precio del título «j», en el momento «t», establecido por el mercado. Pero si además el mercado es eficiente, se deberá cumplir que:

$$E_m(\tilde{p}_{jt} | \Phi_{t-1}^m) = E(\tilde{p}_{jt} | \Phi_{t-1}) \quad [2.6]$$

$$E_m(\tilde{r}_{jt} | \Phi_{t-1}^m) = E(\tilde{r}_{jt} | \Phi_{t-1}) \quad [2.7]$$

Así, en un mercado eficiente, el verdadero valor esperado de cualquier título es igual a su valor esperado de equilibrio. Por otra parte, en un mercado ineficiente, los verdaderos rendimientos esperados y los de equilibrio no son necesariamente idénticos. Al determinar los precios en «t-1», el mercado puede no tener en cuenta parte de la información incluida en « $\Phi_{t-1}$ », o puede utilizar la información incorrectamente al determinar la distribución de los futuros precios.

Para poder contrastar el modelo, se supuso que los precios corrientes se determinarían a través de algún modelo de equilibrio (uno de los más utilizados ha sido el C.A.P.M.). Precisamente, la utilización de estos modelos supone un impedimento adicional a los contrastes de eficiencia. Mediante estas pruebas se contrasta, simultáneamente, la eficiencia del mercado y los supuestos sobre los que descansa el modelo de equilibrio del mercado. Si se acepta el comportamiento eficiente del mercado, entonces se admitirán los supuestos sobre el modelo de equilibrio. Sin embargo, si se rechaza la hipótesis de eficiencia, habrá que decidir si lo que se ha violado ha sido la eficiencia del mercado, o bien si las asunciones básicas del modelo de equilibrio son inconsistentes.

Hasta ahora hemos definido el concepto de mercado eficiente y su expresión analítica. Faltan todavía por conocer cuáles son las condiciones o circunstancias que favorecen su consecución. El carácter restrictivo de las mismas, en algunos casos, aconsejó la admisión de un cierto grado de flexibilidad a la hora de catalogar a un mercado como eficiente. Desde ese instante, la investigación empírica se ha centrado en el análisis y comprobación del grado de adecuación de los mercados financieros, a los distintos niveles de eficiencia definidos. Algunos de estos resultados han evidenciado la insuficiencia de la teoría para «explicar» ciertos comportamientos, sin embargo, el debate sigue abierto y se van reformulando las condiciones inicialmente

impuestas. Al estudio de estas cuestiones dedicaremos los siguientes subepígrafes.

### **2.3.2 CONDICIONES QUE FAVORECEN LA EFICIENCIA DEL MERCADO.**

Cualquier teoría o modelo, ya sea físico, matemático o económico, requiere de un conjunto de hipótesis o supuestos que permitan, en cierta medida, que las condiciones generales implícitas en la realidad que pretende mostrar, puedan abstraerse con el fin de simplificar la representación formal del mismo. En muchas ocasiones, de la congruencia de éstos supuestos depende la capacidad del modelo para describir, adecuadamente, los hechos observados. En nuestro caso, hemos descrito el concepto de eficiencia informacional como un posible modelo de comportamiento de los mercados financieros. Ahora bien, para que se pueda admitir tal conducta, existen una serie de condiciones que han de cumplirse en un grado determinado.

Samuelson (1965) y Mandelbrot (1966), fueron los primeros en establecer cuáles eran los requisitos necesarios para que los mercados funcionasen de una manera eficiente. Fama (1970, pág. 385) los sintetizó en los tres siguientes:

- a) Inexistencia de costes de transacción al negociar los títulos valores.
- b) La información disponible debe alcanzar a todos los participantes del mercado por igual y sin coste alguno.
- c) Todos los inversores están de acuerdo sobre las consecuencias que la información disponible va a tener sobre los precios actuales.

Como el propio Fama (1970, pág. 387) reconoció, un mercado con estas características no es representativo de los que se encuentran en la práctica. No obstante, afortunadamente, aunque suficientes para la eficiencia del mercado, estas condiciones no son necesarias. El mercado puede ser eficiente si un «número suficiente» de inversores puede acceder realmente a la información disponible. Además, el posible desacuerdo entre éstos acerca de las consecuencias de una información dada, no implica por sí mismo la ineficiencia del mercado, a no ser que existan inversores que puedan llevar a cabo de modo consistente mejores evaluaciones de la información disponible que las que se encuentran implícitas en los precios de mercado.

Sea como fuere, la aceptación de este razonamiento lleva implícita la idea de comportamiento agregado del mercado. Así, como indica Gonedes (1972, pág. 17), los precios se determinan mediante un sistema considerado como un todo, y no necesariamente por la racionalidad individual. El rechazo de este argumento parece envolver la familiar *Falacia de la Composición*, es decir, lo que es cierto para una parte es necesariamente cierto para el todo. Además, como indican Lorie y Hamilton (1973, pág. 98), se produce «una curiosa paradoja», a saber, para que la hipótesis de eficiencia sea cierta, es preciso que muchos inversores no crean en ella. Así, los precios del mercado reflejarán rápida y totalmente la información relevante sobre las empresas cotizadas, sólo si los inversores buscan alcanzar superiores rentabilidades, hacen profundos y competentes estudios sobre las compañías que cotizan y analizan veloz y diligentemente todos los hechos económico-financieros que les afectan. En el supuesto de que estos esfuerzos se abandonasen, la eficiencia del mercado se reduciría rápidamente.

Esta paradoja implicará que la eficiencia que puede conseguir un mercado, quedará limitada por el nivel mínimo de ineficiencia necesario para que los analistas cubran sus costes, tanto de negociación como de búsqueda de nueva información. En realidad, el papel de los analistas, ya sean técnicos o

fundamentalistas, sigue siendo cuestionado por los que apoyan la teoría del mercado eficiente. En este sentido, existe una amplia literatura empírica donde se constata la ausencia de perdurabilidad y consistencia en las predicciones que ofrecen los analistas<sup>44</sup>. Sin embargo, estos reclaman su papel primordial en el esquema de los mercados eficientes ya que, en su opinión, esta actividad resulta imprescindible para que los precios descuenten rápida y adecuadamente toda la información que se genera entorno al mercado. Dada la aparente «imposibilidad» para encontrar en la práctica mercados financieros que cumplan estrictamente las condiciones mencionadas, se han enunciado algunos criterios (véase cuadro 2.1) que permiten evaluar y perfeccionar el nivel de eficiencia alcanzado por los mismos<sup>45</sup>.

**CUADRO 2.1: REQUISITOS ESENCIALES PARA QUE UN MERCADO SE APROXIME A LA EFICIENCIA.**

- Homogeneidad de los valores intercambiados.
- La existencia de un gran número de compradores y vendedores.
- Relativa facilidad para entrar y salir del mercado.
- Continuidad y densidad de las negociaciones.
- Amplia lista de valores cotizados.
- Elevada distribución en el mercado de los títulos que cotizan.
- La estandarización y tipificación de las operaciones.
- La existencia de una moderada especulación.
- Presencia de información económico-financiera relevante, tanto en lo relativo a las empresas en particular como al mercado bursátil en general.

<sup>44</sup> Véase en este sentido Malkiel (1992) donde se recoge una síntesis de algunos de estos trabajos.

<sup>45</sup> Como se puede observar, estos criterios a cumplir serían equivalentes a los de un mercado de competencia perfecta, definido como tal por la Teoría Económica. Para un desarrollo completo de los mismos, véase Foster (1974, pág. 69) y Suárez (1990, págs. 387-388).

Por lo que se refiere a la difusión de información de contenido económico-financiero, la mayor parte de las reformas emprendidas en los mercados bursátiles internacionales durante la última década, han coincidido en la necesidad de instaurar mecanismos de control para que las empresas cotizadas presenten con regularidad y oportunidad, información relevante sobre sus operaciones presentes o futuras. A este ámbito, se circunscribe la información contable, como medio para el establecimiento de una «imagen» adecuada acerca de la capacidad de generar beneficios de las empresas, así como de su situación patrimonial y financiera. En el caso español, como se verá en el siguiente capítulo, la reforma bursátil emprendida en 1988 supuso un cambio radical en el funcionamiento de nuestros mercados.

En cualquier caso, parece evidente que la eficiencia o no del mercado sólo podrá determinarse por contrastación empírica. Sin embargo, y aunque las pruebas confirmasen el comportamiento eficiente, este concepto no debe ser entendido como un valor absoluto, sino más bien como un patrón de conducta que conviene ser imitado. La relativización del concepto de eficiencia informacional, permitirá, por ejemplo, concretar cuál es el grado de eficiencia que alcanza un mercado (no sólo en un momento del tiempo, sino también a través de su evolución temporal), y lo que es más importante, facilitará la contrastación empírica del mismo.

### **2.3.3 GRADOS DE EFICIENCIA EN LOS MERCADOS.**

Hasta este momento, se ha invocado al concepto de eficiencia como un status deseable para cualquier mercado financiero. La razón es obvia. Como indica Fama (1976a, pág. 133), en un sistema capitalista lo ideal es disponer de un mercado de capitales donde los precios sean señales correctas para las asignaciones de recursos. En este contexto, cuando las empresas emitan títulos para financiar sus actividades esperarán conseguir precios «justos», y cuando

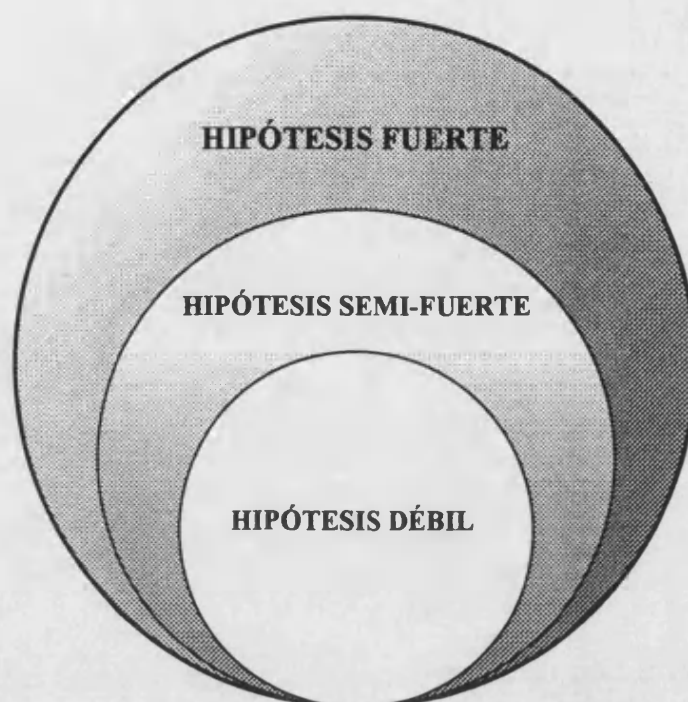


los inversores escojan entre los valores que representan la propiedad de las actividades de la firma, lo podrán hacer bajo el supuesto de que, así mismo, están pagando precios «justos». En definitiva, si el mercado de capitales tiene que asignar adecuadamente los recursos, los precios de los títulos deben ser unos buenos indicadores de valor.

No obstante, según el concepto de eficiencia que hemos definido, la búsqueda de mercados que en la realidad se comporten como tales, es poco más o menos una quimera. La adecuación entre las condiciones y requisitos para que se cumpla la eficiencia en los mercados de capitales y los hechos reales que acontecen en los mismos, parecen indicar que no se puede sustentar la eficiencia como un valor absoluto. En realidad, no debiera importar tanto si un mercado es eficiente o no, sino, más bien, cuál es su *grado* de eficiencia. En este sentido, la graduabilidad se medirá con respecto a la capacidad que tenga el mercado para incorporar a los precios aquellas informaciones que se produzcan en su entorno y que sean susceptibles de modificarlos.

De igual forma, y a través de la disociación del concepto de eficiencia, podrán contrastarse diferentes hipótesis sobre como *descuenta* el mercado distintos subconjuntos de información y, por tanto, analizar cuál es la utilidad que tienen para los inversores en su proceso de toma de decisiones. Este criterio, utilizado para establecer los distintos grados de eficiencia que puede alcanzar un mercado, se complementará con el análisis de la rapidez en el ajuste de los precios ante nuevas informaciones.

**GRÁFICO 2.1**  
**NIVELES DE EFICIENCIA EN EL MERCADO**



Aunque fue Roberts el primer autor que sugirió una posible clasificación para la eficiencia informacional de los mercados, el trabajo de Fama (1970) resultó crucial para el desarrollo de un gran número de estudios que se han ido realizando con posterioridad<sup>46</sup>. Según esta división, que podemos considerar como «clásica», el grado de eficiencia de los mercados financieros, por lo que se refiere a la incorporación a los precios de la información relevante, puede

<sup>46</sup> Durante los últimos veinticinco años, la relación de trabajos teóricos y empíricos sobre esta materia, es innumerable. Dos décadas después de su famoso artículo, Fama (1991) decidió realizar una revisión de la literatura más relevante que durante ese tiempo se había publicado. Desde la perspectiva que concede el transcurso del tiempo, Fama (1991, págs. 1576-1577) optó por modificar la clasificación de eficiencia adoptada en su artículo de 1970. La razón para este cambio radica en la necesaria adecuación entre los niveles teóricos de eficiencia y los principales contrastes utilizados por los investigadores, que reiteradamente han sido empleados para determinar en qué medida los precios incorporan las informaciones que les puedan afectar. En esta nueva agrupación, también se distingue entre tres grandes grupos de contrastes para comprobar la eficiencia de los mercados: i) tests para verificar la predicción de los rendimientos futuros, ii) event studies, y iii) tests

escindirse en tres niveles cuya capacidad para reflejar el comportamiento eficiente del mercado se incrementa en función de los supuestos que se hagan respecto a como se incorpore la información a los precios, de tal forma que si se alcanza el mayor grado de eficiencia se deduce que se cumplen los anteriores (véase gráfico 2.1):

a) *Nivel o forma débil.* En este caso los precios corrientes reflejan totalmente la información derivada de la secuencia histórica de precios o rendimientos. Como indican Lorie y Hamilton (1973, pág. 71), esto resulta equivalente a suponer que un inversor no puede acrecentar su habilidad para seleccionar activos, mediante el conocimiento histórico de la serie de sucesivos precios y su posterior análisis, sea cual sea la técnica utilizada.

En consecuencia, la aceptación de la eficiencia en sentido débil de un mercado, invalidará la utilización del análisis técnico para la gestión de una cartera de activos financieros. Ahora bien, esto no implica que mediante este análisis no se puedan obtener resultados superiores a los de la media del mercado, sino que tales plusvalías, basadas en la información presente en las series históricas, no se podrán mantener consistentemente. Si además tenemos en cuenta el nivel de riesgo que incorpora cada título, un inversor no podrá utilizar información pasada para, permanentemente, obtener una rentabilidad en su cartera superior a la que es adecuada al nivel de riesgo de tal cartera (Dyckman, Downes y Magee, 1975, pág. 16).

---

para confirmar la existencia de información privada. En el cuadro 2.2, citaremos algunos de los trabajos más destacados que se pueden ajustar a esta clasificación.

Como se puede observar por lo dicho, la contrastación de la eficiencia en su forma débil puede equipararse a las pruebas de independencia que se realizaron al amparo del modelo de recorrido aleatorio. Sin embargo, conviene recordar que este último modelo presuponia la independencia lineal de la secuencia histórica de precios, mientras que este supuesto no es necesario que se cumpla estrictamente en la forma débil de eficiencia. De hecho, como veremos posteriormente, existen muchos trabajos empíricos que detectan algún tipo de dependencia en los precios, si bien ésta no puede aprovecharse para obtener mejores resultados que los de la media del mercado.

b) *Nivel o forma semi-fuerte.* Según esta hipótesis, los precios reflejan totalmente la información públicamente disponible. En este caso, no solo el análisis técnico sino también el fundamental, resultarían inútiles. Si los precios reflejan toda la información pública, únicamente aquellos análisis basados en información interna (recuérdese que la definimos como aquella información que de ser conocida por el mercado, provocaría movimientos en los precios) pueden generar resultados perdurables por encima de los obtenidos por el mercado.

A este nivel, el análisis fundamental mantendría su utilidad en el supuesto de que dispusiese de información interna que le permitiera determinar los nuevos precios de equilibrio derivados de tal información, siempre y cuando la utilizase antes de que el mercado llegara a conocerla. En ese caso, se decidiría la entrada o salida del mercado según que los precios corrientes fuesen superiores o inferiores a los de equilibrio.

c) *Nivel o forma fuerte.* Este grado se alcanzaría si los precios reflejasen completamente toda la información, fuese ésta pública o no. Para que esta afirmación se cumpliera, sería necesario que todos los hechos que pudiesen afectar a los precios de mercado fueran predecibles, ya que de no ser así difícilmente podrían descontar la información relevante para su formación, si

ésta no ha sido previamente publicada. En este contexto, los precios de mercado serían en todo momento una estimación insesgada, no del precio de equilibrio derivado de la información pública, sino del originado por cualquier hecho en sentido absoluto.

La inconsistencia del planteamiento de la forma fuerte de eficiencia, ocasionó las principales críticas a la clasificación enunciada por Fama. Sin embargo, el propio autor (1970, pág. 388) reconoció las limitaciones de la misma, aunque justificó la necesidad de acometerla con el fin de determinar cuál era el nivel de información al que la hipótesis dejaba de ser cierta.

### **2.3.3.1 VERIFICACIÓN DEL CUMPLIMIENTO DE LAS HIPÓTESIS.**

La contrastación empírica de los tres grados de eficiencia del mercado, ocupó (y ocupa) a una buena parte de los economistas financieros, ya no sólo de Estados Unidos, sino también del resto del mundo. Hasta finales de los setenta la evidencia empírica parecía confirmar el comportamiento eficiente del mercado, en sus versiones débil y semi-fuerte, existiendo ciertas dudas sobre la veracidad del nivel fuerte.

Para la comprobación de la hipótesis débil de eficiencia se utilizaron a título individual o de forma complementaria, entre otros, contrastes de autocorrelación (Solnik, 1973), pruebas de direcciones o signos (Leabo y Rogalski, 1975), análisis espectral (Sharma y Kennedy, 1977), o reglas basadas en el análisis técnico (Jensen y Benington, 1970; Rogalski, 1978). No obstante, algunos de estos contrastes fueron criticados por considerar que el volumen de datos manejado era insuficiente, o que se habían subestimado los fundamentos estadísticos que los sustentaban (Cheng y Deets, 1976). A pesar de estas críticas, se admitió, con ciertas reservas, que los precios pasados de los títulos no incorporaban información adicional para la formación de los futuros.

**CUADRO 2.2: PRINCIPALES ESTUDIOS QUE HAN CONTRASTADO LOS DISTINTOS NIVELES DE EFICIENCIA.**

CLASES DE CONTRASTE	AUTOR/ES	GRADO DE EFICIENCIA
- Pruebas de autocorrelación	Solnik (1973)	<b>NIVEL DÉBIL</b>
- Pruebas de direcciones y signos	Leabo y Rogalski (1975)	
- Análisis espectral	Sharma y Kennedy (1977)	
- Reglas basadas en análisis técnico	Jensen y Benington (1970) Rogalski (1978)	
- Desdoblamiento de acciones	Fama et al. (1969)	<b>NIVEL SEMI-FUERTE</b>
- Cambios en procedimientos contables	Archibald (1972) Ball (1972) Collins y Dent (1979)	
- Efecto de los comentarios en prensa	Foster (1979) Liu et al. (1990)	
- Influencia de los tipos de interés	Kraft y Kraft (1977)	
- Anuncios de fusiones	Mandelker (1974)	
- Fallecimiento de directivos	Etebari et al. (1987)	
- Asimetrías en la posesión de información	Scholes (1972) Jaffe (1974) Seyhun (1986)	<b>NIVEL FUERTE</b>
- Capacidad analítica de los gestores de fondos de inversión	Jensen (1969) Henriksson (1984) Ippolito (1989)	

La verificación de la hipótesis intermedia de eficiencia, por su parte, implica contrastar que los precios de mercado reaccionan de forma instantánea e insesgada, ante la publicación de cualquier información relevante para los mismos. Así pues, los contrastes que se realizaron en este nivel se encargaron de confirmar cuál sería la influencia que la aparición de determinados tipos de información, tendría sobre el comportamiento de los precios. De igual forma, la

verificación de este nivel de eficiencia, también aportará evidencia adicional acerca del grado de rapidez con que los precios se ajustan a la nueva información.

El principal problema al que se enfrenta la verificación de la hipótesis intermedia, consiste en establecer qué información debe de afectar a los precios de los títulos. Así, podría rechazarse la eficiencia del mercado debido a la no reacción de los precios ante una nueva información y, en realidad, no producirse esta por la irrelevancia que los hechos hayan tenido para la formación de los precios en el mercado. Como indica Gonedes (1972, pág. 19), si alguien dispone de información interna y trata de venderla o publicarla, si el mercado no la adquiere ni reacciona a su publicación, los poseedores de la misma podrían concluir que el mercado es ineficiente. Sin embargo, hay una conclusión alternativa, la supuesta información interna, puede no haberlo sido.

Con el fin de solventar estos inconvenientes se utilizan modelos de equilibrio para el mercado, los cuáles establecen las condiciones en las que se intercambian activos financieros<sup>47</sup>. En general, se utilizan modelos de equilibrio establecidos en términos de rendimientos esperados, a los que se les añaden otros componentes (básicamente, el riesgo). Durante la década de los setenta fue desarrollándose el C.A.P.M. y se admitió, en principio, que el conocimiento de esas dos variables (rendimiento esperado y riesgo) eran suficientes para establecer comparaciones entre distintos títulos. Esta circunstancia provocó que al realizar los contrastes sobre el nivel semi-fuerte de eficiencia, la mayor parte de los investigadores adoptasen este modelo de valoración como el de equilibrio.

---

<sup>47</sup> Una revisión de los principales modelos de equilibrio en los mercados de capitales, puede verse en Pérez (1983).

Cabe reseñar, que la realización de estudios sobre el mecanismo de incorporación a los precios de determinadas informaciones, no son patrimonio exclusivo de la década de los setenta. Este tipo de trabajos siguió realizándose durante los ochenta, y aún continúa en la actualidad. Realizar una revisión completa de todos los estudios que investigan qué subconjuntos de información descuenta el mercado, excede los objetivos de este capítulo. Además, en el siguiente capítulo tendremos ocasión de analizar en profundidad las principales aportaciones realizadas, al amparo de la hipótesis intermedia, por parte de los investigadores en temas contables.

No obstante, y como muestra de la variedad de informaciones sobre las que se ha trabajado, consideramos que entre las más relevantes destacan, los trabajos pioneros sobre anuncio de beneficios de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968), que dieron lugar a un profusa literatura, el innovador estudio sobre desdoblamiento de acciones de Fama et al (1969), el análisis del efecto de las modificaciones en los procedimientos contables (Archibald, 1972; Ball, 1972; Collins y Dent, 1979), las consecuencias de los comentarios en prensa de analistas prestigiosos (Foster, 1979; Liu et al., 1990), la influencia de los tipos de interés y la oferta monetaria (Kraft y Kraft, 1977), el efecto de los anuncios de fusiones y absorciones (Mandelker, 1974), o el curioso estudio realizado por Etebari et al. (1987) sobre la reacción del precio de mercado ante los anuncios de fallecimiento o enfermedad grave, de los presidentes y principales ejecutivos de las empresas cotizadas.

Por último, la forma fuerte de eficiencia se correspondería con un mercado en el que los precios, en todo momento, reflejarán completa y correctamente toda la información existente, tanto la disponible públicamente como la que no lo fuera. En este caso, ningún inversor podría obtener, consistentemente, unos resultados superiores a los de la media del mercado, utilizando información interna. El carácter casi ficticio de esta afirmación, provoca que la contrastación de estas condiciones sea muy compleja.



Los criterios que, fundamentalmente, se han utilizado para confirmar la validez de esta hipótesis son dos:

- La posibilidad de que de los directivos de las empresas utilicen monopolísticamente información interna (en este caso sería privilegiada), con el fin beneficiarse con la compra-venta de las acciones de sus empresas. Algunos trabajos muestran como el mercado considera como una noticia negativa el que los directivos o personas próximas a las empresas, vendan grandes paquetes accionariales. Los trabajos de Scholes (1972), Jaffe (1974) y Seyhun (1986), pueden considerarse como una muestra representativa de la existencia de ciertas informaciones confidenciales que el mercado no incorpora en los precios.

- La comparación de los resultados obtenidos por aquéllos, que presumiblemente disponen de los mejores medios para acumular, procesar y analizar grandes volúmenes de información (con mayor posibilidad de acceder, en algunos casos, a informaciones internas), con los correspondientes a la media del mercado. En este sentido, se establecieron comparaciones entre las rentabilidades obtenidas por los denominados «inversores institucionales» (básicamente, fondos de inversión y de pensiones) y las de la cartera de mercado. De esta forma, indirectamente se enjuiciaba cuál era la labor de los gestores de fondos ya que se podría prescindir de sus servicios, en el supuesto de que las diferencias entre rentabilidades no fuesen significativas. La evidencia empírica tampoco parece aportar, en este caso, pruebas concluyentes sobre la utilidad o no de gestionar profesionalmente una cartera de títulos (Jensen, 1969; Henriksson, 1984; Ippolito, 1989), si bien parece aconsejable esta forma de inversión por la reducción de costes que representa para el inversor.

Como se puede observar por lo dicho hasta aquí, a partir de un entramado teórico, no muy desarrollado, se realizaron innumerables estudios empíricos con el fin de contrastar el comportamiento eficiente del mercado. A

finales de los setenta los investigadores, ya no solo economistas financieros sino también de otras disciplinas (macroeconomía, economía de la información, contabilidad), decidieron estudiar en profundidad los razonamientos teóricos en los que se sustentaba la teoría del mercado eficiente. Esta reflexión incrementó el interés por esta materia y favoreció el desarrollo de nuevas investigaciones durante los años venideros. En lo que resta del epígrafe, vamos a analizar cuáles son los principales planteamientos que alteraron la concepción de un mercado eficiente informacionalmente y cual es la evidencia empírica acumulada desde principios de los ochenta hasta la actualidad.

### **2.3.4 EXTENSIONES DE LA TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE.**

La definición de un mercado eficiente como aquél en el que los precios de las acciones reflejan toda la información disponible, suscitó una serie de cuestiones a las que se debía dar alguna respuesta (al margen de la contrastación empírica). De acuerdo con la noción de eficiencia informacional en los mercados, ¿qué incentivos existen para que los agentes obtengan información?. Si no existen incentivos para obtener información, ¿cómo se incorpora ésta a los precios?. ¿No habría que tener en cuenta las preferencias, oportunidades e información particular de la que disponen los agentes individuales para la formación de los precios?. ¿Es posible alcanzar el equilibrio de mercado si los inversores no se comportan como precio-aceptantes?.

La gran mayoría de los modelos teóricos que se han ido construyendo para dar respuesta a estas y otras cuestiones, provienen de autores no ligados directamente con la corriente empirista de la teoría de la eficiencia. En realidad, su procedencia cabría situarla en el ámbito de la teoría económica, si bien con el transcurrir del tiempo, se han ido incorporando distintas especialidades de la misma (por ejemplo, expectativas racionales, economía de la información,

macroeconomía dinámica o teoría de juegos). Este hecho no debería sorprendernos si tenemos en cuenta que las condiciones que deben cumplirse en los mercados financieros para que admitamos su eficiencia, no distan en absoluto de las que caracterizan a un mercado de competencia perfecta, definido como tal por la teoría económica.

En el plano teórico una de las primeras aportaciones a la delimitación del concepto de eficiencia informacional, surgió de la *teoría de las expectativas racionales*<sup>48</sup>. La introducción, en el estudio de los mercados financieros, del concepto de *equilibrio con expectativas racionales* se debe, fundamentalmente, a los trabajos de Grossman (1976 y 1978). En este contexto, los agentes individuales tienen en cuenta que tanto ellos como los restantes agentes poseen información y que el precio de mercado del activo con riesgo refleja esta información. En este equilibrio ningún agente individual tendrá un incentivo para cambiar su posición en el último instante. Además, el precio de mercado de equilibrio resumirá toda la información disponible en la economía, lo que implicará que la función de precios se considere un estadístico suficiente de toda la información existente en el mercado.

La obtención de este equilibrio, como indicaría el propio Grossman, es de alguna forma poco realista. Si el sistema de precios transmitiese toda la información a los agentes, habría pocos incentivos para su obtención. Así, supongamos que existiesen dos tipos de inversores, «informados» y «no informados», y que existen costes asociados a la obtención de información. Si

---

<sup>48</sup> Originariamente propuesta por Muth (1961), la idea fundamental de esta teoría consiste en suponer que los agentes económicos forman sus expectativas, acerca de las variables económicas, utilizando el verdadero modelo que realmente las determina. De esta forma se asegura que el desarrollo del modelo sea consistente con las creencias de los individuos acerca del comportamiento del sistema económico. En definitiva, se asegura que las expectativas, desde el momento que constituyen predicciones informadas sobre acontecimientos futuros, son esencialmente iguales a las predicciones de la teoría económica relevante. Una síntesis completa sobre esta teoría y sus aplicaciones a distintos campos de la economía, puede verse en Sheffrin (1985).

los precios de mercado revelan toda la información a los no informados, éstos perciben todos los beneficios de dicha información sin incurrir en ningún coste para conseguirla. Sin embargo, los inversores informados no se mostrarán conformes con esta situación, ya que dejarían de adquirir información al no existir incentivos adicionales para ello. Pero entonces, si nadie obtiene la información, surgirá un incentivo para que alguien lo haga. Por esta razón se dice que no se puede alcanzar el equilibrio en este modelo, a no ser que la adquisición de la información sea no costosa.

Para resolver esta «paradoja», Grossman y Stiglitz (1980) desarrollaron un modelo en el que los individuos son idénticos y tienen la opción de adquirir información sobre el rendimiento de un activo financiero con riesgo. En este caso, los inversores no informados no pueden obtener información observando simplemente el precio de mercado, ya que se incluye en el modelo una fuente de incertidumbre adicional: la oferta estocástica de los activos financieros con riesgo. La introducción de este «ruido» supone que los precios ya no se determinarán exclusivamente en función de la información privada, sino que también dependerán de la realización de la oferta del activo. Los inversores que no paguen por la información sólo observan el precio de equilibrio, pero dicho precio ya no es un estimador suficiente de toda la información privada, por lo que las expectativas de los inversores informados no serán las mismas que las de los desinformados.

Con la aplicación de este modelo, Grossman y Stiglitz (1980, pág. 404) pretendieron «redefinir la noción de mercados eficientes, no destruirla». Ahora bien, esta redefinición pasa por permitir cierto grado de ineficiencia, en el sentido de que los precios no reflejen toda la información. De esta forma, la utilidad esperada será mayor para los individuos informados que para los que no lo estén, si bien en el equilibrio el incremento en la utilidad esperada compensará exactamente los costes, de modo que al inversor marginal le será indiferente pagar por la información o permanecer desinformado. Por lo tanto, la



búsqueda de información útil sería un incentivo para los inversores a fin de obtener alguna ventaja frente al resto, lo que redundará en un mercado más eficiente.

Los modelos anteriores adolecían aún del defecto de no explicitar cual era el proceso de formación de los precios. En la década de los ochenta se desarrolló el estudio de la *microestructura* de los mercados financieros, así como de las relaciones estratégicas entre los inversores y los especialistas o creadores de mercado que seleccionan los precios de los activos financieros<sup>49</sup>. Asimismo, también se modificó el supuesto del comportamiento precio-aceptante por parte de los inversores (Kyle, 1989), lo que origina que al tener en cuenta su influencia sobre los precios, y para atenuar la cantidad de información revelada a los otros agentes, los inversores reducen la intensidad de la reacción frente a su información privada con lo que las demandas están acotadas. Esa revelación de información haría subir o bajar los precios cuando los inversores reciban buenas o malas noticias, eliminándose así parte de los beneficios que obtendrían si los precios no reaccionasen ante las acciones individuales. En este contexto, un incremento en el número de analistas que dispusiesen de alguna ventaja informativa, favorecería la profundidad del mercado ya que intensificaría la competitividad entre los agentes informados (Brennan y Subrahmanyam, 1995, pág. 381).

Aunque no es nuestro principal objetivo estudiar la relación de modelos económicos que se han ido incorporando al análisis de los mercados financieros, queremos dejar constancia de la «vivacidad» y relevancia que sigue ostentando el estudio del comportamiento de todos los agentes que, de una u otra forma, intervienen en el funcionamiento de los mercados de capitales. El grado de complejidad de los modelos es cada vez mayor. La presencia de

---

<sup>49</sup> Para un análisis en profundidad de las principales aportaciones realizadas en este ámbito, puede consultarse el trabajo de Caballé (1991) y, en especial, el de O'hara (1995).

elementos matemáticos y estadísticos dificulta la interpretación de la realidad económica subyacente en los mismos. Además, también debe tenerse en cuenta que muchos de estos modelos son aplicables únicamente en aquellos mercados donde se utilizan sistemas de contratación similares a los norteamericanos, si bien parte de sus razonamientos teóricos pueden tener alguna relevancia para la comprensión de determinados hechos económicos<sup>50</sup>.

Conscientes de que los modelos a los que nos hemos referido sólo son una pequeña muestra de la variedad existente en la literatura económica, quisiéramos referirnos, por su potencialidad futura, a un nuevo mecanismo diseñado para explicar el comportamiento de los mercados financieros: *la teoría del caos*. Adoptada de la física y las matemáticas, esta teoría pretende encontrar orden y lógica en sistemas dinámicos complejos donde, aparentemente, sólo se observa un comportamiento caótico. Su aplicación a los mercados de capitales, supone apartarse de la concepción tradicional de que los inversores se comportan de forma racional y ordenada, para considerar que en la práctica diaria los mercados no son ordenados y simples, sino complejos y desordenados. Si antes indicamos que el aparato matemático-estadístico de los modelos relacionados con la teoría del mercado eficiente era cada vez más complejo, en el caso de la teoría del caos la dificultad se vuelve extrema, al tratarse de sistemas dinámicos en constante evolución que utilizan modelos con ecuaciones no lineales<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> Como muestra de esta afirmación podrían citarse los modelos de «*bid-ask*» de Glosten y Milgrom (1985) o el de O'hara y Oldfield (1986). Estos modelos pretenden explicar cuáles son los determinantes de la diferencia entre los precios de compra (*bid*) y los de venta (*ask*) anunciados por los creadores de mercado y a los que éstos se comprometen a efectuar sus transacciones. En este sentido, parece probable que una de las causas por las que se producen las diferencias entre ambos precios, tenga su origen en la existencia de información asimétrica entre el creador de mercado y los inversores. Para un estudio del efecto en los mercados financieros de la asimetría informativa, puede consultarse la obra recopilatoria de Hubbard (1990).

<sup>51</sup> Para un conocimiento más completo acerca de esta corriente investigadora, véase Medio (1992).

En cualquier caso, y sea cual sea la orientación que se establezca para analizar los mercados financieros, una cosa parece clara, el interés por su estudio no sólo no ha decaído desde la adopción del paradigma de la eficiencia del mercado, sino que más bien se ha visto incrementado por las diferentes orientaciones y posibilidades que ofrece a los investigadores. En definitiva, los mercados financieros, y en concreto los de capitales, se pueden considerar como un campo de investigación económica abierto a un sinfín de posibilidades.

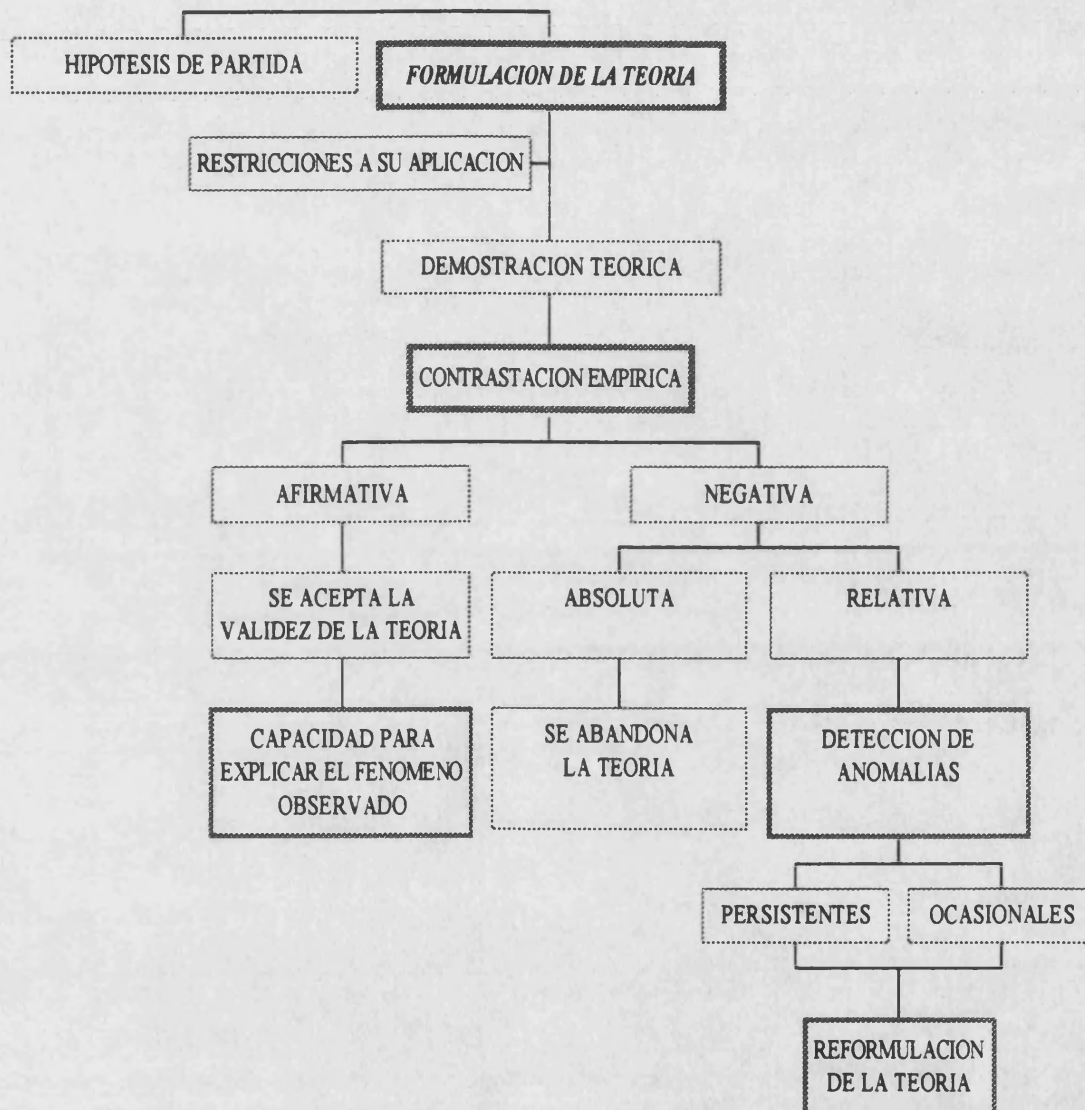
## 2.4 ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES ANOMALÍAS DEL MERCADO.

Como ya indicamos con anterioridad, la teoría del mercado eficiente se convirtió, durante la década de los setenta, en uno de los principales paradigmas de investigación económica de este siglo. Todo parecía indicar que el mercado de capitales podía convertirse en un «santuario» para aquellos economistas que desearan comprobar la veracidad de sus modelos sobre competencia perfecta. Ahora bien, dado que los mercados «perfectos» no existen más que en la mente de los estudiosos, que se sirven de ellos para verificar sus teorías, era de esperar que se detectaran comportamientos que violasen las hipótesis de partida del modelo. A estas alteraciones se las denomina «anomalías»<sup>52</sup>. En general, su hallazgo permite avanzar en el conocimiento de los problemas objeto de estudio, pero sobre todo, favorece la aparición de un gran número de partidarios que se encargan de confirmarlas o refutarlas. En palabras de Miller (1994, pág. 360): *«una vez que se ha detectado una anomalía, los investigadores de la profesión se agitan como tiburones hambrientos»*.

---

<sup>52</sup> Según Kuhn (1970, pág. 53), una anomalía es una evidencia sistemática que aparece científicamente precisa, pero que es inconsistente con la teoría básica.

CUADRO 2.3: PROCESO DE VALIDACIÓN DE UNA TEORÍA CIENTÍFICA





En el proceso de verificación de una teoría científica, tal y como se muestra en el cuadro 2.3), una vez observado el fenómeno y asumidas las hipótesis de partida, se procede a la formulación de la teoría que dé soporte al modelo que se vaya a plantear. Por propia construcción, el modelo teórico tendrá una serie de restricciones en cuanto a su aplicabilidad que no deberían de influir en la demostración del mismo. Una vez planteada la teoría, la utilización del método científico requiere que se contraste empíricamente cual es su grado de validez y en que medida es capaz de explicar la realidad que pretende describir. En el supuesto de que la evidencia empírica detectase algún incumplimiento en cuanto a las hipótesis de partida o a las consecuencias que se extraen de dicho modelo, debería de analizarse cuál es la gravedad de las mismas y qué efectos tendrán sobre la capacidad explicativa del modelo. De resultar un error irreversible en el planteamiento del modelo, lo lógico sería abandonar la investigación en torno al mismo y plantearse la formulación de uno nuevo. Por el contrario, si a pesar de las inconsistencias detectadas la teoría no pierde del todo su poder explicativo entonces debería procederse a la reformulación de los supuestos de partida con el fin de adecuarlos a la realidad observada.

En consecuencia, una vez identificada la anomalía de un modelo, la principal cuestión a dilucidar consistirá en comprobar si su presencia invalida de forma irreversible la teoría subyacente, o si por el contrario, es admisible su coexistencia sin menoscabo de los efectos que se deriven de su persistencia. En el caso de la eficiencia del mercado, la gravedad o no de la anomalía se calibrará en función de las posibilidades que presente para ser «explotada», de forma consistente, por parte de los inversores. Por esta razón en los estudios empíricos realizados para contrastar la presencia de anomalías en el comportamiento del mercado, deben tenerse en cuenta ciertas variables (como los costes de transacción) que de alguna forma reducen las ventajas aparentes que proporcionan a los inversores el conocimiento de las mismas.

El objetivo de este apartado consiste en analizar cuáles son las principales anomalías que se han detectado en los mercados de capitales y que de alguna manera cuestionan la validez de la teoría de eficiencia. A este respecto, conviene resaltar que la mayor parte de los estudios empíricos se han centrado en el mercado norteamericano, si bien para el caso español también se ha encontrado evidencia de la existencia de estas alteraciones, aunque su estudio, junto con el del cumplimiento del modelo de valoración de acciones, lo dejamos para un epígrafe posterior.

**CUADRO 2.4: PRINCIPALES ANOMALIAS DETECTADAS EN EL MODELO DE EFICIENCIA.**

ANOMALÍA DETECTADA	AUTOR/ES
<p>- PREDICTIBILIDAD DE LOS RENDIMIENTOS ESPERADOS MEDIANTE LO RENDIMIENTOS PASADOS</p>	<p>Shiller (1984) Summers (1986) Lo y Mackinlay (1988) Conrad y Kaul (1988) Fama y French (1988) Poterba y Summers (1988)</p>
<p>- ESTACIONALIDAD DE LOS RENDIMIENTOS</p>	<p>Reinganum (1983) Keim (1983) Ariel (1987) French (1980) Harris (1986)</p>
<p>- EXCESO DE VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS</p>	<p>Shiller (1981a, 1981b) Leroy y Porter (1981) Kleidon (1986) Pesaran (1991) Bollerslev et al. (1992)</p>

Queremos señalar que no es nuestra intención realizar un estudio detallado de todas y cada una de las anomalías que se han descubierto en los mercados (para el mismo puede consultarse el trabajo de Fama, 1991), sino sólo de aquellas que consideramos más relevantes por la recurrencia con la que aparecen y el esfuerzo investigador realizado por detectarlas. En general, la mayor parte de las anomalías descubiertas las podemos resumir en cuatro grandes grupos, a saber, i) predictibilidad de los rendimientos esperados mediante los rendimientos pasados, ii) estacionalidad de los rendimientos, iii) exceso de volatilidad en los mercados, y iv) el poder explicativo de otras variables al margen del riesgo. Dejaremos el estudio de las tres primeras para este epígrafe, mientras que la cuarta la analizaremos en el siguiente junto con el modelo de valoración de activos (C.A.P.M.). La razón para esta segregación radica en la relación existente entre dicho modelo y el cuarto grupo de anomalías, por lo que nos pareció oportuno establecer al unísono el análisis de ambos.

#### **2.4.1 PREDICTIBILIDAD DE LOS RENDIMIENTOS ESPERADOS MEDIANTE LOS RENDIMIENTOS PASADOS.**

Inicialmente, la mayor parte de los estudios que se preocuparon por la verificación de la versión débil del mercado eficiente, centraron su análisis en la capacidad que tenían los rendimientos pasados de los títulos para predecir su evolución futura. En este sentido, la mejor estimación de las rentabilidades esperadas era su media histórica, no existiendo posibilidad de realizar mejores estimaciones en base a datos del pasado.

La búsqueda de autocorrelaciones en los rendimientos de los títulos, llevó a los investigadores a analizar si los cambios en los precios mostraban alguna tendencia. En el trabajo de Lo y Mackinlay (1988), se obtuvo evidencia de que los rendimientos de amplias carteras de valores para períodos

semanales y mensuales mostraban una correlación serial positiva. Este hecho implica que cuando se produzcan rendimientos positivos durante un período, existirá una mayor probabilidad de que éstos se repitan a lo largo del siguiente.

Una posible explicación a esta anomalía se debería al comportamiento en las carteras de los títulos de las empresas pequeñas, ya que éstas se negocian con menor frecuencia que las de mayor tamaño. Así, la información se incorporaría con mayor celeridad en aquellos títulos dotados de mayor capitalización, ajustándose con un cierto desfase en los de menor volumen de negociación. En realidad, Fisher (1966) ya tuvo en cuenta esta interpretación al precisar cuáles eran los inconvenientes que se producían por la no simultaneidad en la contratación de los distintos valores que integran un índice bursátil<sup>53</sup>.

Con el fin de mitigar la «asincronía» en la negociación, Conrad y Kaul (1988) examinaron la autocorrelación de los rendimientos obtenidos entre miércoles y miércoles para carteras agrupadas por tamaños, que incluían valores que se habían negociado ambos días de la semana. No obstante, sus resultados confirmaron los obtenidos por Lo y Mackinlay aunque, en ambos casos, se señalaba que los rendimientos de las carteras formadas por empresas de menor tamaño, eran más predecibles que las formadas por títulos de mayor capitalización<sup>54</sup>. En cualquier caso, la presencia de las autocorrelaciones no implica necesariamente que existan ineficiencias en la formación de los precios, siempre y cuando estas no se consideren, desde el punto de vista económico, significativas.

---

<sup>53</sup> Según el «efecto Fisher», si se produce un hecho positivo que afecte a las cotizaciones bursátiles, su impacto no se dejará sentir al mismo tiempo en todos los valores sino a medida que estos se vayan negociando. Para un análisis de las consecuencias de este fenómeno, sobre los contrastes de eficiencia del mercado, puede consultarse Peña (1991).

<sup>54</sup> A este efecto, denominado «tamaño», ya se había referido con anterioridad Banz (1981). Para una visión actualizada sobre la magnitud y las consecuencias de esta anomalía, puede consultarse el trabajo de Berk (1995).

Sin abandonar esta línea de investigación, otros estudios verificaron que aunque los rendimientos de los títulos en períodos cortos pueden tener una correlación serial positiva, en períodos temporales más prolongados esa tendencia se invierte. En concreto, Shiller (1984) y Summers (1986) introdujeron modelos con componentes no racionales donde las variaciones de los precios de los activos se producen por la acción simultánea de dos componentes: i) uno *permanente*, que reflejaría el valor teórico del título y se comportaría aleatoriamente, y ii) otro *transitorio*, que recogería aquellos elementos que, sin afectar a los factores determinantes de los valores teóricos, inciden sobre la evolución diaria de las cotizaciones. La variabilidad de este último componente podría deberse a la irracionalidad presente en los mercados financieros, aunque también incluiría los errores de especificación que se hubiesen cometido al determinar el modelo de comportamiento de los precios.

Para estos autores, aunque a corto plazo exista poca autocorrelación en los rendimientos de los títulos, a largo plazo éstos tenderán a separarse de sus valores teóricos dependiendo de los acontecimientos que les afecten, si bien en algún momento dichos valores volverán a coincidir. Fama y French (1988) detectaron que los títulos cuyos rendimientos en los últimos años (entre tres y cinco) habían sido negativos, tenían mayor probabilidad de obtener mejores resultados que los de los títulos cuyos rendimientos habían sido positivos<sup>55</sup>. Este aparente alejamiento entre los valores fundamentales y los reales no debe interpretarse literalmente como una negación del comportamiento eficiente del mercado. Este distanciamiento, debido al componente transitorio, podría tener su origen en causas económicas (ciclos expansivos o recesivos de las economías o volatilidad de los tipos de interés, por ejemplo), o en la ausencia de robustez de los contrastes estadísticos para discriminar entre series estacionarias o no.

---

<sup>55</sup> También se obtuvo constancia de esta «reversión» hacia la media de los rendimientos bursátiles, en el trabajo de Poterba y Summers (1988).

## 2.4.2 ESTACIONALIDAD DE LOS RENDIMIENTOS.

La existencia de esta anomalía supone que los rendimientos bursátiles difieren en función del instante al que vayan referidos. En otras palabras, el comportamiento estacional de los mismos permite anticipar cual será su evolución futura, lo que ocasionará la pérdida de su independencia a lo largo de la serie histórica de datos. Una de las primeras y más conocidas conductas estacionales que se observaron en los mercados de capitales, fue el denominado «efecto enero»<sup>56</sup>. Según este, los rendimientos de los títulos exceden durante el mes de enero, en media, a los obtenidos a largo de los once meses restantes del año. Más concretamente, Keim (1983) identificó que esta anomalía se presentaba en mayor medida en las empresas pequeñas que en las grandes (lo que aún reforzaba más el ya mencionado «efecto tamaño»).

Una posible explicación para este efecto estaría basada en motivos fiscales. Los inversores venderán aquellos títulos de sus carteras que les vayan a ocasionar pérdidas con el fin de reducir su base imponible. Esta presión vendedora reducirá los precios durante el mes de diciembre, pero en enero, en ausencia de razones fiscales, los precios de los valores se recuperarán resultando el alto rendimiento detectado. Aunque tal vez los motivos fiscales no expliquen en su totalidad la anomalía, se puede considerar probada la existencia del efecto enero (Reinganum, 1983). Ahora bien, cabe preguntarse si este descubrimiento viola la hipótesis de eficiencia. Parece ser que los beneficios de aplicar una estrategia de inversión condicionada a este efecto, se verán sensiblemente mermados por los costes de transacción que se deben de

---

<sup>56</sup> Otros comportamientos estacionales observados en los rendimientos son, i) el «efecto semana del mes» (Ariel, 1987), según el cual los rendimientos de los títulos durante las dos primeras semanas del mes superan con creces los obtenidos durante las dos últimas, ii) el «efecto fin de semana» (French, 1980), en este caso los rendimientos alcanzados los lunes son en promedio negativos, y iii) el «efecto hora del día» (Harris, 1986), donde durante los últimos quince minutos de contratación los precios tienden a subir sistemáticamente. Para una revisión de las implicaciones que estas anomalías pueden tener para la hipótesis de eficiencia, véase Keim (1988).

soportar, por lo que cabría aceptarlo como tal, sin que ello suponga abandonar la teoría de eficiencia (Roll, 1983).

### **2.4.3 EXCESO DE VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS.**

El estudio de esta anomalía es, tal vez, la que más discusiones, replicas y contrareplicas, ha ocasionado desde la aparición de los trabajos de Shiller (1981a, 1981b) y Leroy y Porter (1981). Desde que Williams (1938, pág. 56) enunciase la relación existente entre los precios de mercado y la corriente futura de ingresos (representada por los dividendos) descontada hasta el momento presente, se ha venido admitiendo con generalidad que cualquier cambio en las expectativas sobre los flujos de caja futuros de los inversores, ocasionaría alteraciones en las cotizaciones de los títulos. A partir de este razonamiento, Shiller presupone que las predicciones basadas en las expectativas condicionadas (a un conjunto de información) de los flujos de caja, deberían tener menores varianzas (es decir, ser menos volátiles) que las de los precios actuales. Por tanto, las cotizaciones mostraban excesiva variabilidad con respecto a lo que cabría esperar según la teoría. En su opinión, se deberían tener en cuenta consideraciones de comportamiento y de psicología de multitudes para explicar el proceso de determinación de los precios en el mercado de valores<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> En Shiller (1989) se recopilan algunos de los trabajos más influyentes de este autor, a través de los cuáles defiende este y otros razonamientos que, a su parecer, justifican la elevada volatilidad de los mercados financieros.

Los resultados obtenidos por los contrastes parecían demostrar que las «cotas de varianza» fijadas se habían superado, lo que indicaba que los precios de mercado estaban sometidos a fuertes variaciones que les alejaban de sus valores fundamentales. Sin embargo, Kleidon (1986) aportó razonamientos económicos y estadísticos que invalidaban los postulados anteriores, y que venían a contradecir las precipitadas conclusiones (según él) que cuestionaban la validez del modelo de eficiencia, y que estaban basadas en la aplicación indiscriminada de estos contrastes. Para este autor, la diferencia entre el precio real de las acciones y el llamado precio de «previsión perfecta»<sup>58</sup>, dependerá de la cantidad de información disponible. Si se tiene información sobre dividendos pasados y corrientes, cualquier cambio en un momento «*t*» implicará normalmente cambios en todos los dividendos futuros y la variación del precio será igual al valor actual del cambio en los dividendos esperados.

Empíricamente, los cambios en los dividendos tienden a persistir durante un período largo y, por esto, las revisiones que se tienen que hacer en los precios, pueden ser muy grandes en relación al cambio que experimenten los dividendos corrientes. Pero como, por construcción, « $p_t^*$ » se calcula siempre utilizando todos los dividendos futuros realizados, no se producen cambios inesperados en los dividendos que impliquen cambios en « $p_t^*$ », como si que ocurrirá en los precios de mercado (de ahí el aparente exceso de volatilidad).

---

<sup>58</sup> Según Shiller (1981b, pág. 292) estará determinado por la corriente de dividendos futuros realizados. Analíticamente:

$$p_t^* \equiv \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{d_{t+\tau}}{(1+r)^\tau} \quad [2.8]$$

donde *r* es la tasa constante de descuento asumida y  $d_t$  son los dividendos en el momento *t*.



La supuesta primacía que en un principio se les dió a los tests de cotas de varianza, frente a otros contrastes de volatilidad que utilizasen procedimientos regresivos, no se ha visto confirmada por investigaciones posteriores. En este sentido, Pesaran (1991) analiza en profundidad las ventajas e inconvenientes de los modelos de valoración de activos en los que se basan los tests de volatilidad. En cualquier caso, y aunque parece ser que la hipótesis de eficiencia no ha sido violada de acuerdo con la aplicación de este tipo de contrastes, la investigación en este campo no cesa y continua generando una profusa literatura que cada vez es más difícil de sintetizar<sup>59</sup>.

No obstante, y con independencia de estos contrastes, se han desarrollado una serie de modelos econométricos que permiten modelizar la volatilidad de los mercados financieros. En el enfoque tradicional de Maldenbrot (1963) se suponía que a grandes cambios de precios en los mercados financieros, les seguían otros cambios de igual magnitud pero de cualquier signo, y lo mismo ocurría para cambios pequeños. Este efecto demostraba la existencia de una tendencia a la agrupación de la volatilidad de los mercados y, por tanto, de su variabilidad en el tiempo (heterocedasticidad). Con el tiempo se han ido utilizando otros modelos (véase una excelente recopilación en Bollerslev et al., 1992) que permiten incorporar, en el proceso de estimación, el peso relativo de cada observación y una volatilidad de partida, a partir de los datos disponibles<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> Como muestra de esta afirmación, véase Cochrane (1991).

<sup>60</sup> En Peña (1993) se analizan los principales modelos que se ocupan de la modelización del riesgo de los activos financieros.

## 2.5 EL MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS (C.A.P.M.).

Hasta ahora hemos definido a los mercados de capitales como centros financieros donde existe una elevada competencia entre los inversores. Esta circunstancia provocará que los precios de los títulos incorporen rápidamente cualquier información que les pueda afectar. En este contexto, era necesario disponer de algún modelo que permitiese reflejar qué factores podían determinar los rendimientos que obtuviesen las empresas.

A partir del trabajo de Markowitz (1952) sobre la determinación racional de la demanda de activos con riesgo de un inversor, más conocido como «modelo de selección de cartera», se introdujo la idea de que la optimización de una cartera de valores se caracteriza por una transacción entre el rendimiento esperado de un título y la contribución de dicho título al riesgo de la cartera. Para el inversor sería deseable emplear una política de diversificación que, además, tenga en cuenta apropiadamente el signo e intensidad de los niveles de correlación entre los rendimientos de los distintos activos.

Con esta caracterización «rendimiento-riesgo» para la demanda de activos de una cartera, Sharpe (1964) extendió el análisis de Markowitz a un modelo de equilibrio del mercado de capitales conocido bajo las siglas C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model). Cabe reseñar que, tal y como se indica en la práctica totalidad de estudios que analizan el modelo básico de valoración de activos, junto a las aportaciones de Sharpe, son dignas de mención las que hicieron Lintner (1965) y Mossin (1966), entre otros. Por lo que a nosotros respecta, no pretendemos desarrollar en su totalidad el modelo original ni sus extensiones posteriores, sino únicamente los conceptos básicos y las implicaciones que para la teoría de la eficiencia tiene su contrastación<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> Para un análisis en profundidad del C.A.P.M., véase Elton y Gruber (1995, págs. 294-367).

Los supuestos fundamentales en los que se basa el C.A.P.M. son los siguientes:

a) Los inversores, aversos al riesgo, eligen la composición de sus carteras de valores basándose, solamente, en las medias y las varianzas de los rendimientos obtenidos durante un período.

b) Las cantidades demandadas y ofrecidas de préstamos al tipo de interés libre de riesgo « $r$ », son ilimitadas y no hay restricciones con respecto a las ventas a corto plazo.

c) Las expectativas de los inversores son homogéneas.

d) Los mercados están libres de fricciones, son competitivos, y todos los activos son perfectamente divisibles.

De cumplirse estas hipótesis es posible demostrar que los rendimientos esperados de los activos son consistentes con la relación:

$$E(R_j) = r + [E(R_M) - r]\beta_j \quad [2.9]$$

donde:

$E(R_j)$  = Rendimiento esperado del activo  $j$ -ésimo.

$r$  = Tipo de interés libre de riesgo.

$E(R_M)$  = Rendimiento esperado de un cartera de valores que incluye *todos* los activos, ponderada por sus valores de mercado.

$$\beta_j = \frac{\sigma_{R_j, R_M}}{\sigma_{R_M}^2}$$

En consecuencia, el C.A.P.M es un modelo de valoración de activos donde los inversores tienen preferencias «biparamétricas» (media-varianza), al igual que los inversores en el sentido de Markowitz. A partir de este modelo, los rendimientos esperados por aquellos se determinarán en función del riesgo que estén dispuestos a asumir. Así, los inversores que deseen obtener mayores ingresos a cambio deberán de soportar niveles crecientes de riesgo, y viceversa. Al formar su cartera de valores, procurarán que el rendimiento medio esperado de la misma sea el mayor posible, para un nivel de riesgo deseado, o bien que el riesgo soportado sea mínimo, partiendo de un rendimiento prefijado. A aquellas carteras que cumplan estas condiciones se las denomina «eficientes», ya que a través de la diversificación obtienen la mejor combinación rendimiento-riesgo de acuerdo con las preferencias de los inversores.

En este modelo de valoración resulta de suma importancia la definición de lo que se entiende por «riesgo». Podríamos definirlo como la posibilidad de que los rendimientos reales obtenidos sean distintos de los esperados. Formalmente, el riesgo total que afecta a un título puede descomponerse en dos vertientes, i) el riesgo propio o específico, atribuible a cada título y que puede eliminarse a través de la diversificación, y ii) el riesgo no específico o sistemático, que está referido al movimiento del mercado de valores en su conjunto y que, por tanto, es inevitable. Dado que los inversores pueden eliminar el riesgo relativo a la empresa mediante una adecuada diversificación de sus carteras, no se les compensará por asumir riesgo no sistemático o específico. Por contra, si los inversores que aplican una correcta diversificación sólo están expuestos al riesgo sistemático, entonces la evolución de los rendimientos esperados que predice la expresión [2.9], estará condicionada únicamente por este último (o sea, por  $\beta_j$ ).

En definitiva, no hay razón para pensar que los inversores sean compensados con una *prima de riesgo* por asumir un riesgo no sistemático<sup>62</sup>, ya que en un mercado de capitales eficiente las fluctuaciones de los rendimientos de los valores que no están correlacionados con el mercado, pueden ser diversificados por medio del mantenimiento de un número suficiente de activos. Por este motivo, al término « $\beta_j$ » se le atribuye la capacidad de cuantificar la relación existente entre el rendimiento y el riesgo de los títulos. Aquellos valores que ostenten elevadas « $\beta_j$ » les corresponderá asumir un mayor riesgo, ya que sus rendimientos estarán muy correlacionados con los del mercado, y este no puede eliminarse a través de la diversificación.

De los anteriores supuestos se pueden extraer dos conclusiones. La primera será que la cartera óptima estará constituida por una combinación lineal del activo sin riesgo y de la cartera de mercado, única cartera eficiente formada sólo por activos con riesgo. Esto significa que la política óptima de diversificación de una cartera de activos con riesgo, es común para todos los inversores con independencia de sus preferencias, por lo que vendrá determinada por la diversificación de la cartera de mercado (que incluirá todos los activos financieros con riesgo de la economía).

---

<sup>62</sup> La prima por riesgo será el exceso de rendimiento, sobre la tasa de interés libre de riesgo, que el inversor exigirá a cambio de unidades adicionales de riesgo. Analíticamente:

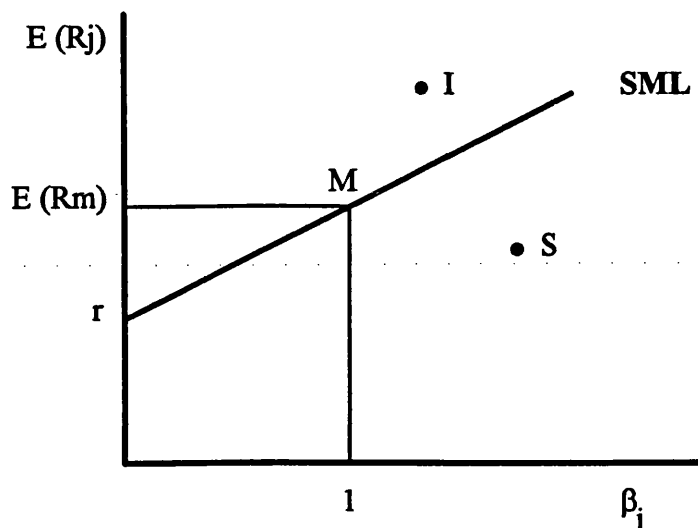
$$\text{Prima por riesgo} = r + \beta_j(R_M - r) \quad [2.10]$$

La segunda conclusión nos indica que la variable determinante de la prima de riesgo de equilibrio de un activo, es la covarianza entre el tipo de rendimiento del activo en cuestión y el rendimiento de la cartera de mercado y que, en consecuencia, es dicha covarianza y no la varianza, la medida apropiada del riesgo del activo en equilibrio, siendo además esta relación entre la medida del riesgo y el tipo de rendimiento esperado, al final del período, lineal.

A la representación gráfica del binomio rendimiento-riesgo, se la conoce como «línea del mercado de valores» (véase gráfico 2.3). Como puede observarse, en equilibrio todos los activos se situarán sobre la línea S.M.L. (Security Market Line), mientras que aquellos que se sitúen fuera de la misma estarán infravalorados (punto I) o sobrevalorados (punto S). Por otra parte, la cartera de mercado (punto M) tendrá una beta igual a la unidad.

En un mercado que se considere eficiente, ningún título puede ser vendido, durante largos períodos de tiempo, a precios lo suficientemente bajos como para proporcionar mayor rendimiento que su propia rentabilidad en la S.M.L.. Si no fuese así, aquel título resultaría muy atractivo comparado con otros de riesgo similar, y los inversores pujarían elevando su precio hasta que la rentabilidad esperada bajara a su posición adecuada en la S.M.L.. Por el contrario, los inversores se desharían de cualquier título que se vendiera a un precio lo suficientemente alto como para que el rendimiento esperado se situase por debajo de lo que le correspondería. La reducción resultante en el precio continuaría hasta que el rendimiento esperado del título subiera hasta un nivel justificado para su riesgo sistemático.

GRÁFICO 2.2  
LINEA DEL MERCADO DE VALORES



Un rasgo característico del C.A.P.M. es el referido al tipo de valoración de activos que realiza. Se podría decir que se trata de un modelo de valoración *relativa* de activos, ya que no permite la determinación en su seno de los niveles de equilibrio de precios y rendimientos, pero sí el de la prima de riesgo o exceso de rendimiento de cada activo sobre los que están libres de riesgo.

A pesar de las restrictivas condiciones impuestas para que el modelo se cumpla, hasta la primera mitad de los años setenta fue aceptado como un esquema válido para valorar activos financieros con riesgo, e influyó en la gestión de la inversión y la financiación empresarial práctica, fundamentalmente, a través de la determinación del coste de los recursos propios (Mullins, 1991, pág. 46).

### 2.5.1 EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA VALIDEZ DEL MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS.

No obstante, se detectaron algunos comportamientos anómalos que no coincidían con lo que preconizaba la teoría. A nuestro entender una de las aportaciones más relevantes en este sentido fue la de Black et al. (1972). Concretamente, estos autores detectaron que los valores cuyas betas eran más elevadas, parecían obtener rendimientos más bajos de los que cabría esperar, mientras que los que tenían betas reducidas obtenían rendimientos más elevados. Black (1972) justificó estas discrepancias basándose en que con una inflación incierta, el valor real futuro del rendimiento del dinero también es incierto. En su modelo, sustituyó el rendimiento del activo sin riesgo por el rendimiento esperado de una cartera con mínima varianza y «beta-cero» (sería una cartera de valores que no estaría correlacionada con la cartera de mercado). De esta forma, y dado que el rendimiento esperado de la cartera con «beta-cero» puede variar cada período, se podría explicar la variación experimentada por la pendiente de la S.M.L., con la consiguiente infravaloración del riesgo en el mercado.

Sin embargo, en la segunda mitad de los setenta, a partir del trabajo de Roll (1977), se produjo un cambio de tendencia en la consideración de este modelo. La conocida como «crítica de Roll», se basa, fundamentalmente, en dos razonamientos:

a) El C.A.P.M. es un modelo de valoración ex-ante, por lo que a posteriori, con datos reales, debería de cumplirse lo que la teoría predecía. Pues bien, según Roll, dado un conjunto de valores, siempre será posible encontrar un conjunto de carteras de valores que serán eficientes ex-post. Si la cartera de mercado es eficiente en términos de media-varianza, los rendimientos de los valores individuales se explicarán por la línea del mercado de valores del



modelo que Black planteó (al que nos acabamos de referir en el párrafo anterior), aplicado a los datos de la muestra.

b) La cartera de mercado no es observable, por lo que la utilización de aproximaciones, a través de índices de mercado, sólo constituye una parte del verdadero mercado de activos.

El empleo de índices que actúen como aproximaciones de la verdadera cartera de mercado tiene importantes implicaciones empíricas, ya que las contrastaciones de los modelos subrayan la eficiencia del mercado. En este sentido, se pueden cometer dos errores básicos: i) la aproximación a la cartera podría ser eficiente, pero la verdadera cartera de mercado podría no serlo. Esto conduciría a aceptar un modelo falso, y ii) la aproximación puede ser ineficiente, pero la verdadera cartera del mercado podría ser eficiente. Esto llevaría a rechazar incorrectamente el modelo. Estas razones son las que llevaron a Roll a indicar que el C.A.P.M. era un modelo de valoración no contrastable empíricamente, y escasamente válido<sup>63</sup>.

A estos inconvenientes planteados por Roll, se unió el desarrollo de un modelo de valoración alternativo, el «Arbitrage Pricing Theory» (A.P.T.), por parte de Ross (1976). Según este modelo, existen sólo unos pocos factores sistemáticos que afectan a los rendimientos medios a largo plazo de los activos financieros. Por medio de la identificación de estos factores, se puede llegar a una apreciación intuitiva de su influencia sobre los rendimientos de la cartera al constituir sus principales fuentes de riesgo. Para Roll y Ross (1980), esos factores serían:

---

<sup>63</sup> Shanken (1987) propuso una metodología que supera, en gran medida, las dificultades econométricas que planteaba Roll. Concretamente, lo único que se tenía que imponer era un valor determinado para el coeficiente de correlación entre la verdadera variable teórica y el índice utilizado en la práctica.

- 1) La tasa de inflación no anticipada.
- 2) Los cambios en el nivel esperado de la producción industrial.
- 3) Los desplazamientos no anticipados de las primas de riesgo.
- 4) Los movimientos no anticipados en la estructura temporal de los tipos de interés.

Ahora bien, con independencia del modelo de valoración que se adopte, su validación no resultará sencilla y estará sujeta a constantes críticas<sup>64</sup>. En el caso del C.A.P.M., la presencia de algunas anomalías (como las ya descritas, o de otras, como la inestabilidad de las betas a lo largo del tiempo) evidenciaba la falta de adecuación total del modelo a la realidad. A lo largo del tiempo, y con el fin de aproximar dicho modelo a los esquemas de comportamiento reales de los mercados financieros, se han ido suavizando algunos de los supuestos básicos establecidos originariamente, aunque no por ello el modelo ha dejado de recibir críticas<sup>65</sup>.

Uno de los principales reproches que se le ha hecho al C.A.P.M. ha sido la suficiencia de un único factor, el riesgo, para poder discriminar entre diferentes activos. Por tanto, la coexistencia de otras variables al margen de ésta que permitan «explicar» la evolución de los rendimientos medios de los títulos implicará, i) que el modelo no está bien especificado, en lo que se refiere a las variables explicativas, ii) que el mercado no es eficiente informacionalmente, ya que existen determinadas informaciones públicas que no han sido descontadas en el precios, o iii) una combinación de las dos anteriores. Además, existe un

---

<sup>64</sup> Para un estudio comparativo entre el C.A.P.M. y el A.P.T., puede verse Sentana (1993).

<sup>65</sup> La inclusión de una descripción detallada de las extensiones del C.A.P.M., a partir de la «relajación» de alguno de sus supuestos básicos, rebasa los objetivos de este capítulo. No

inconveniente adicional que debe tenerse en cuenta al abordar la contrastación del modelo, a saber, la utilización de una u otra metodología estadística puede influir sobre los resultados, con lo que ésta deberá quedar claramente explicitada y las consecuencias extraíbles tendrán que enunciarse con cierto grado de cautela<sup>66</sup>.

Durante la década de los ochenta algunos trabajos evidenciaron la insuficiencia de la «beta», tomada como medida del riesgo, para describir la evolución de los rendimientos de los títulos. Estudios como el ya referido de Banz (1981) o el de Reinganum (1981), detectaron la significatividad que el tamaño de las empresas (medido por su valor de mercado) tenía en el proceso de valoración. Asimismo, Basu (1983) en el análisis del P.E.R. (Price Earnings Ratio), o Bhandari (1988) a través de la influencia del *leverage*, dieron muestras de la existencia de otros factores que complementaban o ampliaban el poder explicativo de la «beta».

Sin embargo, en la década de los noventa se ha producido una intensificación de la investigación empírica orientada hacia la detección de otras variables, al margen de la «beta», que permitan especificar de qué depende la variación de los rendimientos medios de los títulos. Chan et al., (1991), tomando rentabilidades mensuales para valores de la bolsa de Tokio, analizaron cuál era el poder explicativo de cuatro variables que ellos denominaron «fundamentales»:

1- El tamaño de la empresa. Se utilizó como variable subrogada la capitalización bursátil de la misma.

---

obstante, para una revisión completa de los mismos, véase Brennan (1991b) o Fama (1991, págs. 1589-1599).

<sup>66</sup> A esta advertencia ya se refirieron con anterioridad otros autores, como Lo y Mackinlay (1990) o Shanken (1992).

2- El cociente entre el valor contable y el de mercado de los fondos propios de la empresa.

3- El cociente entre el beneficio contable y el valor de mercado de los fondos propios de la empresa, medido este último por el valor de la capitalización bursátil de los títulos mensualmente.

4- El ratio formado por el *cash-flow* generado por la empresa y el valor de sus fondos propios en el mercado.

La elección de estas variables, como afirman los autores se debe, más bien, a la intuición, a su uso por los prácticos y a que en anteriores trabajos se había evidenciado en parte su significatividad, que a la existencia de un modelo teórico que las avale. A partir de determinados criterios de agrupación, y con la finalidad de que el procedimiento utilizado no modificase la interpretación de los resultados, formaron diversas carteras de títulos, sobre las que aplicaron un método de regresión aparentemente no relacionada (*seemingly unrelated regression*).

De los resultados obtenidos se desprende (Chan et al., 1991, pág. 1760) que el cociente entre el valor contable y el de mercado de los fondos propios es la variable más significativa de todas, seguida por el ratio entre el *cash-flow* y el valor de los fondos propios en el mercado, siendo el efecto de ambas variables, sobre el rendimiento de los títulos, positivo. Además, no se encontraron diferencias sustanciales entre el uso de carteras o valores individuales para contrastar la validez de las variables fundamentales. En cualquier caso, los autores consideran que hay que ser cauto en la interpretación de los resultados debido a su sensibilidad al tipo de metodología que se utilice.

Si el anterior trabajo supuso un duro revés para el C.A.P.M., el que Fama y French (1992) realizaron para el mercado norteamericano ocasionó una verdadera revuelta entre los investigadores del mercado de capitales. A partir de una elaborada y compleja metodología, Fama y French (1992, págs. 429-440), llegaron a la conclusión de que la capacidad de la «beta» para explicar la evolución de los rendimientos de los títulos es escasa, así como de la existencia de cuatro variables «fundamentales» que sí son capaces de hacerlo, a saber, la capitalización bursátil, el ratio valor contable y de mercado de los recursos propios, el P.E.R. y el *leverage* (medido tanto como activo contable respecto a valor de mercado de los recursos propios o como respecto al valor en libros). Concretamente, las dos primeras parecen ser las más significativas, siendo el signo de la capitalización bursátil negativo y el del ratio valor contable/valor de mercado positivo.

Para estos autores, los resultados obtenidos constituyen un argumento a favor de que el riesgo es multidimensional y, en consecuencia, adoptan un punto de vista similar al que ya enunciase Ball (1978), en el sentido de que existirán diferentes vías para que determinadas informaciones se incorporen en los precios de mercado, siendo compleja la identificación de los factores que influyen en las rentabilidades esperadas de los títulos. En un trabajo posterior (Fama y French, 1993), a pesar de que ampliaron su estudio al mercado de bonos y modificaron los procedimientos de estimación y validación, siguen pronunciándose a favor de un modelo multifactorial para explicar la evolución de los rendimientos esperados de los valores.

No obstante, queda por explicar cuál es la relación de estas variables fundamentales con el comportamiento errático de los beneficios. En Fama y French (1995) se presenta evidencia de la interrelación del tamaño de la empresa y del ratio valor contable/valor de mercado de los recursos propios (VC/VM), con la rentabilidad de la empresa. En concreto, este efecto se dejará notar con mayor intensidad cuando las variaciones en la rentabilidad se

mantengan a largo plazo y las empresas tengan un ratio VC/VM más bajo. A pesar de los esfuerzos de estos autores, para documentar una explicación convincente del efecto de las variables fundamentales a través del beneficio, no están definidas todavía, cuáles son las magnitudes económicas subyacentes que provocan la variación en los beneficios y en los datos fundamentales. En este sentido, parece ser que las principales candidatas serían el consumo agregado, el empleo o el producto nacional.

Estos descubrimientos no parecieron extrañar en absoluto a Roll y Ross (1994), quienes se remiten a la ya citada «crítica de Roll», dada la imposibilidad de utilizar una aproximación a la verdadera cartera de mercado, eficiente ex-ante. No obstante, y aunque los resultados obtenidos no permiten rechazar el C.A.P.M. (Roll y Ross, 1994, pág. 115), el modelo es demasiado sensible a la aproximación que se emplee como cartera de mercado. Para Kothari, Shanken y Sloan (1995), los resultados de Fama y French deben de matizarse, ya que las variables fundamentales seleccionadas han surgido a través de un proceso el que otras han sido eliminadas, lo que producirá sesgos en las estimaciones.

Utilizando una muestra de datos diferente a la de Fama y French (1992), Kothari, Shanken y Sloan (1995) encontraron que algunas de las relaciones establecidas podían deberse a un fenómeno específico de un período. Esto les llevó a concluir que la «beta» podría seguir siendo una medida aproximada del riesgo, aunque admiten importantes diferencias en los contrastes en función del intervalo temporal que se utilice. Por otra parte, Mackinlay (1995) admite que los resultados obtenidos a través de modelos multifactoriales, no resuelven por completo las desviaciones detectadas en el C.A.P.M., mientras que en el trabajo de Pettengill, Sundaram y Mathur (1995) se aporta evidencia a favor de la relación entre la «beta» y el rendimiento esperado de los títulos, por lo que concluye que sus resultados confirman la continuidad de la «beta» como medida del riesgo del mercado.

En nuestra opinión, el debate existente respecto a la validez del modelo de valoración de activos, permanece. Mas aún, la frecuencia de artículos en revistas especializadas que analizan esta área de conocimiento, ha experimentado un notable incremento durante el último decenio. Una de las principales tareas que quedan por realizar consiste en mejorar los procedimientos de estimación y contrastación del modelo, así como de elaboración de carteras o índices, con el fin de reducir la dependencia de los resultados obtenidos del uso de una u otra metodología. Desde luego, lo que sí parece documentado es la reducida relación existente entre los rendimientos esperados de los títulos y los valores de la «beta». La inclusión de las denominadas variables fundamentales, favorece, en principio, la interpretación de las variaciones en los rendimientos. Sin embargo, la elección de las mismas no se sustenta, todavía, en una teoría sólida que permita renunciar definitivamente del actual modelo de valoración.

En consecuencia, y a la espera de una elaborada teoría que fundamente de manera consistente las decisiones de inversión, el actual modelo, admitiendo sus limitaciones, puede considerarse como un soporte «adecuado» para las necesidades de los investigadores. Además, la supuesta relevancia de otras variables debería revitalizar el papel del análisis fundamental en el proceso de selección de inversiones y, por ende, enaltecer la trascendencia que la información contable merece en dicho proceso. En este sentido, queremos dejar constancia de la omisión deliberada de un número considerable de trabajos, realizados por investigadores orientados desde una perspectiva más «contable» que «financiera», en los cuáles se acredita la relevancia de magnitudes o ratios contables para la valoración de activos y que serán analizados con posterioridad

## **2.6 APLICABILIDAD DE LAS TEORÍAS AL MERCADO ESPAÑOL.**

En el anterior epígrafe, desarrollamos un compendio de teorías cuya principal finalidad consiste en proponer alguna modelización acerca del mecanismo de formación de los precios. A la luz de las mismas se han definido como mercados financieros «eficientes», aquellos en los que la transmisión de informaciones relevantes, sobre los valores negociados, se realiza de forma rápida y completa. Se han definido cuáles deben de ser los requisitos que un mercado ha de cumplir para que se le pueda considerar como eficiente. En este sentido, y dada la «imposibilidad» de contrastar de forma irrefutable la teoría, más que la búsqueda de mercados eficientes en sentido absoluto, los investigadores se contentan con calibrar cuál es el grado de eficiencia, que se presume que cumple un mercado, de acuerdo con determinadas pruebas.

Como ya advertimos con anterioridad, el marco en el que se inscriben los trabajos que hemos citado a lo largo de este capítulo, tiene como denominador común el mercado de capitales norteamericano. En principio, y debido a su elevado grado de desarrollo, cabría esperar que muchos de los condicionantes a que están sometidas las teorías, no impidan la validez de las mismas. Sin embargo, en algunos casos se han detectado anomalías que parecen cuestionar el cumplimiento real de los modelos y que, como mínimo, deben de servir para que se recapacite acerca de su idoneidad para explicar las decisiones de los inversores.

Ahora bien, si hasta en los desarrollados mercados financieros norteamericanos se han detectado insuficiencias en los modelos, ¿que ocurrirá en el mercado de capitales español?. El objetivo de este epígrafe consiste en analizar cuál es el grado de adecuación de nuestro mercado a los modelos antes descritos, así como valorar hasta que punto es admisible la ineficiencia de los mismos cuando se plantee la realización de alguna investigación empírica que se sustente en el cumplimiento de la hipótesis de eficiencia.



En nuestra opinión, la traslación «automática» de un modelo más allá de las fronteras de su entorno económico, jurídico o social, puede ocasionar interpretaciones totalmente desvirtuadas acerca de la realidad que el modelo pretende describir. No obstante, y en la medida que el sustrato lógico-económico del mismo no se vea afectado de forma irreversible, se podrá admitir cierto grado de coincidencia entre la aplicación e interpretación del modelo en su entorno original, y aquel otro al que se pretende «exportar». Creemos necesario, por tanto, reflexionar acerca de la adecuada convergencia entre el modelo y su entorno antes de aplicarlo de forma indiscriminada a un conjunto de datos.

En el caso que nos ocupa, resulta evidente el «retraso» del mercado de capitales español en comparación con el norteamericano (en particular). No obstante, queremos dejar constancia del avance que nuestro mercado ha experimentado desde la introducción de todas las innovaciones que preveía la Ley del mercado de valores de 1988. Con todo, y en nuestra opinión, a pesar de la reforma bursátil española existe todavía una importante brecha abierta entre nuestro mercado y el norteamericano, que impide la aplicación completa de la totalidad de variantes que admiten las teorías citadas.

¿Quiere esto decir que no son aplicables en nuestro país las metodologías citadas en este capítulo?. No necesariamente. Es más, en ocasiones su aplicabilidad confirmará las carencias de nuestro mercado, y debería servir para incentivar el uso de determinadas medidas que favoreciesen el comportamiento eficiente del mismo. De igual forma, con la mejora en las bases de datos financieros se incrementará la cantidad y calidad de los trabajos empíricos, lo que permitirá mostrar si se ha producido algún avance sustancial en el funcionamiento del mercado. Por tanto, consideramos conveniente la realización de un mayor número de trabajos empíricos acerca de nuestro mercado de capitales, a pesar de las limitaciones apuntadas, ya que ello redundará en un mejor conocimiento de «nuestra» realidad bursátil y, en

consecuencia, de su capacidad para satisfacer las exigencias de los agentes económicos que interactúan en ellos.

A pesar de las carencias a las que se enfrentan los investigadores españoles al realizar trabajos empíricos sobre el mercado bursátil, éstos son cada vez más numerosos y, paulatinamente, empiezan a abarcar un amplio espectro de posibilidades (véase cuadro 2.5). No es nuestra intención realizar un análisis completo y detallado de todos los estudios efectuados en el ámbito español, sino más bien citar algunas de las aportaciones más recientes que evidencian la relevancia y actualidad de esta línea de investigación. En este sentido, y tal y como ocurrió en Estados Unidos, una buena parte de los trabajos se han centrado en la detección y análisis de las principales anomalías que pudiesen existir en nuestro mercado.

De forma similar a lo que ocurre en otros mercados, no parece que en el mercado español se cumpla la hipótesis de normalidad en la distribución de los rendimientos de los títulos. En Peiró (1992a) se aporta evidencia de la ausencia de normalidad para los rendimientos diarios y mensuales<sup>67</sup>, indicándose que la «t de student», y en menor medida las mixturas de distribuciones normales, podrían representar con mayor fidelidad la distribución estadística de dichos rendimientos.

---

<sup>67</sup> En este caso el rechazo de la normalidad no resulta tan contundente como para los rendimientos diarios. En Berges (1984) ya se obtuvo evidencia de la falta de normalidad de los rendimientos mensuales.

Otra anomalía a la que también se le ha prestado atención en nuestro mercado ha sido la estacionalidad de los rendimientos. En concreto, en Peiró (1990 y 1993) se aporta evidencia en favor de la existencia del denominado «efecto enero», dado que cerca de un 85% de la rentabilidad real proviene del mes de enero, siendo ésta negativa cuando se excluyen los meses de enero y febrero. Basarrate y Rubio (1994) sugieren que una posible explicación a esta estacionalidad mensual, estaría ligada con motivos fiscales. En un trabajo posterior (Basarrate y Rubio, 1995), estos mismos autores también detectaron la existencia de efectos significativos sobre las plusvalías y precios de los activos financieros ante el anuncio de cambios en la legislación fiscal.

**CUADRO 2.5: ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE EFICIENCIA EN EL MERCADO ESPAÑOL.**

<b>ANOMALÍA DETECTADA</b>	<b>AUTOR/ES</b>
- DISTRIBUCIÓN DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS TÍTULOS	Berges (1984) Peiró (1992a)
- ESTACIONALIDAD EN LOS RENDIMIENTOS	Peiró (1990,1993,1994) Rubio y Salvador (1991) Basarrate y Rubio (1994, 1995)
- MODELIZACIÓN DE LA VOLATILIDAD	Peiró (1992b) Mora (1992) Alonso (1995) Alonso y Restoy (1995)
- CONTRASTACIÓN DEL MODELO DE VALORACIÓN	Rubio (1986a, 1986b, 1991) Gómez-Bezares et al. (1994)

Al margen de este «efecto enero», también se ha detectado la presencia de estacionalidad diaria en los rendimientos de los títulos. En el trabajo de Rubio y Salvador (1991) se aprecia, para el período comprendido entre junio de 1984 y diciembre de 1987, que los rendimientos obtenidos los lunes son significativamente superiores a los de los restantes días de la semana. Para el período 1985-1993, Peiró (1994) también encontró evidencia empírica de este «efecto lunes», aunque distingue entre dos subperíodos con pautas de comportamiento estacional diferenciadas. Hasta noviembre de 1991, fecha en la que se cambió el procedimiento de liquidación de las transacciones, los rendimientos de los lunes fueron muy superiores a los de los restantes días. Sin embargo, a partir de esa fecha desapareció este patrón de estacionalidad, por lo que cabría atribuir esta mejora a la adopción del nuevo sistema de liquidación. En este caso, la elaboración del trabajo empírico habría contribuido a estudiar el impacto sobre la eficiencia del mercado, que la utilización del nuevo procedimiento haya tenido.

En cuanto a la modelización de la volatilidad de los rendimientos en el mercado nacional, parece demostrada una fuerte variabilidad que además persiste en el tiempo, lo que la hace, en cierta medida, predecible. A estas conclusiones se llega en los trabajos de Peiró (1992b), Alonso (1995) y Alonso y Restoy (1995), utilizando métodos paramétricos, y en el de Mora (1992) a partir de procedimientos no paramétricos (aunque en este caso no parece tan evidente la presencia de autocorrelación en la variabilidad de la prima de riesgo).

Por lo que respecta a la contrastación del modelo de valoración de activos (C.A.P.M.), no parece que la supuesta relación entre rentabilidad y riesgo se cumpla en nuestro mercado. Así al menos parece demostrarse en los trabajos de Rubio (1986a, 1986b, 1991) donde se evidencia que los inversores españoles no son compensados de manera consistente por aceptar determinados niveles de riesgo. Únicamente durante el mes de enero se puede

afirmar que los individuos quedan significativamente retribuidos en función del riesgo que soportan.

En un estudio más reciente, Gómez-Bezares et al. (1994) contrastaron la validez del C.A.P.M. para dos períodos: i) 1959-1988, teniendo en cuenta el mercado de corros, y ii) 1990-1993, referido al mercado continuo. De sus resultados destaca el hecho de que a medida que nos acercamos a fechas más recientes, el modelo parece que ofrece mejores resultados, si bien éstos se muestran sensibles al tipo de metodología que se utilice para la contrastación. Además, la introducción de variables «fundamentales», que complementen la capacidad explicativa de la «beta» en la formación de las rentabilidades esperadas, resulta de difícil interpretación y no parece sencillo evaluar consistentemente cuál es la influencia que ejercen. A la vista de este panorama, los citados autores consideran prematuro rechazar el modelo de valoración, y ensalzan como aspectos más positivos del mismo, su capacidad pedagógica, así como la necesidad de comprobar si a largo de los próximos años se consolida la mejoría detectada en su estudio, y la relación que ésta pueda tener con la introducción de innovaciones en el mercado bursátil español. En cierto modo, la constatación de las características propias del mercado de acciones español, debería considerarse como un elemento esencial en la búsqueda de mecanismos que puedan favorecer la eficiencia del mismo.

## **2.7 IMPLICACIONES PARA LA INFORMACIÓN CONTABLE DE LA EFICIENCIA DEL MERCADO.**

El concepto de eficiencia informacional, tal y como lo desarrollamos a lo largo del capítulo anterior, se fundamenta en la capacidad que tiene el mercado para incorporar cualquier información que sea relevante en el proceso de formación de los precios de los valores. Como se recordará, de esa capacidad que tenga el mercado para «descontar», a la mayor celeridad posible, las

informaciones que afecten a los títulos, dependerá el grado de eficiencia del mismo y, por tanto, el buen funcionamiento del sistema financiero en su conjunto, con la consiguiente mejora en la asignación global de los recursos en la economía nacional.

De entre el conjunto de informaciones que se generan continuamente, y que pueden incidir sobre el mercado bursátil, la contable desempeña un papel predominante ya que su contenido versa sobre datos económicos fundamentales. En buena lógica, la comunicación al mercado de información financiera elaborada de acuerdo a criterios contables homogéneos, y conocidos por todos los agentes económicos, debería favorecer el conocimiento de la realidad empresarial de las sociedades cotizadas y permitir que la valoración de sus títulos se realizase más eficientemente.

Así, en un mercado eficiente la información que tendrá valor para los inversores será aquella que todavía no se ha descontado en los precios, bien porque no ha sido hecha pública, o bien porque no han sido interpretados correctamente los efectos que se derivan de la misma. En el supuesto que se diese la segunda posibilidad, esto iría en detrimento de la propia eficiencia del mercado ya que no se estaría procesando adecuadamente la información al no producir ésta los cambios esperados en los precios de los valores. Por esta razón, en la presentación de los estados financieros para su difusión pública, se procurará incluir todas aquellas informaciones que aseguren al usuario de las mismas un conocimiento detallado de la marcha del negocio, y sin que se omita ninguna referencia relevante para la toma de decisiones.

La trascendencia de la teoría del mercado eficiente requiere que analicemos cuál es la incidencia de sus planteamientos sobre determinados aspectos de la contabilidad. Algunas de las parcelas de la investigación contable que se han orientado desde la perspectiva de la teoría de la eficiencia han procurado establecer, a través del comportamiento de los inversores, cuál

era el papel que desempeñaba, por ejemplo, el formato en el que se presentaran los estados financieros, el proceso de emisión de normas, el análisis de la información financiera o la auditoría de los estados contables. A lo largo de este capítulo vamos a centrarnos en el estudio de las tres últimas ya que consideramos esencial para los usuarios de la información contable el que dispongan de datos elaborados con criterios semejantes, que permitan su comparabilidad a efectos de análisis, y que hayan sido debidamente verificados por expertos independientes.

## **2.8 MERCADOS EFICIENTES Y REGULACIÓN CONTABLE.**

El desarrollo de la teoría del mercado eficiente ha tenido como una de sus principales consecuencias, la consideración de que el valor de los títulos se determina a partir de la información que se genera sobre ellos, incorporándose ésta a los precios de forma rápida e interpretada por todos los inversores de parecida forma<sup>68</sup>. A partir de este concepto de eficiencia, y teniendo en cuenta los objetivos que se presupone debe de cumplir la información contable (ser útil para la toma de decisiones, es decir, ofrecer datos relevantes a sus potenciales usuarios), se presentó una buena ocasión para comprobar qué criterios podían ser más adecuados para reflejar un determinado hecho contable, ante diferentes alternativas. El razonamiento que subyacía bajo este planteamiento, se sustentaba en la presunción de que en un mercado eficiente no existen trabas para que se puedan interpretar las informaciones contables que se le suministran, con independencia de los criterios que se hayan seguido para su elaboración.

---

<sup>68</sup> Sin ánimo de parecer repetitivos, conviene recordar que en el primer capítulo ya se analizaron las condiciones que deben darse, de modo aproximado, para que en un mercado se considere eficiente, admitiéndose en algunos casos la relajación de algunas hipótesis del modelo.

El análisis de estas cuestiones fomentó la realización de trabajos empíricos por parte de los organismos reguladores, así como por parte de un nutrido grupo de investigadores interesados en la naturaleza del proceso de emisión de las normas y los efectos económicos que pueden derivarse de las mismas (véanse, como muestra, Beaver, 1972, 1974, Bierman, 1974 y Demski, 1974). En los estudios iniciales, se resaltó la idea de que los organismos reguladores deberían dedicar sus esfuerzos y recursos al incremento de los niveles informativos de los estados contables, en lugar de centrarse únicamente en la elección del mejor método contable. De esta forma, quienes elaboren la información contable serán los responsables de la ausencia de dicha información, pero no del empleo de un criterio inadecuado, siempre y cuando se proporcionen explicaciones apropiadas para que se puedan interpretar los ajustes (Beaver, 1973).

De acuerdo a este esquema de comportamiento, y según como reaccionase el mercado ante la emisión de una determinada norma, sería viable seleccionar qué métodos contables convendría utilizar para que los estados financieros transmitiesen la información que mayor utilidad proporcionase a sus potenciales usuarios. A pesar de esta afirmación, la elección entre diferentes alternativas no resultará sencilla ya que la emisión de la norma puede venir acompañada de otras variables, motivadas por los efectos económicos que pudiesen desprenderse de la misma, que dificultarán la interpretación, a través del mercado de capitales, de la mejor opción para registrar un determinado hecho contable.

En sentido estricto, como indica Bromwich (1992, pág. 216), en un mercado eficiente lo trascendente será la información que se debe difundir y no como se presente ésta. Así, cualquier nueva información contenida y publicada en los estados financieros se descontará rápidamente en el mercado (siempre y cuando la consideren relevante los inversores), con independencia de la forma con que se presente la misma. En este contexto, no cabrían discusiones acerca



de la conveniencia o no de incluir alguna partida contable en este, o aquel, epígrafe del balance o si, por el contrario, sería preferible presentar dicha información en la memoria explicativa, ya que el mercado es capaz de interpretar la información sea cuál sea la forma en que se exhiban los estados financieros.

No obstante, si el proceso de regulación se redujese a niveles mínimos, la información a presentar por las empresas podría, asimismo, disminuir en su contenido, con el consiguiente perjuicio para los usuarios de la misma<sup>69</sup>. De producirse este hecho, los inversores deberían incrementar su demanda de información a través de vías alternativas a las contables, lo que les acarrearía, en consecuencia, un coste adicional. Esta misma situación se produciría en el supuesto de que la información contable que se publicase adoleciese de rigor en su elaboración o de falta de comparabilidad, ya que esto dificultaría su comprensión para los usuarios y les obligaría a recurrir a expertos para que les interpretaran los datos.

Por esta razón, la principal ventaja que se le asocia a la normalización contable consiste en la reducción de los costes de transformación de la información para los inversores. Así, cuando el ajuste necesario para convertir los datos suponga un coste despreciable para los usuarios, no sería necesario el establecimiento de un desarrollo normativo exhaustivo para el tratamiento de un hecho contable concreto. Sin embargo, en caso contrario, sería aconsejable utilizar la normalización para reducir la carga económica que supondrían los ajustes. En definitiva, la regulación contable debería actuar de manera preventiva, asegurando, a un coste nulo o casi nulo, el suministro de toda la

---

<sup>69</sup> Si consideramos a la información contable como un bien público (Gonedes y Dopuch, 1974, pág. 65), la utilización de ésta por cualquier usuario no impide su uso a otros, y además, la entidad que suministra dicha información no puede excluir de su consumo a aquéllos individuos que no paguen por ella. En este contexto, ningún agente económico racional estaría dispuesto a pagar por este bien, por lo que en ausencia de regulación, se produciría una infraproducción de información contable.

información posible y disponible, con el fin de evitar situaciones de monopolio en el manejo de la información<sup>70</sup>.

No obstante, queremos resaltar que el establecimiento de normas, tomando como base el efecto que pudiesen tener sobre el mercado la utilización de diferentes métodos contables, sería el correcto si se aceptase la hegemonía del inversor bursátil sobre cualesquiera otros potenciales usuarios de la información financiera. A este respecto, se puede considerar como excesiva la relevancia concedida a la reacción del mercado ante los cambios contables que se pudiesen producir.

Si bien en apartados posteriores nos referimos a un considerable número de trabajos que se centran en el estudio de estas cuestiones, existe disparidad de opiniones al asignar el efecto que pueda tener sobre el precio de los valores la adopción de determinadas normas contables, ya que resultará complicado discriminar entre la multitud de informaciones que se vierten al mercado, cuál es la reacción debida a los datos contables. En opinión de Hines (1984, pág. 8), es una falacia asumir que la ausencia de reacción inmediata por parte del mercado ante una nueva información, indique que todos los inversores no podrán utilizar esta información en el futuro. Además, si los precios son tan eficientes, reaccionarían no sólo ante la información correcta, sino también ante la incorrecta. Dado que los intereses de los directivos de las empresas pueden estar en conflicto con los de los inversores, no parece que sea posible asegurar que la información facilitada por las empresas coincida con la que desean aquéllos (Giner y Mora, 1995, pág. 101).

---

<sup>70</sup> Argumentos a favor de estos razonamientos pueden encontrarse en Beaver (1973), Lev (1978) y Brown (1995). Además, también se considera que la regulación contable puede facilitar la reducción de las asimetrías informativas que se producen en los mercados financieros (Lev, 1988).

A pesar del esfuerzo investigador por dotar al cuadro normativo de una metodología de trabajo válida para el proceso de emisión de los pronunciamientos contables, no parecen haberse resuelto ciertos interrogantes acerca de los criterios que deben regir en la elección entre métodos alternativos. Como indican Lev y Ohlson (1982, pág. 282), bajo una óptica superficial, se puede caer en la tentación de describir la evidencia acumulada sobre la relación entre la regulación contable y el mercado de capitales como limitada, contradictoria, metodológicamente deficiente, e incluso, inadecuada para servir de guía a la política de normalización contable que deban aplicar los organismos reguladores. Sin embargo, los propios autores matizan esta afirmación al considerarla como inapropiada y reconocen que la mejora de los procedimientos estadísticos utilizados y la consideración de otras variables que también inciden en el proceso de emisión de las normas, pueden mejorar los resultados obtenidos. La cuestión clave radica en identificar cuál es el mejor procedimiento de normalización y, en consecuencia, qué variables son potencialmente relevantes para evaluar la reacción del mercado y el por qué de la misma (Lev y Ohlson, 1982, pág. 283).

Algunas de las principales consecuencias del desarrollo de las investigaciones empíricas basadas en la teoría del mercado eficiente, podrían ser las siguientes (Tua, 1991a, págs. 357-358):

- Subrayar la necesidad de incrementar la información puesta a disposición de los inversores, en todos los sentidos, incluyendo la relativa a la forma de confeccionar los datos incluidos en los estados financieros.

- Se ha potenciado el debate, aunque sin que se haya resuelto, sobre el método contable más adecuado y sobre la mejor manera de presentar la información, prevaleciendo las cuestiones de fondo sobre las de forma.

- Se ha puesto de manifiesto el papel de la regulación, especialmente en cuanto a generadora de efectos económicos en la empresa y en el entorno que la rodea y, en consecuencia, se han sentado las bases para el análisis en la unidad económica de estos efectos inducidos por la regulación.

- Se ha profundizado en el estudio del valor económico de la información, a través del debate sobre los costes de transformación de la misma.

Sea como fuere, la hipótesis de eficiencia del mercado ha influido decisivamente en la concepción que los organismos reguladores tienen de la investigación empírica, así como en el papel que se le otorga a la información contable, elaborada de acuerdo con criterios homogéneos, para que los mercados financieros valoren adecuadamente los títulos que se negocien.

## **2.9 UTILIDAD DEL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS BAJO LA HIPÓTESIS DE EFICIENCIA.**

Por lo dicho a lo largo de este capítulo, el papel que la información contable desempeña en los mercados de capitales estará condicionado por la utilidad que ésta represente para sus potenciales usuarios. Dicho de otra forma, el análisis y estudio de la información financiera que presentan las sociedades cotizadas debería incidir sobre la valoración de los títulos y la opinión que los inversores tuviesen acerca de la marcha de las empresas. Bajo la hipótesis de eficiencia del mercado los precios de los valores incorporan toda la información generada en torno a los mismos, con lo que la observación de dicho precio resultaría suficiente para que los inversores adoptasen sus decisiones de compra-venta. De ser cierto este comportamiento el análisis de la información contable que se suministra al mercado sería innecesario, por cuanto éste descontaría rápidamente en los precios el valor añadido que supondría la

utilización de cualquier herramienta analítica. Por esta razón, la única utilidad que se les reconocería a los datos contables sería la de formar parte como inputs de modelos predictivos, cuya vida estaría limitada al conocimiento público de los mismos ya que el valor de las informaciones que de ellos se derivasen se reflejaría en los precios de los valores automáticamente (Lev, 1978, pág. 301).

Por tanto, si los mercados de capitales «reales» se comportasen como el modelo teórico de eficiencia predice, la discusión concluiría antes de su inicio. Sin embargo, en la realidad existirán costes adicionales por el procesamiento de la información, con lo que es posible que el valor de dicha información no se refleje completamente en el precio de los valores. En este sentido, y como ya ocurría en el caso de la regulación contable, el análisis de la información que se incluya en los estados financieros podría resultar beneficioso por cuanto permitiría reducir los costes adicionales en que incurrirían los inversores si tuviesen que recurrir a fuentes de información alternativas para facilitar su toma de decisiones.

El debate en torno a la utilidad del análisis financiero, e indirectamente del análisis fundamental, se centra en la comprobación de la correlación que exista entre determinadas informaciones contables y la evolución de los valores en el mercado financiero. Si con la utilización de datos contables específicos (o mediante sus combinaciones) se consiguen rentabilidades superiores a las de la media del mercado<sup>71</sup>, se consideraría probada la validez de los mismos para valorar adecuadamente a las empresas, e implicaría que los estados financieros disponen de algún contenido informativo para sus usuarios<sup>72</sup>. No obstante,

---

<sup>71</sup> A este exceso de rentabilidad sobre la esperada, también se la suele denominar «rentabilidad anormal». Para que se pueda admitir que la mejora alcanzada no se debe exclusivamente al azar, se tendrán que cumplir los siguientes atributos (Keane, 1983, págs. 24-25): autenticidad, identificabilidad, materialidad y persistencia.

<sup>72</sup> Para un estudio exhaustivo acerca del mecanismo por el que los inversores incorporan en sus expectativas la publicación de los estados financieros, así como para precisar qué es lo que se debe de entender por «contenido informativo», pueden consultarse los trabajos de Dantoh y Ronen (1993) y Demski y Feltham (1994).

esto no implica que en caso contrario fuese innecesaria la comunicación de la información, ya que el mercado incorpora paulatinamente cualquier noticia relacionada con la futura publicación de los datos, de ahí que en ese momento sea presumible una menor reacción en los precios. En definitiva, lo que se pretende demostrar es la utilidad del análisis de la información contable como medio para mejorar la toma de decisiones de los inversores en los mercados de capitales.

### 2.9.1 CORRELACIÓN ENTRE EL BENEFICIO CONTABLE Y LOS PRECIOS DE MERCADO.

De la información contable que se suministra en los estados financieros, la cifra de beneficios ha sido la que con mayor frecuencia se ha utilizado a la hora de contrastar la relevancia que la información financiera tiene en el proceso de toma de decisiones de sus potenciales usuarios (véase cuadro 2.6). El interés que han demostrado los investigadores por esta magnitud, se justifica por el papel que desempeña en los modelos de valoración de acciones como indicador de los flujos de caja futuros que recibirá el inversor (Lev, 1989, pág. 176). A este respecto, habrá que tener en cuenta que la «fiabilidad» que presente el beneficio de las empresas influirá decisivamente en las predicciones que los inversores realicen sobre sus rentabilidades futuras<sup>73</sup>. Así, a mayor contribución de los beneficios, o de otras variables financieras, a la predictibilidad de los flujos de caja futuros, mayor confianza en la utilidad de los datos contables.

---

<sup>73</sup> Entendemos que la cifra de beneficios que difunde una empresa puede considerarse como de «calidad», cuando el usuario que incorpora a su modelo de decisión dicha variable reduce significativamente el error de predicción consustancial a toda toma de decisiones.

Las investigaciones sobre la relación entre la cifra de beneficios y el precio de mercado de los valores, se han orientado hacia multitud de aspectos<sup>74</sup>. Una gran parte de las mismas se ha centrado en examinar cuál es la correlación que se da entre los beneficios y la rentabilidad del mercado. De existir esta relación, se podría admitir que la magnitud contable es capaz, por sí misma, de explicar una parte sustancial de los cambios en los rendimientos de las empresas cotizadas. En esta línea de investigación, y a lo largo de las dos últimas décadas, se han llevado a cabo numerosos trabajos de los que se pueden extraer las siguientes conclusiones (Lev, 1989):

- La correlación entre la rentabilidad de las acciones y el beneficio es muy reducida, en ocasiones casi imperceptible. Además, los parámetros que reflejan dicha relación, suelen ser bastante inestables a lo largo del tiempo. En consecuencia, y a la vista de estos resultados, la utilidad de la cifra de beneficios, tanto anual como trimestral, es muy limitada.

- Los esfuerzos dirigidos a estudiar la relación entre beneficios y precios de mercado, tanto teóricos como metodológicos, han resultado insuficientes para explicar en qué forma el beneficio contable es útil para las decisiones de los inversores.

---

<sup>74</sup> Por su trascendencia para el cumplimiento de la hipótesis de eficiencia del mercado, destacan los trabajos que analizan el instante en el que se comunican los anuncios de beneficios (véase, como muestra, Ball y Kothari, 1991), los que estudian la influencia de las características corporativas de las empresas (Collins y Kothari, 1989 y Biddle y Seow, 1991) o los que investigan la existencia de rentabilidades anormales obtenidas con posterioridad a la presentación del resultado contable (pueden consultarse al respecto, Bernard y Thomas, 1989 y Bartov, 1992).

- La especificación incorrecta de la relación entre el beneficio y los precios de los títulos o la existencia de irracionalidad por parte de los inversores, pueden influir en la escasa correlación obtenida. Sin embargo, no debería descartarse la posibilidad de que los fallos se deban al bajo contenido informativo de los beneficios. En este caso, las razones que justificarían este hecho estarían relacionadas con la arbitrariedad contable en el reconocimiento de ingresos y gastos, la falta de oportunidad de la información financiera, o la posible manipulación de los datos por parte de la gerencia. Todos estos factores influirán negativamente en la estimación que realizan los inversores sobre los flujos de caja futuros, a partir de la cifra de beneficios.



CUADRO 2.6: INVESTIGACIÓN EMPÍRICA SOBRE LA RELACIÓN ENTRE LOS BENEFICIOS Y LOS PRECIOS DE MERCADO DE LOS TÍTULOS.

AUTOR/ES	MUESTRA	VENTANA DE ANÁLISIS	BENEFICIO CONTABLE	VARIABLES INDEPENDIENTES	RESULTADOS
Ball y Brown (1968)	261 empresas 1946-1965	18 meses	Beneficio anual	NO	El mercado anticipa en los precios la información que contiene el resultado.
Beaver (1968)	143 empresas 1961-1965	17 semanas	Beneficio anual	NO	En la fecha del anuncio de beneficios la variabilidad de las rentabilidades anormales es mayor.
Beaver et al. (1979)	276 empresas 1965-1974	1 año	Beneficio anual	NO	Existe una correlación significativa entre las rentabilidades inusuales del mercado y el beneficio.
Beaver et al. (1980)	Entre 363 y 748 empresas 1958-1976	1 año	EPS	NO	El cambio porcentual en el precio supera al porcentaje de beneficios no esperado.
Hagerman et al (1984)	215 empresas 1974-1976	Cinco días	EPS trimestral	NO	La correlación entre el beneficio trimestral y las rentabilidades anormales es escasa ( $R^2=0,05$ ), tal vez debido al reducido intervalo temporal considerado en el estudio.
Hopwood y McKeown (1985)	238 empresas 1973-1978	3 meses	EPS	- Cifra de ventas - Gastos	Escasa correlación entre el beneficio y las rentabilidades de los títulos (un $R^2$ entre 0,01 y 0,04).
Lipe (1986)	81 empresas 1977-1980	Primer trimestre año	EPS	- Margen bruto - Gastos Admon. - Amortizaciones - Gastos financieros - Impuestos	La consideración de algunas partidas integrantes del beneficio aporta un mayor contenido informativo.
Bowen et al. (1987)	324 empresas 1972-1981	1 año	Beneficio anual	- Componentes del Cash-Flow	La evidencia empírica demuestra, a pesar de utilizar un intervalo temporal superior al habitual, una escasa correlación entre los beneficios y las rentabilidades del mercado. No obstante, si se tienen en cuentas las variables de flujos de caja se gana en contenido informativo.
Kormendi y Lipe (1987)	145 empresas 1947-1980	—	Beneficio anual	NO	El mercado valora en mayor grado a aquellas empresas cuyo beneficio es más persistente en el tiempo. Los precios sólo incorporarán variaciones en los beneficios que modifiquen el componente permanente de los resultados, y no se alterarán cuando el que resulte afectado sea el transitorio.

CUADRO 2.6: (Continuación).

AUTOR/ES	MUESTRA	VENTANA DE ANÁLISIS	BENEFICIO CONTABLE	VARIABLES INDEPENDIENTES	RESULTADOS
Ou y Penman (1989a)	Entre 1.500 y 2.000 empresas 1973-1983	2 años	EPS	- 68 ratios o magnitudes presentes en los estados financieros	A través de un modelo <i>logit</i> se detecta que existen otras variables, al margen del beneficio, que suministran información al mercado y que modifican las expectativas de los individuos respecto a los beneficios futuros.
Anthony y Ramesh (1992)	Entre 11.768 y 13.882 datos 1970-1986	7 meses	Tasa anual de crecimiento de los ingresos	- Dividendos - Ventas netas - Capital emitido - Endeudamiento - Edad de la empresa - Beta del modelo de mercado	La relación entre los resultados y el precio de mercado varía en función de la fase del ciclo de vida por la que atraviesen las empresas. Las más jóvenes, al soportar un mayor nivel de riesgo, presentan una menor relación entre los resultados y los precios.
Warfield y Wild (1992)	Entre 1.409 y 1.604 observaciones 1983-1986	Desde 1 trimestre hasta 2 años	EPS	- Variables retardadas	La capacidad que tienen los beneficios para explicar la evolución de las rentabilidades se incrementa significativamente si se amplía el horizonte temporal de estudio. En el caso de datos trimestrales el $R^2$ es de 0,0039 mientras que con datos bianuales aumenta hasta 39,76.
Easton et al. (1992)	Entre 706 y 1203 empresas 1968-1986	5 y 10 años	EPS	NO	La correlación entre la rentabilidad del mercado y los beneficios se incrementa si se amplía el horizonte temporal de medición. Para períodos de 10 años el $R^2$ se incrementa hasta un 0,64.
Lev y Thiagarajan (1993)	Entre 140 y 180 empresas 1974-1988	1 año	EPS	- Nivel de Existencias - Volumen de cuentas a cobrar - Gastos capitalizables Margen bruto - Ventas y gastos administrativos - Provisión para insolvencias - Tasa impositiva efectiva - Reestructuraciones de plantillas - Volumen de pedidos - Método de valoración de existencias	De los dos modelos planteados (sin y con variables adicionales) el que incluye otras magnitudes al margen del beneficio permite explicar una mayor proporción del $R^2$ , siendo además más estable en el tiempo. En algunas de las variables utilizadas se detecta su condicionamiento con determinados datos macroeconómicos (inflación y PNB).

La reducida correlación entre los precios de mercado y los resultados contables de las sociedades cotizadas, implica, en cierto modo, que deberán de existir otras variables, diferentes al resultado, que expliquen mejor el proceso de formación de los precios de los valores, ya que la única presencia como variable explicativa de los beneficios resulta insuficiente para interpretar las variaciones que se produzcan en las rentabilidades del mercado. La presencia de este comportamiento, que podríamos calificar como de inesperado, se ha calificado por los autores como la «anomalía resultado-precio», y las causas que podrían justificar su existencia serían, en opinión de Ball (1992, pág. 321), las siguientes:

1- Que el mercado real sea ineficiente. Esto supondría que sistemáticamente se conseguirían rentabilidades superiores a las medias, a coste cero, utilizando la información sobre los beneficios.

2- Que el mercado sea eficiente, pero que la medida de las rentabilidades anormales sea una estimación sesgada del verdadero beneficio económico. Esto podría deberse a alguna de las siguientes causas:

a) El elevado coste que puede alcanzar la adquisición y procesamiento de la información sobre los beneficios.

b) La subestimación de los ratios de rentabilidad de los inversores, debido a la falta de consideración de los impuestos o al estimar los precios en función de las cotizaciones de los títulos. Esto explicaría la correlación detectada en algunos trabajos, entre los beneficios y otras variables contables.

c) La subestimación de las rentabilidades anormales obtenidas con la aplicación de los modelos de valoración de activos, debida a limitaciones en nuestro conocimiento sobre los determinantes de las

expectativas de rentabilidad de los inversores, o de la no consideración de otros parámetros relevantes para la estimación del precio de los valores al margen del riesgo (aspecto que ya consideramos en el primer capítulo, donde, en el marco del C.A.P.M., nos referimos a los trabajos que evidenciaban la insuficiencia de la «beta» para explicar las variaciones en los rendimientos de los valores). Téngase en cuenta que en un mercado competitivo cabría esperar una relación positiva entre los cambios en los niveles de riesgo de las inversiones y las expectativas de beneficios, sin embargo, en la realidad, únicamente se puede atribuir una pequeña proporción del cambio al riesgo, ya que la mayor parte sería imputable a la existencia de pérdidas o ganancias inesperadas (Ball, et al., 1993).

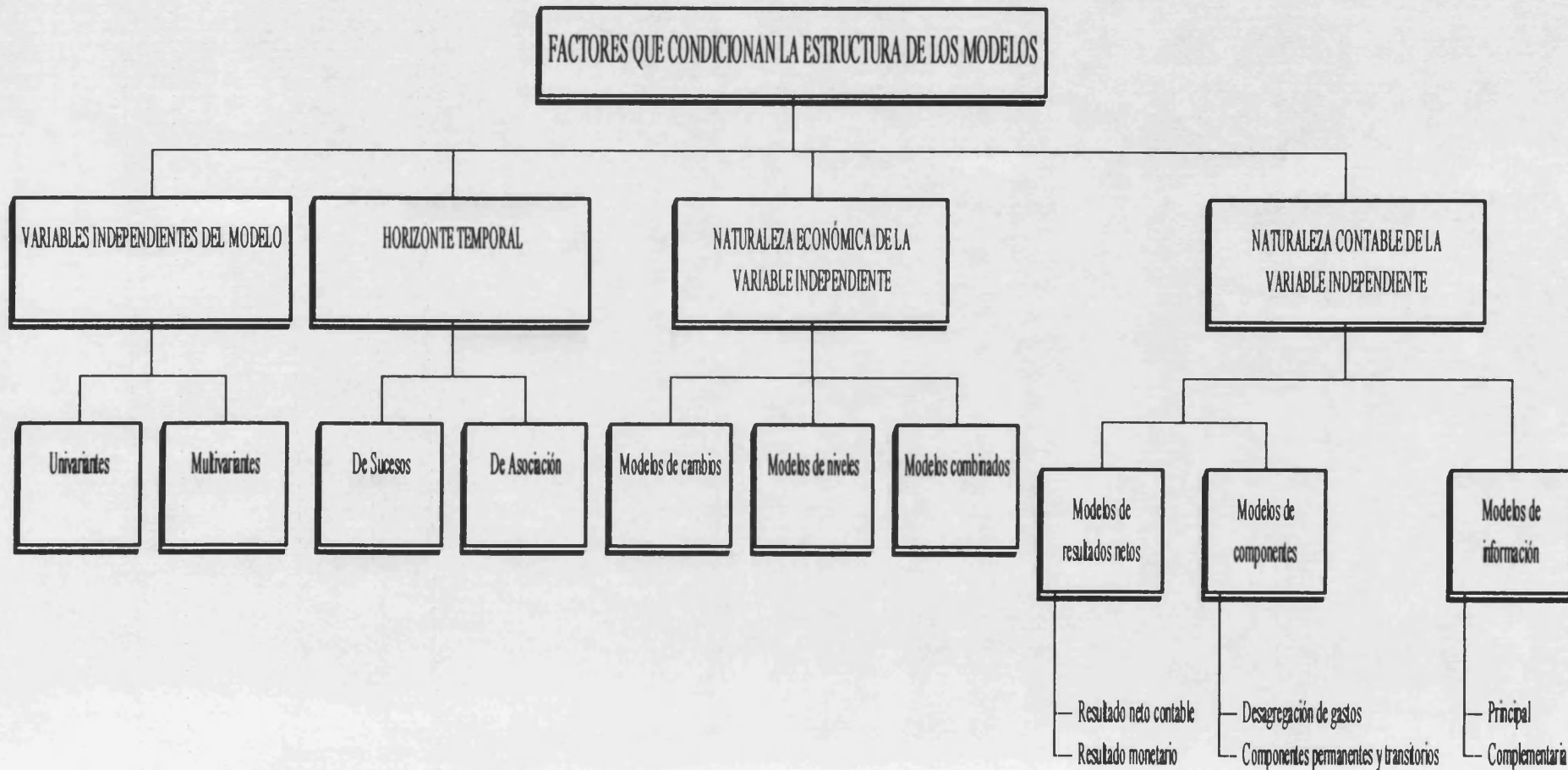
Con independencia de cuál pueda ser la posible explicación a este fenómeno, las investigaciones se orientaron hacia la detección de las principales variables que pueden incidir en la formación de los precios de los títulos. En este sentido, empezaron a incluirse en los modelos de regresión determinadas variables contables, o combinaciones de éstas, con el fin de analizar cuál podía ser el contenido informativo de los componentes que forman parte de la cifra de beneficios o de los estados financieros. Asimismo, a finales de la década de los ochenta se produjo una reorientación en los planteamientos metodológicos de los modelos que se venían utilizando, siendo además cuestionadas las hipótesis que se habían aceptado hasta entonces en lo referente a las expectativas que se forman los inversores ante cambios en la cifra de beneficios. Al estudio de estas cuestiones dedicaremos el resto de este capítulo.

## **2.9.2 ASPECTOS METODOLÓGICOS DE LOS MODELOS DE COMPORTAMIENTO DE LOS BENEFICIOS.**

La escasa correlación obtenida en los estudios que relacionan los beneficios inesperados de las empresas y los rendimientos de los títulos hizo que los investigadores se plantearan en que medida la metodología que se estaba utilizando era o no correcta. Dentro del abanico de posibilidades que se han utilizado para plantear distintos modelos en los que plasmar la relación entre beneficios contables y precios de mercado, una gran parte de los mismos se han centrado en el análisis de los cambios que se producían en bolsa ante variaciones en los resultados inesperados de las empresas.

Lógicamente, los modelos utilizados están sujetos al cumplimiento de una serie de hipótesis y condicionantes que pueden interferir en su capacidad explicativa. En adelante vamos a ocuparnos de los principales limitaciones metodológicas han dado en la mayor parte de la investigación realizada, así como en las mejoras que se han introducido en los modelos con fin de compatibilizar las expectativas de los inversores con las evolución de los beneficios que tengan las empresas. La consideración de todas estas cuestiones ha dado lugar a varios tipos de modelos que se pueden clasificar en función de determinadas características (véase cuadro 2.7).

CUADRO 2.7: CLASIFICACIÓN DE LOS MODELOS QUE RELACIONAN A LA INFORMACIÓN CONTABLE Y LOS PRECIOS DE MERCADO DE LAS ACCIONES (ADAPTADA DE MONTERREY Y PINEDA, 1995).



### 2.9.2.1 LIMITACIONES DE LOS ESTUDIOS QUE ANALIZAN LA RELACIÓN ENTRE LOS BENEFICIOS Y LOS PRECIOS DE MERCADO.

La mayor parte de las restricciones que tienen este tipo de modelos afectan, básicamente, a su forma funcional y a la definición de las variables que los integran. El modelo que podríamos considerar como clásico, se puede representar de la siguiente forma<sup>75</sup>:

$$UY_{it} = \alpha_{0t} + \beta_{1t} \times \left( \frac{\Delta UR_{it}}{P_{it-1}} \right) + e_{it} \quad [2.11]$$

donde:

$UY_{it}$  = Rentabilidad anormal de los valores

$\Delta UR_{it}$  = Indicador de los resultados no esperados

Este modelo, al que se suele denominar de «cambios», se basa en que, dado que los precios de mercado reflejan expectativas de resultados antes de que éstos sean anunciados, se considera adecuado correlacionar los resultados no esperados, o sea, aquellos que nos han formado parte de las expectativas (y por tanto el mercado no los ha tenido en cuenta para valorar a los títulos), y los cambios producidos en los precios (Lev, 1989, pág. 158).

<sup>75</sup> A pesar de que en este caso estamos relacionando la tasa de rentabilidad de los títulos con la tasa de variación de los resultados contables, existen otras alternativas formales para representar la relación entre los beneficios y los precios de mercado. En concreto, suele ser habitual plantear un modelo de rentabilidades, donde se utiliza el precio de mercado de un período anterior como deflactor de las variables dependiente e independiente (véase Kothari, 1992), o bien un modelo de precio, en el que se compara directamente el precio de mercado con el beneficio obtenido durante un período temporal dado. Sobre los pros y los contras al uso de unos u otros modelos, puede consultarse el trabajo de Kothari y Zimmerman (1995).

Por lo que se refiere a la estimación de las variables que intervienen en este modelo, la dependiente ( $Uy_{it}$ ) suele estimarse a partir del modelo de mercado de Sharpe (al que nos referiremos en el séptimo capítulo. La propia aceptación de este modelo como el más adecuado para determinar las rentabilidades anormales del mercado ya ocasiona un buen número de críticas relacionadas, fundamentalmente, con los métodos de estimación escogidos y con las dudas que implica la elección del índice que debe de utilizarse para establecer la relación existente entre los títulos y el mercado.

Más problemas plantea el cálculo de la variable independiente del modelo propuesto al inicio de este epígrafe. La estimación de los resultados contables que puedan considerarse como *no esperados*, requiere en cierto modo del establecimiento de algún tipo de hipótesis que haga referencia a las expectativas que tengan los individuos sobre los beneficios futuros que espere obtener una sociedad<sup>76</sup>. Además, no existe unanimidad absoluta a la hora de seleccionar que variable se considerará como el beneficio (o subrogado de este) de la empresa. Aunque en un principio se utilizó el beneficio anual (Ball y Brown, 1968; Beaver et al., 1980b; Bowen et al., 1987), el protagonismo se ha ido desplazando poco a poco hacia el uso del beneficio por acción (Beaver et al., 1980; Hagerman et al., 1984; Ali et al., 1992; Ramesh y Thiagarajan, 1993).

---

<sup>76</sup> En algunos casos, los supuestos que se han adoptado pueden llevar a conclusiones equívocas por lo que conviene dejarlos claramente explicitados al exponer la metodología que se vaya a utilizar (véase en este sentido, Ohlson y Shroff, 1992).



Otra crítica fundamental que se ha vertido sobre este tipo de modelos consiste en la presunción implícita de que los parámetros estimados para la variable o variables independientes (en el caso de modelos multivariantes), también denominados «coeficientes de respuesta de los resultados», son constantes en el tiempo y para cualquier tipo de empresa. Esto supone que los inversores no discriminaran sus decisiones de inversión ante la presencia de un beneficio inesperado, sea cual sea la empresa que lo haya obtenido. Este supuesto acerca del comportamiento de los inversores parece excesivamente simplificador, máxime si tenemos en cuenta las lógicas diferencias que se dan entre distintos tipos de empresas o sectores empresariales en aspectos legales, comerciales, financieros, políticos o sociales.

Así, se ha encontrado evidencia empírica de la existencia de alguna correlación significativa entre los coeficientes de respuesta del resultado y otras variables económicas. En concreto, parece demostrado, i) el diferente comportamiento sectorial de estos parámetros (Easton, 1985; Biddle y Seow, 1991; Teets, 1992); ii) la relación inversa existente entre los coeficientes y el riesgo sistemático los títulos (Easton y Zmijewski, 1989; Collins y Kothari, 1989); iii) la variabilidad de los coeficientes de respuesta ante empresas de diferentes tamaños (Collins y Kothari, 1989); iv) la relación positiva que se establece entre la persistencia de los beneficios y los parámetros del modelo (Kormendi y Lipe, 1987); y, v) la relación negativa que se da entre los coeficientes y las oportunidades de crecimiento futuro de las empresas (Ahmed, 1994).

Por tanto, una gran parte de las aportaciones que se han llevado a cabo en los últimos años se han centrado en la mejora de la metodología a utilizar teniendo en cuenta las limitaciones detectadas, así como en el examen de los fundamentos teóricos más apropiados que faciliten una descripción más adecuada de las expectativas que tengan los inversores acerca de los beneficios inesperados que consideren que vayan a obtener las empresas cotizadas. Al

estudio de las principales modificaciones introducidas en la metodología, dedicamos el siguiente apartado.

### 2.9.2.2 ALGUNAS MEJORAS INTRODUCIDAS EN LA METODOLOGÍA.

Los principales avances introducidos en la metodología utilizada para el estudio de la relación entre los beneficios contables y el precio de mercado de los títulos, se pueden resumir en dos:

- a) La modificación de la forma funcional del modelo de comportamiento.
- b) La introducción de otras variables explicativas, al margen de los beneficios, que incrementen el poder explicativo del modelo.

A este respecto, en este apartado nos vamos a referir a la primera cuestión, dejando para el siguiente epígrafe el estudio de la segunda. Los modelos de cambios (los que hemos comentado en el apartado anterior) se centran en la determinación de la repercusión que tenga la existencia de resultados contables inesperados sobre los precios de mercado de los títulos. A diferencia de éstos, los denominados modelos de «niveles» consideran más adecuado analizar la citada relación basándose en la evolución que experimenten los recursos propios de las empresas más que en los resultados inesperados (Penman, 1992a, pág. 479). Analíticamente, la estructura formal del modelo de regresión es la siguiente<sup>77</sup>:

---

<sup>77</sup> El desarrollo algebraico que conduce a esta ecuación, a partir de la relación entre los precios de mercado y los recursos propios, puede consultarse en Easton y Harris (1991).

$$Y_{it} = \alpha_{0i} + \beta_{1i} \times \left( \frac{R_{it}}{P_{it-1}} \right) + e_{it} \quad [2.12]$$

donde:

$Y_{it}$  = Rentabilidad de los títulos

$R_{it}$  = Resultados de la empresa «i» en el instante «t»

$P_{it-1}$  = Precio de mercado del título «i» en el instante «t-1»

La principal ventaja que se deriva de este modelo es que la variable independiente ( $R_{it}$ ) no deberá de estimarse, sino que se trata de un dato fehaciente, con lo que se evitarán los problemas de estimación que surgían en los modelos de cambios. Otra característica diferenciadora de estos modelos radica en la elección del intervalo temporal de análisis. La mayor parte de ellos han optado por examinar la relación entre los resultados y los precios a largo plazo, acumulando para ello los beneficios obtenidos en diferentes períodos de tiempo superiores al ejercicio económico. De esta forma, se pretende comprobar cuál es el grado de coherencia entre la información reflejada en los precios y los datos contables (básicamente, el beneficio) que presentan las sociedades. Así, se podría evaluar de que manera incorpora el mercado a sus precios la capacidad que tenga las empresas de generar recursos (Collins y Kothari, 1989).

Entre las aportaciones empíricas más relevantes en este campo, destacan los trabajos de Easton et al. (1992), Ohlson y Penman (1992) o el de Warfield y Wild (1992). En ellos se detecta como ampliando el horizonte temporal para el estudio de los beneficios, en algunos casos hasta los diez años, se consigue una mejora sustancial en los valores de los coeficientes de determinación de los modelos de regresión. Esto supondrá, en cierto modo, que el mercado está valorando no sólo la posibilidad de que se produzca un cambio en los resultados de la empresas, sino lo que es más importante, considera relevante

cuál pueda ser la capacidad que tengan para mantener en el tiempo su corriente de beneficios.

Este planteamiento tiene interesantes consecuencias para comprender las reacciones que puedan tener los inversores ante un anuncio de resultados concreto y, en combinación con el planteamiento del modelo de cambios, ha dado lugar a una tercera categoría de modelos que podríamos denominar como *combinados*. La idea que subyace en dichos modelos esta ligada al concepto de *persistencia* de los resultados, entendida como la medida en que un error al pronosticar la cifra de beneficios puede influir en las revisiones de las expectativas que tengan los inversores sobre los resultados futuros. En consecuencia, es posible que se estuviesen especificando incorrectamente los modelos de regresión al no distinguir entre el componente persistente de los beneficios no esperados y el que se podría considerar como transitorio (Kormendi y Lipe, 1987).

La expresión funcional de este tipo de modelos es la siguiente:

$$Y_{it} = \alpha_{0t} + \beta_{1t} \times \left( \frac{\Delta R_{it}}{P_{it-1}} \right) + \beta_{2t} \times \left( \frac{R_{it}}{P_{it}} \right) + e_{it} \quad [2.13]$$

En dicha expresión se pretende reflejar al mismo tiempo que incidencia tendrá sobre la valoración que haga el mercado de las empresas, tanto un cambio ocasional (supuestamente producido por un resultado inesperado) como la persistencia que se le asocie a los beneficios que se vayan reconociendo. En este sentido, la evidencia empírica (Biddle y Seow, 1991; Kothari y Sloan, 1992; O'hanlon et al., 1992; Ali y Zarowin, 1992a) parece demostrar que los cambios que realmente producen alteraciones en las rentabilidades de los valores están asociados con variaciones en el componente persistente de los beneficios. Un beneficio inesperado de carácter transitorio daría lugar a una rentabilidad anormal en el mercado si éste supusiese una

disparidad entre los flujos de caja reales y esperados que se fueran a obtener y/o si provocara una revisión de las expectativas de los inversores. Además, para que esto fuese así, el cambio transitorio en el beneficio debería de interpretarse como una futura mejora en la capacidad productiva de la empresa que tendría como efecto a medio o largo plazo un aumento del nivel del componente permanente.

No obstante, queda por determinar en que situaciones será más convenientes la utilización de unos u otros tipos de modelos. Como indican Monterrey y Pineda (1995, pág. 436), la racionalidad económica nos enseña que una compañía cuyo resultado sea elevado, y dicho nivel sea también persistente en el tiempo, *debe* estar bien valorada en el mercado; pero como su nivel de resultado es alto, los cambios en la cifra de beneficios serán proporcionalmente más reducidos, ya que cada vez le resultará más difícil optimizar dicho nivel; de aquí que en este tipo de empresas, el precio está mejor explicado en términos de niveles que de cambios. Por otra parte, aquellas empresas con bajos niveles de resultados *deben* estar mal valoradas por el mercado, si bien los cambios tenderán a ser más bruscos, en términos relativos, a los de las sociedades con mayores niveles de beneficios, por lo que la evolución del precio de mercado se explicaría mejor mediante un modelo de cambios.

Por lo tanto, los modelos que consideramos más completos desde el punto de vista de su capacidad explicativa serán los combinados, ya que tienen en cuenta simultáneamente tanto el componente transitorio (representado por la variación del resultado) como el persistente (caracterizado por el nivel de beneficios alcanzado). Únicamente queda por dilucidar la conveniencia de introducir en los modelos otras variables, al margen del resultado, que puedan incrementar su capacidad explicativa. En el siguiente epígrafe nos referimos brevemente a esta posibilidad.

### **2.9.3 LA INCLUSIÓN DE OTRAS VARIABLES QUE COMPLEMENTEN EL PODER EXPLICATIVO DE LOS BENEFICIOS.**

A pesar de las diferentes mejoras introducidas en la metodología utilizada para analizar la relación existente entre el resultado contable y la rentabilidad de los títulos en el mercado, todavía se aprecia una insuficiencia explicativa en dicha relación que aconseja la introducción de otras variables con el fin de determinar que papel desempeñan en el proceso de formación de los precios y cuál era su conexión con el propio beneficio. En este sentido, destaca el trabajo de Lipe (1986) en el que incorporó como variables independientes del modelo, una serie de componentes desagregados del resultado contable (concretamente, el margen bruto sobre ventas, los gastos de administración, las dotaciones a la amortización, los gastos financieros y los impuestos).

De los resultados obtenidos destaca el hecho de que al considerar por separado determinadas partidas que formaban parte de la cifra de beneficios, se conseguía mejorar el contenido informativo que se obtenía utilizando únicamente el beneficio como concepto agregado. A parecidas conclusiones, pero utilizando diferentes variables independientes, han llegado otros autores (Ohlson y Penman, 1992; Ali y Zarowin, 1992b; Lev y Thiagarajan, 1993), por lo que parece confirmarse la existencia de diferentes componentes que explicarían en mayor medida las variaciones de las rentabilidades anormales de los valores, que la explicada por el beneficio considerado como única variable. Esta circunstancia pondría de manifiesto la necesidad de facilitar el desglose de las partidas del resultado ya que, en caso contrario, se produciría una pérdida de información.

Para concluir este apartado, queremos destacar que por lo que respecta a este tipo de modelos existe una importante línea de investigación que ha optado por contrastar que contenido informativo añade al resultado contable la utilización como variables adicionales de determinados componentes del «cash-

flow» generado por la empresa durante un período concreto. En definitiva, lo que se plantea es el análisis de qué variable ofrece mayor información al mercado, si el resultado calculado mediante el principio de devengo o a través de criterios de caja. En ese sentido, Bowen et al. (1987) contrastaron que las variables de flujos de caja incorporan contenido informativo adicional en relación con la cifra de beneficios y otras variables calculadas con criterios de devengo. Sin embargo, conviene indicar que sus resultados no se confirmaron para el caso del capital circulante<sup>78</sup>. A similares conclusiones llegaron, para el caso del mercado norteamericano, Wilson (1987), Bernard y Stober (1989) y Jennings (1990), y por lo que se refiere a la investigación empírica en el Reino Unido, Board y Day (1989) y Clubb (1995). Para una revisión de algunos trabajos enmarcados en el estudio del contenido informativo de los flujos de tesorería, puede consultarse el trabajo de Apellániz (1995).

#### 2.9.4 LA PRESUNTA IRRACIONALIDAD DE LOS INVERSORES.

Una de las consecuencias directas de la adopción de la hipótesis semi-fuerte del mercado eficiente como modelo de comportamiento para el mercado de valores, será el nulo valor económico que tendrá una información a partir del instante en que ésta sea de dominio público. En el plano contable, esto implicaría que con posterioridad a la publicación y difusión de la información incluida en los estados financieros no cabría esperar la presencia de rentabilidades anormales en los valores, ni aún el caso en que los inversores utilizaran métodos analíticos para interpretar el contenido de los mismos.

---

<sup>78</sup> No obstante, mediante el establecimiento de relaciones no lineales entre las rentabilidades anormales de los títulos y las variables contables, Ali (1994) sí encontró evidencia de la existencia de esta relación.

Sobre este particular, y por su influencia sobre trabajos posteriores, destaca el estudio de Ou y Penman (1989a). El objetivo básico de su investigación se centró en evaluar la capacidad predictiva que pudiesen tener determinados ratios contables, denominados «fundamentales», para la estimación de las rentabilidades anormales. Estos autores elaboraron un modelo de predicción a través del cual estimar la probabilidad ( $Pr$ ) de que se produzca un resultado inusual, definido éste como el exceso en el beneficio por acción de un ejercicio, respecto al incremento medio obtenido durante los cuatro últimos ejercicios.

El modelo de regresión que utilizaron fue un *logit* en el que a la variable dependiente ( $Pr$ ), se le asigna el valor uno cuando se dé un resultado inusual, y cero en caso contrario<sup>79</sup>. Como variables independientes se tuvieron en cuenta 68 ratios (Ou y Penman, 1989a, págs. 304-305) obtenidos a partir de los estados financieros, ajenos por tanto a cualquier eventualidad que pudiese ocurrir en el mercado. A partir de los datos muestrales (se utilizaron, según el período, entre 1500 y 2000 empresas) se estimaron dos modelos con el fin de validar la capacidad predictiva del indicador  $Pr$  y su persistencia a lo largo del tiempo. Una vez estimados los valores de  $Pr$  para el período 1973-1983, se formaron 10 carteras de valores y se comprobó en qué medida el resultado inusual provocaba a su vez una rentabilidad anormal en los precios de mercado.

<sup>79</sup> Los *logit* son modelos de probabilidad condicional donde la variable dependiente toma valores comprendidos entre dos cifras. A partir de una función logística, como la que se muestra en [2.14], se estiman los valores de los coeficientes asociados a las variables independientes:

$$P_i = F(Z) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} \quad [2.14]$$

donde:

$Z_i = \sum b_j X_{ij}$ , siendo  $X_{ij}$  el vector de atributos de cada entidad  $i$  y  $b_j$  los respectivos coeficientes de cada atributo  $j$  que hay que estimar.



Los resultados de este trabajo hay que analizarlos desde una doble perspectiva. En primer lugar, los valores del indicador *Pr*, por término medio, pronosticaron correctamente el 78,7% de los cambios inesperados en el beneficio por acción. Este resultado pondría de manifiesto que la capacidad predictiva del resultado futuro (a un año vista), no dependería del obtenido durante el ejercicio presente, sino más bien de algunos elementos y ratios de los estados financieros actuales. Como resalta Ou (1990, pág. 161) en un trabajo publicado con posterioridad, la evidencia parece confirmar que los datos contables que se proporcionan en los estados financieros, al margen de la cifra de beneficios, contienen información que afecta a la evolución futura de los resultados y que no se refleja en el resultado actual.

En segundo lugar, el estimador *Pr* predijo adecuadamente el 66% de los retornos anormales de los precios de mercado de los valores. Este resultado se interpretó como una manifestación de ineficiencia por parte del mercado, ya que la obtención de rentabilidades anormales sería consecuencia de una infrutilización de la información disponible en el mercado. Así, mientras dure el proceso de transmisión de la información contable, el ajuste de los precios de mercado a la predicción de las variaciones de los beneficios futuros será mayor que la respuesta que tendrían al anuncio del beneficio. Como indica Ou (1990, pág. 162), este resultado es consistente con la idea de que la difusión de datos contables incluidos en los estados financieros, al margen del resultado contable, modifica las expectativas de los inversores respecto a los beneficios futuros.

Utilizando similar metodología, Ou y Penman (1989b) analizaron la relación existente entre el ratio P.E.R. y el indicador *Pr*. Esto autores encontraron una correlación negativa entre las rentabilidades predichas a través del P.E.R. y el índice *Pr*. Además, ambos indicadores proporcionaron

parecidas predicciones acerca de la evolución de los beneficios futuros<sup>80</sup>, aunque esta coincidencia no se produjo en el caso de la predicción de las rentabilidades futuras de los valores. Esta disparidad podría explicarse debido al hecho de que tanto el P.E.R. como el *Pr*, estarían midiendo diferentes aspectos del riesgo, o bien porque el mercado no sólo incorpora con retraso la información de los estados financieros que se utiliza para evaluar los beneficios futuros, sino que también se retrasa al incorporar a los precios la información financiera contenida en los beneficios generados durante el ejercicio en curso.

A pesar de la originalidad de estos trabajos, existen ciertas limitaciones que consideramos conveniente precisar. La crítica que con más insistencia se ha planteado ha sido la ausencia de fundamento teórico, en el modelo de Ou y Penman, a la hora de seleccionar las magnitudes de los estados financieros que se utilizan para predecir las rentabilidades anormales<sup>81</sup>. De hecho, las variables incluidas en el modelo *logit* para estimar el indicador *Pr*, se han escogido en base a su asociación empírica con los resultados del año posterior (Ball, 1992, pág. 336). En este sentido, destaca por su expresividad el comentario de Larcker (1989, pág. 147), al afirmar que, aún reconociendo la capacidad para predecir las variaciones en los resultados del índice *Pr*, este indicador es por construcción, básicamente, una «caja negra».

---

<sup>80</sup> Existe una amplia literatura acerca de la capacidad del ratio P.E.R. para predecir la evolución futura de los precios de los títulos. Como muestra de lo dicho, véase el trabajo de Jaffe et al. (1989).

<sup>81</sup> El propio Penman (1992a) reconoce las carencias teóricas del indicador *Pr* e indica que hay que proceder con cautela en la interpretación de los resultados que se obtengan. Asimismo, Penman (1992b) admite que es prematuro calificar esta anomalía como una ineficiencia del mercado, ya que para realizar inferencias a partir del modelo, no es necesario que el mercado se comporte eficientemente en su grado máximo. Por tanto, Penman considera que el mercado sí que valora la información que contiene *Pr* y, en consecuencia, incorpora los datos sobre beneficios contenida en dicho indicador.

Aún con estas limitaciones, varios autores han utilizado esta metodología en sus trabajos con el fin de contrastar cuál es la capacidad predictiva del indicador *Pr*. Para Stober (1992), este índice es válido ya que los pronósticos que vaticina coinciden con los de los analistas (cuando las previsiones de estos son conocidas) en el 75% de las ocasiones, y cuando no coinciden, predice con mayor precisión que éstos, lo que reafirmaría la tesis de que este indicador incorpora información no descontada en los precios de mercado. Además, Stober (1992) también contrastó la utilidad de *Pr* para predecir los rentabilidades anormales a largo plazo (concretamente, hasta 72 meses), aspecto en el que supera al trabajo de Ou y Penman (1989a) ya que estos únicamente lo aplicaron a un horizonte temporal de predicción a un año vista.

Sin embargo, Greig (1992) cuestiona el valor predictivo de *Pr* debido a la naturaleza de los componentes que determinan su valor. En concreto, al elaborarse a partir de ratios contables, puede que dichos ratios varíen significativamente en sus valores numéricos dependiendo del tamaño de las empresas consideradas en la muestra. De hecho, si se corrigen los datos teniendo en cuenta el «efecto tamaño», la relación entre *Pr* y la rentabilidad anormal no parece tan ostensible, por lo que los resultados obtenidos por Ou y Penman (1989a) cabría interpretarlos como una nueva constatación del efecto tamaño, más que como una prueba de la ineficiencia del mercado. Ahora bien, sea como fuere, los resultados de Greig (1992) ponen de manifiesto la presencia de una anomalía, consistente con el trabajo de Ou y Penman.

Por otra parte, Holthausen y Larcker (1992) obtuvieron unos resultados similares a los alcanzados por Ou y Penman (1989a), ya que consiguieron predecir las rentabilidades anormales si bien, a diferencia de la metodología utilizada por los segundos, aplicaron directamente el indicador *Pr* a la predicción de rentabilidades anormales, sin que previamente se obtuviesen predicciones de resultados inusuales. En su trabajo, Holthausen y Larcker

(1992) aplicaron *Pr* sobre una muestra de empresas a lo largo del período 1978-1988, teniendo en cuenta en el modelo el control sobre el tamaño de las empresas, para que esta circunstancia no desvirtuase los resultados alcanzados. Respecto a éstos últimos, Holthausen y Larcker (1992, pág. 410) manifiestan su perplejidad por el hecho de que *Pr*, que se trata de un indicador puramente estadístico y sin ningún fundamento económico, facilite la predicción de rentabilidades anormales y, en consecuencia, detecte una anomalía inconsistente con la hipótesis de eficiencia del mercado.

Al margen de las opiniones de los detractores o defensores de los resultados obtenidos a través de *Pr*, parece claro que este indicador podría interpretarse como un subrogado del efecto que sobre los precios de mercado tendrían determinadas variables de los estados financieros. Además, el desarrollo de los trabajos basados en esta metodología ha servido para revitalizar el eterno debate en torno a la utilidad del análisis fundamental en la valoración de los títulos bursátiles. En este sentido, Lev y Thiagarajan (1993), utilizando una metodología diferente a la de Ou y Penman (1989a), detectaron que los inversores tienen en cuenta ciertas variables, consideradas como fundamentales, para valorar adecuadamente las acciones. Estas variables capturarían importantes características acerca de la evolución del crecimiento y persistencia de los beneficios futuros, existiendo alguna relación con determinados datos macroeconómicas.

Una vez analizada parte de la evidencia acumulada respecto a la relación entre el análisis de datos contables y el mercado de capitales, debemos de pronunciarnos sobre la utilidad del mismo en el contexto de la teoría de la eficiencia. En nuestra opinión, consideramos que se trata de una herramienta analítica que añade contenido informativo para la valoración de los títulos bursátiles que deban realizar los inversores. Algunas variables contables (o combinaciones de éstas) en unión con otros datos de tipo macroeconómico, parecen descifrar en mayor medida el comportamiento de los precios de

mercado que lo que predicen los modelos teóricos de valoración (que únicamente utilizan la prima de riesgo como variable explicativa del valor de los títulos). Por esta razón, creemos que el análisis de la información resulta imprescindible para el conocimiento, no sólo de la situación económica presente y pasada, sino también como medio para anticipar cuál va a ser el comportamiento futuro del valor de las acciones.

Además, como indican Monterrey y Sánchez (1993, pág. 18), la razón principal para defender este tipo de análisis es que en un escenario de anomalías del mercado con presunciones de ineficiencias, los precios de las acciones se desvían de sus valores intrínsecos, es decir, no puede afirmarse que en rigor, los precios constituyen un estimador insesgado del valor. De esta forma, el análisis de la información incidiría en el descubrimiento de valores económicos que todavía no han tenido reflejo en los precios de mercado. Una vez determinado el que se podría considerar como valor teórico de las acciones, se compararía con la cotización actual para detectar si los títulos están infravalorados o sobrevalorados, decidiendo en ese instante cuál sería la mejor estrategia de compra-venta.

Por otra parte, el abandono relativo que ha tenido el estudio de la relación entre algunas variables contables y los precios de mercado de los valores, tiene una explicación lógica, que Penman (1992a) atribuye a la ortodoxia reinante en los mercados eficientes que ha supuesto el estudio del precio, sin tener en cuenta el análisis previo del valor. En definitiva, y si admitimos que los mercados «reales» no son todo lo eficientes que la teoría predice, la búsqueda del «verdadero» valor redundará en una mejora de la eficiencia de los mercados y un mayor conocimiento de las variables que explican el comportamiento de los precios de mercado de los títulos, con el efecto positivo que ello acarrearía sobre las decisiones de inversión de los actuales o potenciales agentes intervinientes en los mercados de capitales.

## **2.10 EFICIENCIA DEL MERCADO Y AUDITORÍA DE ESTADOS FINANCIEROS.**

A lo largo de las tres últimas décadas la mayor parte de la investigación contable centrada en el mercado de capitales, ha tenido como principal objetivo la constatación de que la información suministrada por los estados financieros resulta útil para la toma de decisiones de los inversores. Como se ha visto, la adopción de la teoría de la eficiencia del mercado ha resultado vital para el desarrollo de esta línea de investigación. Ahora bien, si nos encontramos en un marco en el que se supone que los agentes económicos son capaces de valorar correctamente las consecuencias de un determinado hecho, ¿cuál es el papel que desempeñaría en este tipo de mercados la verificación de la autenticidad de las informaciones que se difunden en él?

Desde el punto de vista teórico, la emisión de informes que atestigüen la veracidad de una información concreta será descontada por el mercado en la medida en que los cambios modifiquen las expectativas de los inversores, creadas de antemano debido a la difusión de las informaciones ahora verificadas. Dado que el objetivo final de la auditoría de cuentas será ofrecer una opinión fundada acerca del grado de cumplimiento de los principios y normas contables que condicionan la imagen fiel del patrimonio y de los resultados que han de presentar las empresas, la publicación del informe de auditoría permitirá evaluar a los inversores el grado de representatividad que deberían de asignarle a dicha información en el proceso de valoración de los títulos.

Para comprobar cuál es el contenido informativo de los informes de auditoría, la metodología aplicable sería similar a la empleada para determinar la utilidad de los datos contables incluidos en los estados financieros, es decir, se trata de analizar cuál es la significatividad de los cambios que se produzcan en los precios de mercado ante la publicación de los citados informes. Una vez

establecida ésta, la reacción de los precios podría interpretarse como un indicador de la materialidad que otorgan los inversores a la opinión que los auditores hayan manifestado sobre la información contable de la sociedad cotizada.

Uno de los primeros trabajos en el que se planteó el análisis de la relación entre los precios de mercado y la publicación de los informes de auditoría fue el de Firth (1978). En su estudio, este autor partió de una muestra de 1500 empresas que habían sido auditadas durante los años 1974-1975. De los 3000 informes de auditoría analizados, se detectaron algunas salvedades en 247 de ellos (Firth, 1978, pág. 645). La metodología utilizada fue la del análisis de los residuos del modelo de mercado, teniendo en cuenta una «ventana» de cuarenta días (veinte antes y veinte después) respecto a la fecha en la que se publicaba el citado informe. En lo concerniente a esta metodología, a la que nos volveremos a referir en epígrafes posteriores, será en el capítulo quinto donde la desarrollaremos en profundidad ya que, con algunas modificaciones, ha sido la que hemos utilizado en la realización de nuestro trabajo empírico.

Firth (1978), con el fin de asegurarse la significatividad de los resultados, seleccionó una muestra de control en la que se incluyeron empresas cuyos informes de auditoría estaban «limpios». Por tanto, si hubiesen diferencias significativas en la reacción de los precios de mercado a la publicación del informe entre el grupo de empresas con salvedades y el de empresas con informes limpios, cabría atribuir las a la información que contendría la calificación de los auditores.

De los resultados de este trabajo parece desprenderse que los inversores reaccionan de manera diferente en función de la salvedad que se incluya en el informe, y que este dato lo tienen en cuenta en su proceso de toma de

decisiones<sup>82</sup>. Asimismo, los precios incorporan rápidamente, y en la dirección esperada, la información que contengan los informes, lo que sería consistente con lo que predice la eficiencia del mercado respecto a como descuentan las cotizaciones la aparición de nuevas informaciones. De admitirse este planteamiento, y dado que los inversores son capaces de discriminar según sea la trascendencia de las salvedades que se incluyan en los informes, los profesionales de la auditoría deberían de tenerlo en cuenta a la hora de elaborar sus opiniones. Así, ante la presencia de una serie de contingencias que los usuarios de la información contable considerasen como relevantes, los auditores deberían explicar con mayor detalle cuál sería el efecto de dichas incertidumbres sobre el patrimonio y los resultados de la sociedad auditada.

Sin abandonar esta línea de investigación, uno de los planteamientos que más controversia ha generado (y genera) en la teoría y la práctica de la auditoría de estados financieros, es el tratamiento que debe darse en el informe de auditoría a las incertidumbres inherentes. Las organizaciones profesionales han sido muy sensibles ante estas circunstancias que, tradicionalmente provocan en el auditor la emisión de una opinión con salvedades. En este sentido, la Comisión Cohen ya recomendó en 1978 la eliminación de las mismas (consejo al que hizo caso omiso el A.I.C.P.A.), arguyendo para ello, que resultaría más clarificadora la difusión de una opinión desfavorable mediante un informe que explicase dichas incertidumbres y que formaría parte de las cuentas anuales. En este documento se cuantificaría la materialidad de las citadas incertidumbres, indicando que efectos tendrían sobre la posición económica y financiera de empresa.

---

<sup>82</sup> A similares conclusiones llegaron Ball, Walker y Whittred (1979), aunque con algunas alteraciones en la metodología aplicada, en un trabajo realizado para el mercado australiano.



En un intento por clarificar esta cuestión, y basándose en el comportamiento eficiente del mercado, se han ido realizando un número considerable de investigaciones empíricas, fundamentadas sobre un doble objetivo. En primer lugar, se trataba de precisar qué opción resultaba más adecuada, y en el supuesto de que resultase oportuna la mención de las salvedades, en segundo lugar, se especificarían qué incidencias, y con qué detalle, deberían de mencionarse en el informe de auditoría, partiendo para ello, de la reacción que hubieran tenido los precios de mercado ante la emisión de informes con salvedades.

La evidencia empírica<sup>83</sup>, aunque no con total rotundidad, parece inclinarse hacia la redacción de informes donde sí se detallen las salvedades que los auditores estimen oportunas, siempre y cuando se concreten los efectos que las mismas puedan tener sobre el patrimonio y los resultados de la empresa. No obstante, también se pone de manifiesto que la inclusión de algunas excepciones no aporta ningún contenido informativo para los inversores, por lo que sería aconsejable su eliminación con la finalidad de evitar ambigüedades o confusiones a los usuarios de los informes. En sentido, parece que la mayor parte de los organismos encargados de la emisión de normas de auditoría (A.P.B., 1992, A.A.R.F., 1994, N.Z.S.A., 1994) se inclinan por una posición intermedia según la cual, se debería de incluir un párrafo explicativo en el informe de auditoría sobre las incertidumbres detectadas pero sin que ello modificase la opinión del auditor

Otro aspecto de la auditoría de estados financieros que también se ha relacionado con el comportamiento eficiente del mercado, y en el que destacan las aportaciones de Anderson (1977), Largay y Paul (1983), Anderson y Pincus (1984) o el de Moore y Scott (1989), ha sido el análisis y contrastación de cuál

---

<sup>83</sup> Pueden consultarse, entre otros, los trabajos de Banks y Kinney (1982), Elliot (1982), Dodd et al. (1984), Dopuch et al. (1987) o Bell y Tabor (1991).

debería de ser la responsabilidad legal en la que incurrirían los auditores por la emisión de sus informes.

En definitiva, la auditoría de estados financieros desempeña un papel primordial en los mercados de capitales ya que sobre ella recae una importante función social y económica, al actuar como garante frente a los inversores, de la certeza que tienen los datos contables difundidos. La emisión de informes de auditoría redactados con fiabilidad, acrecentará la confianza de los inversores en la información contable que se vierta al mercado, con la consiguiente mejora en el comportamiento eficiente del mismo y, por tanto, con la reducción de los costes totales de procesamiento de la información, al no tener que recurrir a fuentes de alternativas para obtener datos financieros más fidedignos.

Una buena prueba de la importancia que tiene para el funcionamiento del mercado la redacción y difusión del informe de auditoría, sería el régimen legal que se establece en el caso de la normativa bursátil española. Como se recordará por lo dicho en el epígrafe 2.2.3, la L.M.V., y algunas disposiciones posteriores, revisten de la legitimidad suficiente a los informes de forma que se puedan considerar como un instrumento probatorio para los inversores ante cualquier contingencia que ocurriese en la situación patrimonial y financiera futura de las sociedades cotizadas, o en la de las que aspiran a serlo.

## **CAPÍTULO III**

### **REACCIÓN DEL MERCADO ANTE CAMBIOS EN LOS PROCEDIMIENTOS CONTABLES**

### 3.1 HIPÓTESIS DE COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS DE MERCADO ANTE UN CAMBIO EN LOS PROCEDIMIENTOS CONTABLES.

*«Parece de sentido común decirles que la información contable es relevante para valorar las acciones. Los analistas financieros pagan grandes sumas de dinero por esta información, la analizan cuidadosamente, y realizan predicciones sobre su comportamiento futuro (fundamentalmente, sobre la cifra de beneficios) que justifiquen la compra-venta de sus recomendaciones; pueden leer en los periódicos que mayores beneficios no esperados van acompañados por cambios significativos en los precios de mercado».*

De esta forma inició Brennan (1991a, pág. 67) un artículo en el que analiza la evolución de algunos estudios empíricos que relacionan la información contable con los precios de mercado de las acciones. Su inclusión pretende resumir el interés, o mejor aún, el empeño que los contables han tenido a lo largo de las tres últimas décadas en demostrar que la información contable es útil para la toma de decisiones.

Hasta ahora los trabajos que hemos analizado bajo la hipótesis de eficiencia del mercado, tenían como denominador común la constatación de que se producía algún efecto sobre el precio de mercado de los valores debido a la difusión pública de los estados financieros o de ciertas informaciones incluidas en ellos. En este capítulo, vamos a centrarnos en la influencia que puede tener la modificación de determinados procedimientos contables sobre las cotizaciones de los títulos. En este caso lo que se pretende contrastar no será la relevancia del «producto final» sobre la valoración de las acciones, sino más bien la oportunidad o no de la utilización de un método contable concreto como el más adecuado de entre los posibles.

En este sentido, en el campo teórico de la regulación contable siempre ha existido discrepancia de opiniones entre los partidarios de la elaboración de estados financieros uniformes, y los que prefieren más flexibilidad en su confección. Estos últimos entienden que la diversidad del mundo empresarial y los continuos cambios a los que están sometidos algunos de sus sectores, justifican la necesidad de acondicionar la elaboración de la información financiera y permitir procedimientos alternativos que se ajusten mejor a cada situación.

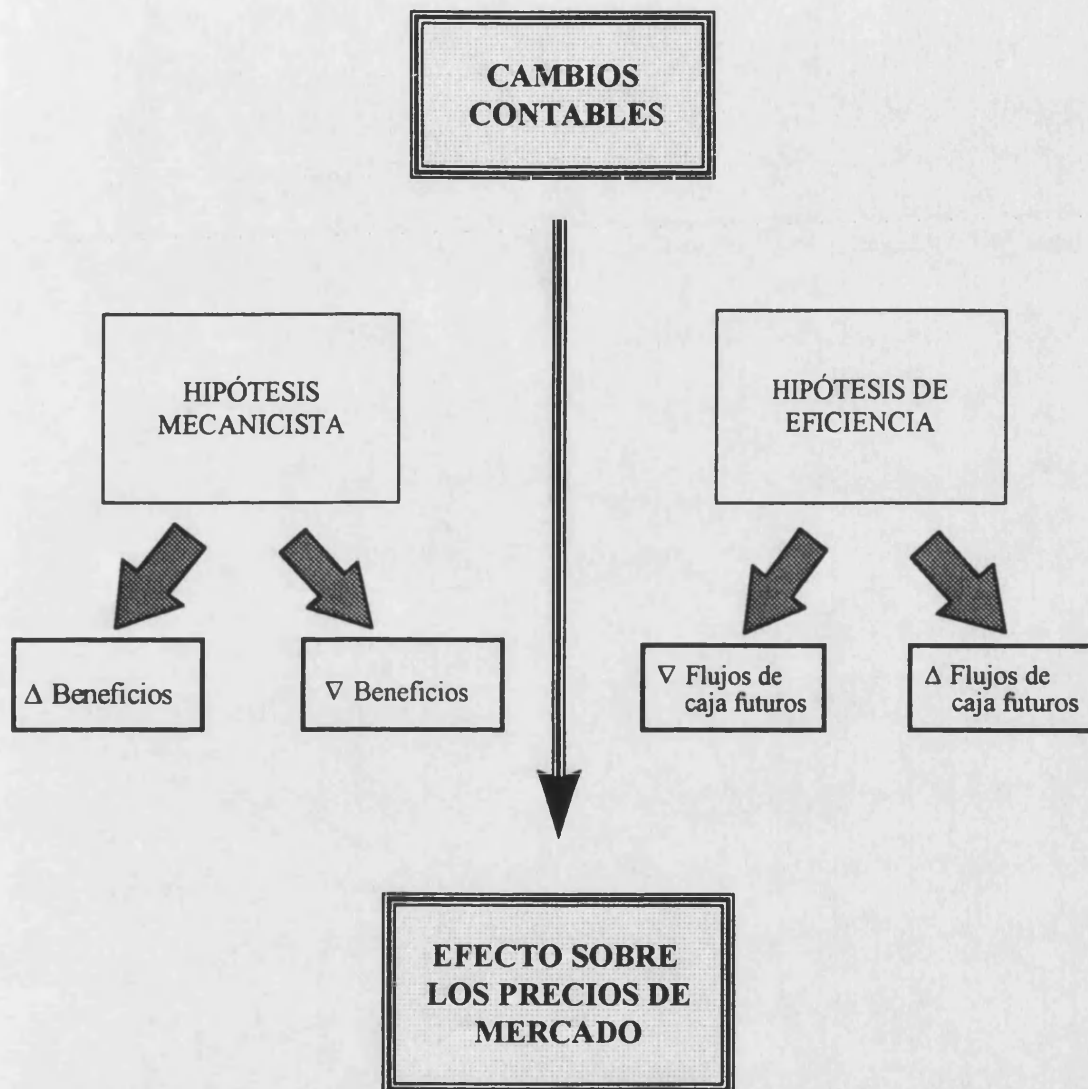
Por su parte, los defensores de las tesis uniformes, advierten de los peligros de dejar en manos de la gerencia empresarial la posibilidad de modificar la política contable de la empresa, especialmente los criterios que incidan en el cálculo del beneficio, ya que entienden que pueden utilizar, según su conveniencia, los procedimientos que más se ajusten a sus intereses. Este punto de vista, se ha visto reforzado con la formulación de las teorías de la red contractual y de la agencia<sup>84</sup>.

Dado que en el campo teórico no parecen haberse solventando las diferencias entre ambas corrientes, ya que ninguna ha empleado razones convincentes para decantar las posturas en uno u otro sentido, ha sido en el campo empírico donde se ha presentado una ocasión propicia para contrastar si la regulación contable, o los cambios contables que decida la dirección de la empresa, afectan o no al mercado, a través del análisis de la evolución de los precios de las acciones.

---

<sup>84</sup> El razonamiento básico de estas teorías radica en la consideración de las empresas como un conjunto de agentes económicos unidos por una serie de contratos que se encargarán de especificar las reglas del juego, tanto en lo referente a los sistemas de evaluación como a los de incentivación y toma de decisiones. En este contexto, todos los agentes pretenderán maximizar su utilidad, con lo que al ser sus intereses contrapuestos, se entablarán conflictos entre ellos. Para un análisis más completo de estas teorías, y su incidencia sobre el proceso de regulación contable, puede consultarse el trabajo de Kaplan y Ruland (1991).

**CUADRO 3.1: EFECTOS DE LOS CAMBIOS CONTABLES SOBRE LOS PRECIOS DE MERCADO.**



Para poder determinar la relevancia del cambio contable sobre las decisiones de inversión de los usuarios de los estados financieros, debemos de establecer, en primer lugar, alguna hipótesis que nos permita anticipar cuál será el comportamiento de los inversores ante la modificación de un procedimiento contable, ya sea de forma voluntaria (por parte de la dirección de la empresa) o por la emisión de una norma que obligue a alterar el criterio

preexistente. Desde el punto de vista que hemos adoptado en este capítulo, es decir, desde la óptica del inversor bursátil, se suelen considerar dos hipótesis como las más representativas de la posible conducta de éstos ante un cambio contable (véase cuadro 3.1), a saber: i) la hipótesis mecanicista, o de comportamiento ingenuo del mercado, y ii) la hipótesis contraria, congruente con la teoría de la eficiencia del mercado.

Ambas hipótesis tienen como denominador común el considerar que las actuaciones de los inversores en el mercado de capitales se producen de forma agregada. Esto implicará que, ante un cambio contable, todos los inversores observarán las mismas consecuencias sobre sus niveles de riqueza y, por tanto, sus decisiones se encaminarán en el mismo sentido al del efecto que estimen que vaya a tener sobre los precios de mercado. Como cabría esperar, este razonamiento ha sido uno de los más criticables del sustrato teórico de ambas hipótesis, si bien, el comportamiento agregado del mercado, no es un requisito indispensable para el cumplimiento de las mismas.

Metodológicamente, se tratará de establecer cuál es la relación que existe entre la influencia que los cambios contables hayan tenido sobre determinadas magnitudes financieras y la variación que los rendimientos de los valores tengan en el mercado. Si en un período temporal cercano al momento en el que se produce la modificación del criterio, se detectan rentabilidades significativamente distintas a las que cabría esperar, entonces se inferirá que el citado cambio ha tenido algún contenido informativo para los inversores y, en consecuencia, debería alterar sus expectativas futuras sobre la evolución del negocio de la empresa. En el supuesto de que no se produjesen rentabilidades anormales, como veremos a continuación, la interpretación variará según que se adopte la hipótesis de eficiencia o la mecanicista.

### 3.1.1 LA HIPÓTESIS DE EFICIENCIA.

A lo largo del segundo capítulo expusimos cuáles eran los fundamentos económicos que sustentaban la teoría de la eficiencia del mercado. Por lo que se refiere a la información contable, el papel que desempeña en un mercado eficiente dependerá de su capacidad para facilitar a los inversores la estimación de sus flujos de caja futuros. Aunque en este mismo capítulo ya nos hemos referido a la incidencia que algunos datos contables tienen sobre las variaciones de los precios de mercado de los títulos, queda por determinar cuál pueda ser el contenido informativo de un cambio contable.

Si se aceptan los postulados de la hipótesis de eficiencia del mercado, las alteraciones en el beneficio producidas mediante cambios en los procedimientos contables son, bajo ciertas condiciones, irrelevantes para el mercado, en la medida en que un mercado eficiente interpreta tales cambios contables de manera no sesgada e independientemente del valor facial de las cifras que aparecen en los estados financieros. Quienes defienden la eficiencia del mercado aseguran que para que el cambio en el procedimiento contable tenga efectos sobre el precio de mercado de las acciones, y en consecuencia tenga contenido informativo, este deberá afectar a los flujos de caja futuros<sup>85</sup>.

---

<sup>85</sup> La razón por la cual se afirma que los cambios contables solo tienen contenido informativo si afectan a los flujos de caja futuros, radica en el modelo de valoración de activos que se utiliza: el C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model). Con este modelo, al que ya nos referimos en el anterior capítulo, se obtiene una medida del valor actual de un activo «i» cuando el mercado se encuentra en equilibrio, que dependerá de los flujos de caja futuros que se esperan percibir y del riesgo asociado a ese activo. Analíticamente, la formulación que quizás mejor refleje esta relación es la siguiente:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + k_e}$$

donde:

$P_0$  = Valor actual del título «i».

$P_1$  = Valor de realización que se espera tenga el título al final del periodo.

$D_1$  = Dividendos por acción que se esperan percibir al final del periodo de referencia.



En definitiva, el mercado será capaz de reconocer la realidad subyacente en las cifras contables, cualquiera que sea la modalidad que estas adopten, siempre que se ofrezca la información necesaria para que el inversor interprete el cambio. No obstante, téngase en cuenta que esto no implica que «todos» los inversores coincidan en la interpretación que se le pueda dar al cambio contable, sino que de utilizar esta información, no podrán obtener beneficios extraordinarios en sus decisiones de compra-venta de manera consistente. Asimismo, la hipótesis de eficiencia está referida al comportamiento de los mercados de valores, por lo que aunque los precios de mercado no reaccionen ante la modificación de un criterio contable, esto no implica que dicho cambio no tenga contenido informativo para otras empresas o usuarios que se encuentren al margen de la bolsa.

### 3.1.2 LA HIPÓTESIS MECANICISTA.

Esta hipótesis, que se adoptó en gran medida hasta finales de la década de los sesenta (momento en el que se empieza a desarrollar la teoría de la eficiencia del mercado), asume que el inversor bursátil confía sistemáticamente en los procedimientos contables y en las cifras de resultados presentadas por las empresas, por lo que los precios de las acciones reaccionarán de forma congruente a los criterios utilizados para el cálculo del beneficio y, en consecuencia, pueden ser alterados por la propia gerencia empresarial mediante una política contable determinada (Ball, 1972). De ser ésta la conducta de la dirección de la empresa, podría provocar que los inversores realicen una interpretación incorrecta de la información contenida en los estados

---

$k_e$  = Tasa de descuento que los inversores aplican a rentas de la misma clase de riesgo que la del título en cuestión. Por lo tanto será la tasa de rendimiento que como mínimo ha de producir el título para que su valor de cotización se mantenga sin cambios, es decir, el coste de capital propio o capital riesgo de la empresa.

financieros de las sociedades cotizadas, por lo que obtendrían estimaciones sesgadas de la distribución de los flujos de caja futuros.

En consecuencia, la hipótesis mecanicista postula la existencia de una relación mecánica entre beneficios contables y precios de mercado, y predice que un cambio contable que ocasione un incremento de la cifra de beneficios, modificará al alza las cotizaciones bursátiles de los títulos generándose tasas de rentabilidad anormal positivas. Por otra parte, de producirse un cambio contable que origine una disminución de los beneficios empresariales, cabría esperar una evolución bajista en los precios de mercado y, por tanto, la presencia de tasas de rentabilidad anormales de signo negativo.

No obstante, como afirman Watts y Zimmerman (1986), para que se cumpla esta hipótesis los estados financieros deben constituir la única fuente de información en relación con la empresa y, además, los inversores utilizarán con carácter exclusivo la cifra de beneficios como instrumento para valorar las acciones de la sociedad. En términos de un mercado competitivo, el que los inversores piensen que la única información disponible, y suficiente, para valorar los títulos sea la contable, no implica necesariamente que el mercado se deba considerar como ineficiente en el procesamiento de la información, ya que la eficiencia es un concepto agregado, que no requiere que todos los individuos crean en él para que se pueda considerar como eficiente (Beaver, 1981).

### **3.1.3 LA HIPOTESIS DE FIJACIÓN FUNCIONAL EXTENDIDA.**

Un planteamiento similar al de la hipótesis mecanicista, e introducido entre otros por Ijiri et al. (1966) y Ashton (1976), es el que se conoce como la hipótesis de «fijación funcional». El razonamiento que subyace en esta idea, procedente de la psicología, es que los usuarios que deben de tomar decisiones a partir de la información contable, consideran correctos los datos que se

incluyen en los estados financieros sin prestar ninguna atención a los procedimientos que se utilizan para su elaboración. Esto implicará, en el ámbito del mercado de capitales, que cambios en los métodos de contabilización afectarán a los precios de mercado de los títulos aunque, a consecuencia de dicho cambio, los flujos de caja futuros que esperen obtener los inversores no se vean alterados (Tiniç, 1990, pág. 783).

Como puede observarse, existe una gran similitud entre las proposiciones de la hipótesis mecanicista y la de fijación funcional. No obstante, la diferencia entre ambas radica en que la segunda permite la coexistencia de dos tipos de inversores, i) los «sofisticados», que serán capaces de interpretar las implicaciones que la información contable tiene para la determinación de los flujos de caja futuros, y ii) los «no sofisticados», que como en el caso de la hipótesis mecanicista no serán capaces de valorar el efecto que tendrá sobre su nivel de ingresos futuros una alteración en un determinado criterio contable, sin que a pesar de ello dejen de intervenir en el mercado adquiriendo o enajenando acciones.

En realidad, la hipótesis de fijación funcional se situaría entre la mecanicista (que considera a todos los inversores como no sofisticados) y la de eficiencia (que los califica como sofisticados). Con posterioridad, Hand (1990) incorporó algunas transformaciones sobre la hipótesis de fijación funcional con el fin de establecer la que él denominó, hipótesis de «fijación funcional extendida». Según esta, el precio de mercado de un título vendría determinado por la intervención de un inversor marginal cuya probabilidad de ser no sofisticado es positiva, pero menor que uno<sup>86</sup>. Como veremos a continuación esta consideración tendrá interesantes repercusiones en relación con el papel

---

<sup>86</sup> En términos probabilísticos, según la hipótesis de eficiencia la probabilidad de que el inversor marginal fuese no sofisticado sería igual a cero, mientras que según la hipótesis de fijación funcional tradicional (como la califica el propio Hand) sería uno.

que se le asignan a las expectativas de los inversores en la valoración de las acciones.

En primer lugar, porque admite la posibilidad de que los inversores sean heterogéneos respecto a su capacidad para obtener y procesar información contable, lo que supone de entrada, una perspectiva más realista que la homogeneidad que predicen las hipótesis mecanicista y de eficiencia. Asimismo, se concibe al usuario de la información contable como un individuo capaz de evaluar el grado de subjetividad que hayan incorporado los emisores de los estados financieros<sup>87</sup>.

En segundo lugar, porque si se acepta que la probabilidad de que el inversor marginal sea no sofisticado, este entre cero y uno, se podría valorar cuál es el nivel de sofisticación entre diferentes colectivos de inversores, o bien, como ha ido evolucionando a lo largo del tiempo. Como ejemplo de este proceso, Hand (1990, pág. 744) indica que la proporción de inversores considerados como sofisticados, tales como los gestores de fondos o los institucionales, se ha incrementado a través de los años.

Para demostrar la veracidad de su hipótesis, Hand (1990, pág. 747) analizó una muestra de 233 empresas que a lo largo del período 1981-1984 habían contabilizado sus intercambios de deudas a precios de mercado, con lo que conseguían una disminución de la deuda reconocida contablemente. Además, este cambio contable generaba un ingreso para las empresas por el que no debían de tributar. De acuerdo con la hipótesis de Hand, los precios de

---

<sup>87</sup> La realidad empresarial que deben de mostrar los estados financieros, puede verse alterada por los juicios de valor que apliquen los elaboradores de dicha información. Por esta razón, la responsabilidad social del contable requiere que la información se presente, al menos, con un elevado grado de detalle, permitiendo así que los usuarios puedan determinar el alcance económico de la elección de una determinada alternativa. Por tanto, en la elaboración de los datos contables *debe* de presumirse la existencia de un cierto grado de neutralidad por parte de quien los elabore, a pesar de que pueda tener motivos suficientes para que no sea así (Montesinos, 1976).

mercado deberían de reaccionar positivamente ante el anuncio del ingreso obtenido, pero sólo si el inversor marginal se encontraba clasificado dentro de la categoría de «no sofisticado».

Para determinar cuál era la probabilidad de que el inversor marginal fuese no sofisticado, se utilizó una variable subrogada determinada a partir del valor de mercado de la deuda (Hand, 1990, pág. 761). Para contrastar la significatividad de esta variable se planteó un modelo de regresión lineal y se estableció un período de análisis durante los días anterior y posterior a la fecha del anuncio de los beneficios trimestrales, en los que ya se habían integrado los ingresos generados mediante la operación. La variable dependiente del modelo era la rentabilidad anormal de los títulos, estimada a partir del modelo de mercado, obtenida durante el lapso de tiempo considerado.

De los resultados conseguidos, Hand (1990, pág. 760) concluye que la hipótesis que se cumple es la de fijación funcional, si bien admite que el modelo que presenta no es muy riguroso desde el punto de vista microeconómico, aunque resulta interesante para interpretar las características de los inversores, sofisticados o no, en el mercado de valores<sup>88</sup>. Su prudencia le lleva a indicar que, como toda nueva teoría, y en especial cuando se ha contrastado para un único hecho, su hipótesis debe interpretarse con un cierto grado cierto de escepticismo, pero que, sin embargo, se debe ahondar en el estudio de las consecuencias que tenga para el mercado la consideración del inversor individual en la determinación de los precios.

---

<sup>88</sup> Con una metodología distinta, Harris y Ohlson (1990) también detectaron un comportamiento ineficiente en la valoración que realiza el mercado de las empresas petrolíferas.

En este sentido, Tiniç (1990, pág. 795) comparte las reservas del propio Hand al considerar que resulta muy complejo distinguir en un análisis de corte transversal, si la reacción del mercado a los cambios contables se debe a los cambios inesperados en las características económicas reales de las empresas o únicamente a la alteración de los procedimientos contables. Por otra parte, Ball y Khotari (1991, pág. 731) consideran que el planteamiento es demasiado simple para predecir el comportamiento de los precios de mercado, ya que el modelo se plantea en términos de exceso de demanda, y asume que el grado de sofisticación de los inversores es una característica individual. En este contexto, si el vendedor fuese sofisticado y los precios de compra no reflejasen el efecto del cambio contable sobre los beneficios, entonces el precio de mercado que se fijará no estaría determinado por un inversor no sofisticado.

Además, Ball y Khotari (1991, págs. 732-734) consideran que la significatividad detectada por el cambio contable, puede deberse en gran parte a la presencia del «efecto tamaño». De hecho, si se tiene en cuenta esta variable (el tamaño) en el modelo de regresión, no resulta posible determinar, significativamente, cuál será la probabilidad de que el inversor marginal sea «no sofisticado»<sup>89</sup>.

Al margen del mercado norteamericano, Elsharkawy y Garrod (1996) analizando el mercado del Reino Unido, también han encontrado evidencia empírica que demuestra que el nivel de respuesta de los precios de mercado ante la información contable, está en función del nivel de sofisticación de los inversores. No obstante, y a pesar del avance que ha supuesto la consideración de diferentes segmentos de mercado en lo que a la interpretación de la información financiera se refiere, todavía es pronto para afirmar qué variables deben utilizarse como «discriminantes» del grado de sofisticación de los

---

<sup>89</sup> Las críticas de Ball y Khotari (1991) son rebatidas en un artículo posterior por el propio Hand (1991).

inversores. En cualquier caso, la consideración de esta posibilidad debería introducir modificaciones en los modelos que se plantean el estudio de la correlación existente entre los precios de mercado y los beneficios o los efectos de la regulación contable sobre los mercados de capitales.

### **3.2 CONTRASTACIÓN DE LAS HIPÓTESIS.**

Una vez planteadas las hipótesis básicas de comportamiento de los inversores, una aplicación interesante de la teoría sobre la eficiencia del mercado de capitales, en relación con la información contable, consiste en analizar si el mercado es capaz de distinguir entre, i) información contable que señale un cambio real en la situación de la empresa, y ii) cambios «cosméticos» que no tienen implicaciones para la situación real de la empresa, dado que no aportan contenido informativo alguno para la valoración de los títulos, es decir, no afectarán al montante de los flujos de caja esperados, ni al riesgo asociado a los mismos (Mora, 1993).

Antes de referirnos a los trabajos que se han realizado con la finalidad de contrastar cuál es la reacción de los precios de mercado ante cambios en los procedimientos contables, consideramos relevante incidir sobre cuál puede ser la naturaleza de dichos cambios y cómo pueden afectar al equilibrio del mercado. De acuerdo con Gonedes y Dopuch (1974), un cambio contable puede afectar al equilibrio de mercado cuando:

- Contiene información útil para valorar la empresa. Por ejemplo, un cambio en el procedimiento de contabilización del impuesto sobre sociedades, de la cuota a pagar al del efecto impositivo, añadiría más información para calcular los flujos de caja impositivos futuros.

- El cambio contable tiene un impacto económico sobre la actividad real de la empresa, independientemente de los valores contables afectados por dicho cambio. Así, como muestra de esta afirmación, no permitir la capitalización de los gastos de investigación y desarrollo y considerarlos como gastos del ejercicio en el que se producen, podría tener un efecto inducido sobre la actividad de la empresa al desincentivar la realización de nuevos proyectos de investigación y desarrollo en el futuro.

- El cambio puede ser una señal sobre otros hechos que pueden tener importancia económica. Por ejemplo, un cambio en el procedimiento de valoración de inventarios de FIFO a LIFO, puede interpretarse como un síntoma de un incremento progresivo de los precios de compra.

La magnitud del efecto sobre los precios de mercado del cambio contable, también estará relacionada con la naturaleza de dicho cambio. No debería de interpretarse de igual forma un cambio contable adoptado de forma voluntaria por la dirección de la empresa, como un cambio realizado a consecuencia de la emisión de una normativa concreta. El contenido informativo de los cambios contables habría que interpretarlo en función de su grado de discrecionalidad y teniendo en cuenta el efecto cuantitativo que produciría en la cifra de beneficios de la empresa, así como sobre la riqueza de los accionistas (véase en este sentido, el trabajo de Harrison y Grudnitski, 1987).

De producirse el cambio de forma obligatoria, los efectos del mismo se deberían de asimilar sin muchas complicaciones, ya que se pondría de manifiesto el carácter, conservador o liberal, de la política contable mantenida por la empresa hasta la emisión de la norma. En este caso, ante un cambio que ocasionara un incremento de los beneficios, la reacción que cabría esperar en los precios de mercado sería positiva, al suponer los inversores que la dirección de la empresa había mantenido, durante los ejercicios precedentes, una política



excesivamente conservadora que le llevó a reducir sistemáticamente sus beneficios.

En el supuesto de que los cambios se realizasen con carácter voluntario, éstos podrían actuar como indicadores de hechos o decisiones acerca de la evolución futura de la empresa<sup>90</sup>. Por esta razón, se considerará más complicado distinguir cuál será el efecto conjunto que tendrán los cambios contables sobre las expectativas futuras y/o sobre el comportamiento de los precios del mercado. La interpretación que dio Harrison (1977), basada en la discrecionalidad de los cambios contables, sobre las consecuencias informativas para el mercado de dichos cambios, puede considerarse predecesora del enfoque analítico centrado en los efectos económicos de las normas contables, así como del estudio del papel que juegan los directivos de las empresas en la adopción de determinadas políticas contables y su trascendencia sobre la elaboración de algunos datos contables considerados como relevantes para los inversores<sup>91</sup>.

Lev y Ohlson (1982) realizan una clasificación del tipo de investigaciones que, bajo la hipótesis de eficiencia, se han llevado a cabo con el fin de contrastar el posible efecto del cambio en el método contable sobre el precio de mercado de las acciones<sup>92</sup>. Los trabajos se dividen en cuatro grandes apartados:

---

<sup>90</sup> De ser así, no sería una buena política contable para la dirección de la empresa el procurar que los beneficios contables fuesen siempre lo más elevados posible, ya que si en algún momento posterior la situación económica se deteriorara entonces se producirá una disminución en la distribución de los dividendos, con la consiguiente reacción por parte de los accionistas. Además, si los inversores se comportan racionalmente se anticiparán a la estrategia contable que utilice la empresa, con lo que aplicación de cualquier método que suponga un incremento de los beneficios podrían interpretarlo como una mala noticia y, en consecuencia, revisar a la baja la valoración de sus títulos, lo que ocasionaría un efecto negativo sobre los precios del mercado (Cheng y Coulombe, 1993).

<sup>91</sup> Para un análisis de los efectos económicos que se desprenden de los cambios contables, puede consultarse el trabajo de Pina (1988).

<sup>92</sup> Estos estudios tratan de demostrar la eficiencia del mercado a través de su capacidad para interpretar el cambio de un método contable. Si no se producen reacciones, o si éstas son congruentes con los efectos esperados, la hipótesis de eficiencia será la correcta. En caso contrario, la hipótesis mecanicista sería la que se impondría.

1º) Los que establecen diferentes grupos de empresas en función del método contable por el que hayan optado, de entre las alternativas que dispusiesen para representar a un mismo hecho. De esta forma, comparando la conducta de cada estrato se podría dilucidar cuál de ellos es preferible por parte del mercado.

2º) Los que analizan el efecto sobre una empresa, o en general, sobre un conjunto de estas, de los cambios contables que se produzcan y que no supongan alteración alguna de los flujos de caja esperados y, en consecuencia, que no tengan incidencia en el valor bursátil de la empresa.

3º) Al igual que en el caso anterior, pero que los cambios que se produzcan tengan incidencia potencial en los flujos de caja esperados.

4º) Como criterio para comprobar el posible contenido informativo de los cambios contables.

En adelante vamos a centrarnos en aquellas investigaciones que tienen como fin determinar la reacción del mercado ante cambios voluntarios u obligatorios en los procedimientos contables. En este sentido, la calificación de obligatorios para algunos de los cambios no implicará la adopción exclusiva de un método concreto para el reflejo de un hecho contable, sino más bien la reducción de los procedimientos que hasta la emisión de la norma podían utilizar las empresas. Asimismo, los cambios contables, ya sean obligatorios o voluntarios, podrán influir o no sobre los flujos de caja futuros, por lo que en función del efecto que sería esperable se podrá contrastar el cumplimiento de las hipótesis mecanicista o de eficiencia.

### **3.3 REACCIÓN DEL MERCADO ANTE CAMBIOS CONTABLES VOLUNTARIOS.**

En este apartado analizaremos algunos de los estudios más significativos realizados con la finalidad de comprobar cuál es el comportamiento del mercado de capitales ante cambios voluntarios en los procedimientos contables. Ahora bien, como ya se indicó anteriormente, en función del modelo de valoración de activos que se utiliza (C.A.P.M.), existe una relación directa entre los flujos de caja futuros y el valor actual de los activos por lo que, si se acepta el cumplimiento de la hipótesis de eficiencia, sólo aquellos cambios que afecten a dichos flujos de caja futuros repercutirán en el precio de mercado de los títulos. En otro caso, el mercado debería ser capaz de distinguir, a través de los datos contables, cuál es la situación real de la empresa, con independencia del método utilizado para presentar la información financiera<sup>93</sup>.

Con anterioridad al desarrollo de los trabajos, conviene advertir que intencionadamente hemos omitido los aspectos metodológicos de los mismos, ya que salvo en alguno de ellos, son coincidentes con los que hemos aplicado en nuestro trabajo empírico, por lo que será allí donde se desarrollarán con detalle.

Uno de los primeros trabajos que se realizó en esta línea de investigación fue el de Archibald (1972). El propio autor se cuestionaba al inicio de su trabajo, cuál era la reacción del mercado ante la utilización de métodos contables alternativos. En sus conclusiones, Archibald (1972, pág. 30) considera que existen muchos sucesos y factores potenciales incontrolables que pueden afectar al precio de mercado de las acciones, por lo que resultará sumamente difícil responder a la pregunta que se planteó al inicio de su trabajo. Con estas

---

<sup>93</sup> Entendemos que la distinción será posible si se ofrece la suficiente información complementaria para que los usuarios «comprendan» el cambio.

palabras se resume la dificultad que entraña pretender aislar todas las informaciones que pueden estar afectando a la valoración de un título, y postular que si ha existido alguna modificación sustancial en el precio de mercado, ésta se deba al cambio contable acaecido. En este estudio, Archibald analizó 65 empresas (la muestra inicial era de 69, pero tuvo que eliminar cuatro de ellas porque la serie de precios de mercado era insuficiente) que en el periodo 1955-1966 cambiaron su método de amortización del acelerado al lineal.

Para comprobar si se produjo algún cambio, se analizaron los residuos medios o tasas de rentabilidad anormales obtenidos a partir del modelo de mercado, durante los 23 meses anteriores y los 24 posteriores al momento en el que se modificó el procedimiento. Los resultados no parecen evidenciar que exista reacción en el mercado, aunque existen algunos comportamientos «anómalos». En concreto, Archibald (1972, págs. 27-28), considera que existe un predominio de residuos medios negativos antes de la fecha del cambio (18 de los 23), mientras que a posteriori se da una igualdad entre el signo de ambos tipos de residuos (12 y 12). Desde el punto de vista mecanicista, Archibald apunta que la explicación puede deberse a motivos gerenciales. Las empresas podían estar atravesando periodos adversos, de ahí su comportamiento en el mercado, mientras que la dirección desearía mejorar la imagen de su cuenta de resultados mediante el cambio del sistema de amortización, circunstancia que lleva a que se observen algunos movimientos anormales al alza en los precios de mercado hasta el décimo mes posterior al cambio.

A pesar de este razonamiento, Archibald (1972, pág. 30), con cierto grado de cautela, parece inclinarse por la hipótesis de eficiencia ya que considera que el cambio experimentado en los valores bursátiles después de la modificación contable, no se puede afirmar que sea significativo de forma concluyente.

CUADRO 3.2: ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE CAMBIOS CONTABLES VOLUNTARIOS.

AUTOR/ES	MUESTRA	CAMBIO CONTABLE	RESULTADOS
Archibald (1972)	65 empresas	Del método de amortización del acelerado al lineal.	Se obtienen comportamientos anómalos, dándose un predominio de rentabilidades anormales negativas antes de la fecha del cambio, mientras que a posteriori se equilibró el signo de las mismas. A pesar de estos resultados se opta por la hipótesis de eficiencia.
Kaplan y Roll (1972)	332 empresas	Reconocimiento de la deducción por inversiones y del método de amortización del acelerado al lineal.	No se producen cambios significativos en el signo de las rentabilidades anormales, aunque en el caso del tratamiento de la deducción por inversores, existen algunas rentabilidades anormales positivas después del cambio que, si bien las califican como temporales, las consideran como anómalas. En consecuencia, los resultados se pueden considerar como ambiguos ya que para el tratamiento contable de las deducciones se cumpliría la hipótesis mecanicista, mientras que para el método de amortización la hipótesis que mejor explicaría los hechos sería la de eficiencia.
Ball (1972)	197 empresas	Se estudian 267 modificaciones, predominando las relacionadas con cambios en la valoración de existencias y en los métodos de amortización.	La hipótesis que se admite como adecuada es la de eficiencia del mercado, aunque en aquellas empresas con mayor tendencia a alterar sus procedimientos contables se observaron rentabilidades anormales negativas con anterioridad al cambio.
Sunder (1973)	113 empresas	Elección del criterio de valoración de las existencias de FIFO a LIFO.	Se detectan rentabilidades anormales positivas con anterioridad al momento del cambio. Se defiende el cumplimiento del comportamiento eficiente del mercado.
Cassidy (1976)	232 empresas	Reconocimiento de la deducción por inversiones y del método de amortización del acelerado al lineal.	No existen rentabilidades anormales significativas y, por tanto, se acepta la hipótesis semi-fuerte de eficiencia para los dos tratamientos contables.
Harrison (1977)	280 empresas	Se analizan cambios relacionados con los métodos de amortización, pensiones, valoración de existencias, impuestos y capitalización de gastos.	A pesar de que pueden considerarse como ambiguos, la discrecionalidad o no de los cambios puede interpretarse como una señal respecto a las intenciones futuras de los directivos de la empresa.

CUADRO 3.2: (Continuación).

AUTOR/ES	MUESTRA	CAMBIO CONTABLE	RESULTADOS
Brown (1980)	Se utilizó un muestra de 86 empresas que modificaron el criterio contable, y otra de 45 sociedades que no lo hicieron.	Criterio de valoración de las existencias de FIFO a LIFO.	Los resultados se consideran confusos ya que parece que se detectan rentabilidades anormales negativas en los valores que modifican el criterio de FIFO a LIFO pero son muy próximas a cero.
Ricks (1982)	Se seleccionaron 354 empresas que alteraron el método contable y 693 que no lo modificaron.	Criterio de valoración de las existencias de FIFO a LIFO.	Las empresas que modificaron de método obtuvieron rentabilidades anormales negativas, con lo que se considera que el cambio contable tiene contenido informativo, aunque no decide abiertamente por la hipótesis mecanicista.
Biddle y Lindahl (1982)	311 empresas	Criterio de valoración de las existencias de FIFO a LIFO.	Existe una correlación significativa entre el efecto sobre los precios de mercado del cambio contable y el ahorro fiscal que se genera con él mismo. En consecuencia, los inversores reaccionarán dependiendo de cómo afecta a los flujos de caja futuros de la empresa.
Stevenson (1987)	351 empresas	Criterio de valoración de las existencias de FIFO a LIFO.	Los inversores consideran como una buena noticia el cambio de criterio, reaccionando los precios de mercado positivamente ante la adopción del LIFO. Los resultados obtenidos se consideran robustos a cambios en la especificación de las variable dependiente, así como al tamaño de las empresas.
Hand (1993)	Se seleccionaron 821 empresas que alteraron el método contable y 100 que no lo modificaron.	Criterio de valoración de las existencias de FIFO a LIFO.	Los inversores reaccionan al cambio contable dependiendo de su grado de sofisticación.

Por otra parte, Kaplan y Roll (1972) investigaron cuál había sido el efecto producido por el cambio en dos procedimientos contables:

- El reconocimiento de la deducción por inversiones<sup>94</sup>. El APB núm. 2 prohibió, en 1962, que las empresas utilizarán el método directo o «flow-through method», debiéndose contabilizar de acuerdo con el método diferido o «deferral method». En 1964 el APB número 4 modificó su decisión, y permitió que las empresas que lo desearan volvieran a utilizar el método directo, imputando a resultados la totalidad de la desgravación en el año de la adquisición.

- La sustitución de métodos de amortización acelerada por lineales.

La novedad que aporta este trabajo, consiste en la utilización de una muestra de control, es decir, se seleccionaron 332 empresas de las cuales 275 cambiaron del método diferido al directo y el resto no. Para el primer cambio de procedimiento contable, se analiza el comportamiento del precio de mercado para los dos grupos de empresas en el momento del primer anuncio de beneficios anual afectado por dicho cambio. En la sustitución del método de amortización acelerada por el procedimiento lineal, analizaron, además del cambio en el precio de mercado en el momento del anuncio del primer beneficio anual, el instante en el que se anunció la modificación del criterio contable.

---

<sup>94</sup> En Labatut (1992, págs. 367-401) se puede encontrar un completo y detallado análisis del efecto impositivo que se deriva de la aplicación de las deducciones fiscales, así como de la polémica que se planteó en Estados Unidos por la adopción de uno u otro método.

De la interpretación que Kaplan y Roll (1972, págs. 240-242) dieron a los resultados de su estudio, se percibe que el cambio de criterio en el reconocimiento de la deducción por inversiones no parece afectar al precio de mercado antes de su anuncio. Sin embargo, con posterioridad a dicha fecha existen algunas rentabilidades anormales de signo positivo, si bien los autores las califican de temporales, no permanentes y poco significativas.

Por otra parte, respecto al cambio de método de amortización no les caben dudas acerca de la no existencia de efecto sobre el precio de mercado de los títulos. En este caso, al igual que ocurriría en el trabajo anteriormente citado de Archibald (1972), las empresas estudiadas presentaron un peor comportamiento bursátil que el conjunto del mercado, lo que induce a pensar que el cambio se produce cuando la empresa atraviesa periodos difíciles para, de esta forma, mejorar la imagen de su cuenta de resultados.

No obstante, los resultados de este trabajo han sido criticados debido a problemas metodológicos que, según Watts y Zimmerman (1986), pueden resumirse en las siguientes<sup>95</sup>:

- Probar la hipótesis alternativa, la significatividad estadística de las rentabilidades anormales durante el periodo considerado, resulta complicado, ya que no se especifica cuándo se produce la reacción del precio al cambio contable, de forma que si se acepta la hipótesis nula, los partidarios de la alternativa pueden argumentar que no se ha considerado el periodo de tiempo adecuado.

---

<sup>95</sup> Cassidy (1976) realizó un estudio sobre las mismas prácticas analizadas por Kaplan y Roll (1972), pero modificando sustancialmente la metodología empleado por éstos, y con el objetivo de clarificar el efecto real sobre los precios de mercado de los cambios contables. Los resultados obtenidos por Cassidy (1976) se decantaban claramente por el cumplimiento de la hipótesis semi-fuerte de eficiencia del mercado y consideran que las principales diferencias con los resultados de Kaplan y Roll (1972) pueden deberse a la elección del índice de mercado para estimar el modelo de mercado.



- La hipótesis alternativa, en este caso la hipótesis mecanicista, no está bien especificada. No debería plantearse que las rentabilidades anormales fuesen distintas de cero, sino que fuesen mayores que cero cuando el cambio contable se espere que afecte positivamente al beneficio y, menores que cero, cuando se estime que la modificación del procedimiento contable incidirá negativamente en los resultados. De hecho, si observáramos una rentabilidad anormal negativa ante un cambio que produjese un incremento de los beneficios, no podríamos afirmar que la hipótesis que se cumple sería la mecanicista<sup>96</sup>, pero, sin embargo, tal y como está especificada en el modelo dicha hipótesis deberíamos de aceptar el cumplimiento de la misma.

- Todos los cambios del método diferido al directo se realizan en un sólo ejercicio. Sin embargo, el cambio en el método de amortización se implanta en las empresas en distintos ejercicios, paulatinamente, lo que puede originar fuertes correlaciones con otros hechos que desvirtúen los resultados.

- Se estudia el instante en el que se anuncia el primer beneficio anual afectado por el cambio, sin tener en cuenta que pueden existir anuncios trimestrales de beneficios que ya pueden estar descontando la información del cambio. De ser así, el primer anuncio de beneficios anual que se realizaría dispondrá de un menor contenido informativo, al haber sido conocido por los inversores con anterioridad el efecto del cambio contable.

De entre la variedad de alternativas contables que puede utilizar la gerencia de la empresa para reconocer determinados hechos contables, la elección del procedimiento de valoración de existencias ha sido una de las que más han utilizado los investigadores con el fin de analizar su potencial impacto

---

<sup>96</sup> Téngase en cuenta, que los que la defienden postulan que la relación entre el cambio contable y el beneficio ha de ser directa, es decir, un cambio contable que suponga un incremento de los beneficios de la empresa se traduciría en una rentabilidad anormal positiva, y al contrario.

sobre los precios de mercado de los títulos<sup>97</sup>. El principal aliciente que tiene este tipo de trabajos es que en el supuesto de que el cambio de criterio contable de valoración fuese también aceptado a efectos fiscales, estaría afectando a los flujos de caja futuros.

Desde el punto de vista de la hipótesis mecanicista, y en un marco inflacionista, la adopción del LIFO supondría una rebaja de los beneficios contables que se transmitiría al mercado disminuyendo el valor de las empresas que hubiesen modificado su criterio de valoración. Bajo la óptica de la hipótesis de eficiencia, una vez modificado el criterio se produciría un incremento en la valoración bursátil de las acciones, ya que aunque el beneficio contable se reduzca, los flujos de caja futuros deberían ser mayores como consecuencia de la menor base imponible por la que tendría que tributar posteriormente la empresa.

En uno de los trabajos pioneros en este campo, Sunder (1973, pág. 7) justifica la relevancia que adquieren este tipo de estudios debido a la controversia existente en la literatura contable acerca del criterio a elegir, FIFO o LIFO, y al tratamiento fiscalmente asimétrico que se le daba al criterio LIFO. Concretamente, las empresas que adoptaran el LIFO a efectos fiscales, debían mantenerlo a efectos contables. Sin embargo, las empresas podían utilizar el LIFO para valorar sus existencias desde el punto de vista contable, sin que ello les obligase a utilizarlo también fiscalmente.

A partir del estudio de una muestra de 113 empresas que adoptaron el criterio LIFO en el periodo 1946-1966, Sunder obtuvo los siguientes resultados:

---

<sup>97</sup> Como muestra del interés despertado por el estudio de las consecuencias que se derivan de la utilización de un determinado procedimiento contable para la valoración de las existencias, puede consultarse el trabajo recopilatorio de Lindahl et al. (1988).

- Existían retornos anormales positivos en promedio en los doce meses precedentes al cierre del ejercicio en que se llevaba a cabo el cambio.

- En el mes posterior al cierre del ejercicio se observaban retornos anormales negativos superiores en valor absoluto a cualquiera de los correspondientes a ejercicios anteriores. En los meses posteriores no parecía que existiese ninguna rentabilidad anormal que fuera significativa.

Sunder (1973, págs 38-39) justificó el incremento que se produjo con anterioridad al cambio, afirmando que se debió al propio cambio, ya que los inversores puede que anticipasen el ahorro fiscal que se produciría, y de ahí la reacción positiva en los precios. Además, el incremento de los precios reflejaba simplemente el buen comportamiento de la empresa en cuanto a su cifra de beneficios, que en realidad eran superiores a los de la tasa media del mercado.

Como conclusión definitiva, parece inclinarse por el cumplimiento de la hipótesis de eficiencia, idéntico resultado al que le llevó la realización de un estudio posterior (Sunder, 1975), aunque indica que la ausencia de datos sobre el efecto que tendría en el beneficio contable la modificación del criterio de valoración, no le permiten determinar cuál de las dos explicaciones antedichas puede ser la más correcta.

El aparente comportamiento eficiente del mercado ante el cambio de FIFO a LIFO, fue cuestionado por varios autores que, introduciendo mejoras en la metodología utilizada por Sunder (1973), detectaron que la reacción sobre los precios no era positiva sino negativa. En concreto, Brown (1980, pág. 43) utilizó un muestra de control con el fin de comparar el efecto del cambio en el criterio de valoración entre 86 empresas que lo modificaron (73 durante 1974 y 13 en 1975) y 45 que no lo hicieron. Además, se planteó la contrastación de tres hipótesis (Brown, 1980, pág. 41), i) la no existencia de diferencias significativas entre la rentabilidad media de las empresas que alteran o no el criterio de

valoración, ii) si existe o no una relación significativa entre los efectos contables del cambio y la variación de los precios de mercado, y iii) si hay una relación significativa entre el impacto económico sobre el valor de la empresa del cambio y el comportamiento de los precios.

De los resultados obtenidos en su trabajo, Brown reconoce que, una vez modificado el criterio de FIFO a LIFO, las rentabilidades anormales de los títulos son negativas pero cercanas al valor cero, mientras que las de aquellas empresas que no cambiaron de procedimiento de valoración fueron ligeramente positivas. Asimismo, detecta comportamiento diferentes en las rentabilidades anormales según el período de tiempo transcurrido desde que la empresa anuncia el cambio hasta que se éste se produce realmente (Brown 1980, pág. 60). Aún con todo, no parece decidirse abiertamente por ninguna de las dos hipótesis (mecanicista o de eficiencia) ya que admite que la relación negativa observada podría deberse a una reacción temporal en el mercado ocasionada por otras informaciones.

Quizás el primer trabajo que con mayor seguridad defendió la reacción negativa en los precios de mercado fue el de Ricks (1982). En su estudio, incrementó el tamaño muestral (1.047 empresas) y utilizó un grupo de control a fin de emparejarlo con empresas que habían cambiado al LIFO, evitando así el posible sesgo de selección en la muestra, una crítica importante en otros trabajos, al utilizar empresas cuyo comportamiento respecto al beneficio era mejor que el del resto del mercado. Como criterio de emparejamiento tuvo en cuenta la variación del ratio beneficio por acción, el sector al que perteneciese la empresa y el cierre del ejercicio fiscal<sup>98</sup>. De acuerdo a estas variables, estableció

---

<sup>98</sup> Abdel-khalik y McKeown (1978) también utilizaron las dos primeras variables como discriminatorias en el proceso de emparejamiento de las empresas. En Murray (1983) se especifican las principales limitaciones del uso de ciertas variables para la elección de la muestra de control.

275 subgrupos de empresas homogéneos y calculó las rentabilidades anormales acumuladas, primero por meses y después por semanas.

De sus resultados, Ricks afirma, que para las acciones de las empresas que adoptaron el LIFO, los retornos anormales negativos fueron significativamente mayores que los correspondientes a las empresas que no realizaron cambio alguno, en periodos inmediatamente anteriores y, en particular, hasta los cuatro meses posteriores a la fecha del anuncio del cambio. Sin embargo, el descenso en las rentabilidades inusuales de aquellas empresas que adoptaron el LIFO, se recuperó a lo largo de los doce meses posteriores.

Ricks (1982, págs. 384-386) consideró como válidas cuatro posibles explicaciones a los resultados obtenidos:

1ª) Que el mercado interpretase la decisión de adoptar el LIFO como un indicador de necesidades de capital circulante, o que la gerencia esperara beneficios reales más bajos en el futuro. Rechazó esta posibilidad, ya que al contemplar el comportamiento durante los doce meses posteriores al anuncio del cambio, se puede interpretar más como una señal de optimismo de la gerencia en relación al futuro de la empresa.

2ª) Que el comportamiento negativo de las rentabilidades anormales fuese causado por «variables omitidas» en el estudio. Con el fin de depurar esta posibilidad, agrupó subconjuntos de empresas según el sector empresarial al que perteneciesen, asumiendo que en caso de aparecer tales variables, lo habrían hecho de forma similar en cada subgrupo, cosa que no pareció ocurrir. A pesar de esto, no descarta del todo la posibilidad de que esté presente dicha anomalía.

3ª) Que el mercado subestimase, en principio, la decisión de adoptar el procedimiento LIFO, aunque a posteriori revisara esta opinión ante nuevas informaciones o un análisis más profundo de las existentes. No parece probable esta explicación, ya que la única posibilidad de que se hubiese producido un descenso de los flujos de caja esperados sería una caída del precio de las existencias, lo que teniendo en cuenta la etapa inflacionista por la que se estaba atravesando, era más que improbable.

4ª) Que las rentabilidades anormales negativas fuesen producidas por algún efecto inducido por la información que se acompaña como justificación al cambio. Para que tal efecto se diese sería necesario que el mercado creyera que las empresas incluidas en el mismo sector industrial con similares cambios en los beneficios, pero que no han adoptado el LIFO, hubieran experimentado efectos comparables, circunstancia que también le llevó a rechazar esta posibilidad.

A pesar de lo anterior, este autor no se decide abiertamente por la hipótesis mecanicista, aunque admite que el cambio de criterio valorativo tiene contenido informativo y no existe evidencia suficiente para afirmar la posibilidad de un cambio positivo en los precios asociado a la adopción del LIFO.

Si el artículo de Ricks (1982) defendía con suficientes argumentos, el comportamiento mecanicista de los inversores, hubo otros que de inmediato concluyeron que la hipótesis correcta era la de eficiencia. Destaca entre estos últimos, el trabajo de Biddle y Lindahl (1982), ya que se centró no sólo en el estudio del efecto sobre los precios de mercado, sino también entre éste y el ahorro fiscal que supone el cambio del criterio de valoración de las existencias. Estos autores obtuvieron una correlación significativa entre las dos magnitudes, con lo que afirman que sus resultados sustentan la idea de que los inversores

consideran el efecto que tendrá sobre los flujos de caja futuros, el ahorro fiscal que se desprende del cambio valorativo.

La polémica no concluyó aquí, sino que Ricks (1986) criticó ampliamente los resultados de Biddle y Lindahl (1982) al considerar que no había tenido en cuenta al seleccionar la muestra el tamaño de las empresas. Esta anomalía supone, desde el punto de vista contable, que la cantidad de información suministrada al mercado por las empresas está relacionada inversamente con la dimensión de la misma<sup>99</sup>. Por otra parte, Stevenson (1987) apoya la eficiencia del mercado y su capacidad para interpretar el contenido económico que supone el cambio, mientras que Biddle y Ricks (1988) consideran que los resultados de Ricks (1982) podrían atribuirse a la existencia de un sesgo sistemático en la determinación de las expectativas futuras de beneficios debido al cambio valorativo.

No obstante, el trabajo de Biddle y Ricks (1988) fue reelaborado por Hand (1995) incorporando a la metodología la hipótesis de que existen inversores sofisticados. De sus resultados se desprende que el sesgo referido no lo sería en realidad, sino que la presencia de los dos tipos de inversores (sofisticados y no sofisticados) se traduciría en respuestas diferentes ante la información que suministra el cambio de criterio de valoración de las existencias. A pesar de este razonamiento, el propio Hand (1995) reconoce que no resulta sencillo distinguir entre cual de las dos posibles explicaciones pueda parecer más plausible.

Como se puede observar por lo dicho hasta ahora, no existe un consenso generalizado respecto a la repercusión que tiene sobre el precio de mercado el cambio de criterio de valoración. Sin embargo, la realización de estas investigaciones fomentó el interés por establecer cuáles podían ser las causas

---

<sup>99</sup> Sobre este particular pueden consultarse los trabajos de Zeghal (1983) o Atiase (1985).

que motivasen la decisión de alterar la política contable. A las explicaciones consideradas como más plausibles, el ahorro fiscal o la protección frente a la inflación, pronto se le unieron otras fundamentadas, básicamente, en la teoría de la agencia y la red contractual<sup>100</sup>. La idea que subyace bajo esta interpretación se basa en que los directivos de la empresa disponen de información «privada» con respecto a las perspectivas futuras del negocio.

Los gestores deberán de seleccionar un método de valoración, teniendo en cuenta que sus honorarios, y por tanto sus planes de compensación (en términos de la teoría de la agencia), dependen de la evolución futura de la empresa en el mercado. Los inversores, por su parte, intentarán aprender como utilizan los directivos la información privada, a través del examen de la alternativa que elijan entre el FIFO o el LIFO y del efecto que ésta tenga sobre la valoración de las acciones en bolsa. No obstante, los gestores tendrán en cuenta las reacciones de los inversores por la elección del criterio valorativo, incorporándolas como un input informativo más a la hora de resolver su dilema decisorio.

Si se cumplen estas premisas, como indican Hughes y Schwartz (1988), la reacción de los precios de mercado ante el cambio contable podrá ser tanto positiva como negativa. La existencia de información asimétrica entre los gerentes y los inversores, puede ocasionar que en un equilibrio con expectativas racionales el mercado se distancie del mismo. En realidad, todo dependería de la capacidad que tuviese el inversor para distinguir las pretensiones a las que aspira la dirección con su decisión sobre la valoración de las existencias, así como de su habilidad para distinguir si los costes implícitos con el cambio superan o no al ahorro fiscal que se consiga con el mismo (Kang, 1993).

---

<sup>100</sup> Destacan en este sentido los artículos de Morse y Richardson (1983), Hunt (1985), Lee y Hsieh (1985), Dopuch y Pincus (1988) y Jennings et al. (1992).



En conclusión, el estudio del efecto que los cambios contables, adoptados voluntariamente, pueden tener sobre los precios de mercado se ha ido desarrollando desde la constatación de la existencia de dicho cambio, hasta la búsqueda de las razones económico-financieras que determinan la política de elección contable de la empresa.

### **3.4 REACCIÓN DEL MERCADO ANTE CAMBIOS CONTABLES NORMATIVOS.**

Hasta ahora hemos analizado algunos estudios que trataban de determinar la existencia de una relación entre un cambio voluntario de un criterio contable, y el reflejo que pudiese ocasionar en el precio de mercado de las acciones. Un segundo grupo de trabajos se orientó hacia la contrastación de la relevancia que tiene para los inversores la emisión de una determinada norma contable, lo que amparándose en el comportamiento eficiente de los mercados, permitiría analizar la oportunidad de la nueva regulación. La emisión de la nueva normativa no implicará, necesariamente, que los criterios que hasta ese momento estuviese utilizando la empresa deban de modificarse sustancialmente, sino que su principal cometido consistirá en homogeneizar los tratamientos contables que hasta ese momento estuviesen aplicando las sociedades, reduciendo de esta forma las posibles alternativas de que dispone la gerencia en su política de elección contable.

En este tipo de investigaciones, y debido a la propia naturaleza del proceso de emisión de normas en Estados Unidos, los posibles efectos de la regulación únicamente serían observables examinando, no sólo el instante en que sea de aplicación obligatoria, sino también el periodo durante el cual el borrador de la norma se esté discutiendo en las respectivas comisiones. De no adoptar este planteamiento, se perdería la oportunidad de analizar si el

mercado ha ido incorporando a los precios todas aquellas informaciones que se hayan producido a lo largo del proceso de discusión, así como si los inversores han entendido como deseable y favorable la adopción de dicha norma.

En este apartado vamos a analizar algunas de las principales aportaciones empíricas centradas en el estudio del efecto de la normalización contable sobre las decisiones de los inversores. A este respecto, una gran parte de los trabajos tendrán como denominador común la emisión de normas por parte del A.P.B. y del F.A.S.B.<sup>101</sup>. No obstante, y dado el cuantioso número de cambios contables que han generado dichos organismos (véase a este respecto, Pincus y Wasley, 1994), nos centraremos en el estudio de aquellos que consideremos más relevantes.

### 3.4.1 COSTES DE EXTRACCIÓN EN LAS EMPRESAS PETROLIFERAS.

Uno de los cambios que mayor número de trabajos empíricos ha generado, es el tratamiento contable de los costes de extracción en las empresas petrolíferas y de gas. La primera ocasión que se presentó para analizar las ventajas e inconvenientes de la adopción de uno u otro criterio contable, surgió como consecuencia de la emisión del borrador que el A.P.B. publicó en 1971. Hasta ese instante se admitían como válidos dos métodos para la activación de los costes de extracción:

---

<sup>101</sup> Existe otro tipo de estudios que a partir del comportamiento bursátil de los títulos pretenden evaluar cuál ha sido el impacto que la regulación legal ha tenido sobre el funcionamiento de los mercados financieros. Destacan sobre este particular, los trabajos de Jarrell (1981) e Ingram y Chewning (1983) acerca de la incidencia que tuvo la promulgación de la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934, de considerable trascendencia para la elaboración y difusión de la información en la bolsa americana.

- «Full-Cost» o coste completo. Mediante este procedimiento se permitía la capitalización de todos los costes de las perforaciones, tuviesen éxito o no, otorgándoles la condición de gastos a distribuir en varios ejercicios. Este método estaba siendo utilizado de forma mayoritaria por las empresas pequeñas, ya que al diferir costes se conseguía un menor impacto sobre la cifra de beneficios y, en consecuencia, se alcanzaba una mayor estabilidad en dicho valor a lo largo del tiempo.

- «Successfull-Cost» o coste con éxito. Con este método únicamente se admitía la capitalización de los costes para aquellas perforaciones que hubiesen tenido éxito, mientras que, en caso contrario, se considerarían directamente como un componente más de la cuenta de resultados. En general, esta alternativa era la más utilizada por parte de las grandes empresas.

CUADRO 3.3: ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE CAMBIOS CONTABLES NORMATIVOS.

AUTOR/ES	MUESTRA	CAMBIO NORMATIVO	RESULTADOS
Patz y Boatsman (1972)	49 empresas	Borrador del A.P.B. sobre contabilización de los costes de extracción en empresas petrolíferas y de gas.	No existen diferencias significativas entre las rentabilidades anormales de cada grupo de empresas. Por tanto, la norma no perjudica a las empresas de menor tamaño.
Dukes (1978)	479 empresas (multinacionales y que realizan operaciones en el extranjero).	Emisión del S.F.A.S. núm 8.	No existen diferencias significativas entre los dos grupos de empresas. En consecuencia, el cambio normativo no perjudicaba a la cuenta de resultados de las empresas multinacionales.
Dyckman y Smith (1979)	72 empresas que utilizan el método del coste completo y 41 que empleaban el del coste con éxito.	Publicación del proyecto del S.F.A.S. núm. 19.	No se producen alteraciones destacables por la aplicación del cambio normativo.
Collins y Dent (1979)	45 empresas que utilizan el método del coste completo y 18 que empleaban el del coste con éxito.	Publicación del proyecto del S.F.A.S. núm. 19.	En las semanas anteriores a la emisión del proyecto no se produjeron diferencias significativas entre ambos grupos de empresas. Con posterioridad, las que utilizaban el coste con éxito resultaron más perjudicadas por el cambio contable (8 meses después de la modificación todavía no se habían recuperado).
Lev (1979)	49 empresas que utilizan el método del coste completo y 34 que empleaban el del coste con éxito.	Publicación del proyecto del S.F.A.S. núm. 19.	Analizando periodos temporales muy reducidos, en torno a la publicación del proyecto, se constata la existencia de diferencias significativas por la aplicación de la norma, que afectan desfavorablemente a las empresas que utilizan el método del coste completo.
Vigeland (1981)	190 empresas (emparejadas en dos submuestras de 95).	Publicación del S.F.A.S. núm. 2.	El cambio contable no parece afectar a las empresas con independencia del método de contabilización que utilicen. Se considera como una limitación a estos resultados la no elección de la muestra por procedimientos aleatorios.
Noreen y Sepe (1981)	578 empresas que se vieron afectadas y 693 que no.	Emisión del S.F.A.S. núm. 33.	Las deliberaciones para la publicación de la norma si produjeron efectos en el mercado.

CUADRO 3.3: (Continuación).

AUTOR/ES	MUESTRA	CAMBIO NORMATIVO	RESULTADOS
Collins et al. (1982)	43 empresas que utilizan el método del coste completo y 30 que empleaban el del coste con éxito.	Publicación del A.S.R. núm 253.	Para las empresas que aplicaban el coste completo, la emisión S.F.A.S. núm. 19 supuso la obtención de rentabilidades anormales negativas, mientras que en periodos cercanos a la adopción del A.S.R. núm. 253, fueron de signo positivo. El cambio normativo tuvo contenido informativo para los inversores al modificar su expectativas futuras sobre otras variables empresariales.
Lys (1984)	89 empresas que utilizan el método del coste completo y 40 que empleaban el del coste con éxito.	Publicación del proyecto del S.F.A.S. núm. 19, de la adopción de la norma definitiva y del A.S.R. núm 253.	El comportamiento de las rentabilidades entre los dos grupos de empresas es significativamente distinto en la fecha de emisión del proyecto del S.F.A.S. (19-7-77). Existe una pequeña reacción positiva para las empresas que utilizaban el método del coste completo al publicarse el A.S.R. núm 253.
Ziebart y Kim (1987)	286 empresas multinacionales pertenecientes a 103 sectores diferenciados.	Emisión del S.F.A.S. núm 8 y del S.F.A.S. núm. 52 (que lo derogó en gran parte).	Con la aprobación de la primera norma se produjo un efecto negativo sobre los retornos bursátiles de los títulos, que los autores achacan a la vulnerabilidad de la cifra de beneficios ante alteraciones de los tipos de cambio. Con la emisión de la segunda norma, se produce una reacción de signo positivo que refuerza la hipótesis de la estabilidad de los beneficios.
Kim y Ziebart (1991)	Seleccionan una muestra de 425 empresas multinacionales y dos submuestras de 221 y 142 empresas, para evitar problemas de coincidencia de informaciones.	Publicación de proyecto del S.F.A.S. núm. 52, de su revisión y del texto definitivo.	Se produce un cambio significativo en los volúmenes de contratación en el momento de la publicación del proyecto y de la norma. Cuando se anuncia la revisión del texto se produce una reacción positiva en los precios pero no en el volumen de contratación. Por tanto, un cambio significativo en los precios no implica necesariamente una alteración apreciable en el volumen de negociación.
Pourciau y Schaefer (1995)	97 empresas que adoptaron voluntariamente la norma.	Publicación del S.F.A.S. núm. 52.	No se producen alteraciones significativas en los precios de mercado. Se cumple la hipótesis de eficiencia.

El estudio del A.P.B. se pronunciaba a favor del método del coste con éxito y, además, que su aplicación fuese con carácter retroactivo. Lógicamente, la reacción, sobre todo de las empresas pequeñas, no se hizo esperar. La presión que ejercieron impidió la aprobación de la norma, lo que en gran parte incentivó la realización de estudios empíricos cuya finalidad original consistía en comprobar en qué medida las empresas de menor tamaño resultaban perjudicadas por la aplicación de la norma. En definitiva, se trataba de contrastar si el comportamiento bursátil de las empresas pequeñas fue o no peor al de las grandes y, por tanto, si esta circunstancia justificaba su oposición a la norma.

Uno de los estudios más representativos sobre este tema ha sido el de Patz y Boatsman (1972), donde se plantea la contrastación de dos hipótesis:

1ª) Si durante las semanas anteriores al pronunciamiento del A.P.B. (22 de octubre de 1971), los precios de mercado de las empresas que utilizaban el método de coste completo se vieron afectadas negativamente.

2ª) Si las empresas grandes que utilizaban el coste completo resultaron afectadas relativamente en menor medida que las empresas pequeñas que también aplicaban el mismo método.

De los resultados de este estudio se desprende que no se dieron diferencias significativas entre las medias de las rentabilidades anormales para cada grupo de empresas. Por lo tanto, la norma no perjudicaba en especial a las empresas de menor tamaño. Además, los precios de las empresas que hasta ese momento utilizaban el método del coste completo no se vieron afectados. En opinión de Patz y Boatsman (1972, págs. 402-403), estos resultados pudieron deberse fundamentalmente a tres razones:

1ª) Los precios de mercado de las empresas que venían utilizando el coste completo podrían tener descontado el efecto de la norma con anterioridad al periodo considerado (33 semanas). Esta posibilidad la descartaron al analizar las 26 semanas anteriores a dicho periodo, no observando ningún efecto significativo en la rentabilidades medias de ambos grupos.

2ª) Que los precios de mercado reaccionaran al pronunciamiento en un periodo posterior, concretamente, después del primer anuncio de beneficios que se viera afectado por el cambio. Los autores no consideran aceptable esta explicación por ser contraria a la hipótesis de eficiencia e incongruente, ya que el cambio era conocido por el mercado con anterioridad, y si tuviese contenido informativo lo hubieran incorporado antes al precio.

3ª) Que el mercado percibiese el pronunciamiento como un cambio en la forma pero no en el fondo económico de la información. Esta interpretación estaría completamente de acuerdo con la hipótesis de eficiencia y es la que defienden los autores.

En julio de 1977 el F.A.S.B. emitió un nuevo borrador en el que también era partidario del método del coste con éxito. En diciembre del mismo año dicho borrador se aprobó con ligeras modificaciones y se publicó como el S.F.A.S. núm. 19. A consecuencia de esta norma, los investigadores siguieron estudiando los efectos que pudiese haber tenido sobre los precios de mercado. Así, Collins y Dent (1979) encontraron diferencias significativas entre las rentabilidades anormales semanales de las empresas que estaban utilizando uno u otro método con anterioridad a la fecha del cambio. Sin embargo, Dyckman y Smith (1979) no observaron variaciones dignas de mención, mientras que a través del análisis de las rentabilidades anormales diarias, Lev (1979) confirmó la existencia de diferencias significativas entre las empresas,

siendo además perjudicadas por el cambio contable, las que venían utilizando el método del coste completo<sup>102</sup>.

No obstante, la controversia no terminó ahí. En agosto de 1978, es decir, trece meses después de que se aprobara el proyecto del S.F.A.S. núm. 19, la S.E.C. le retiró su apoyo y consideró como válidos los dos procedimientos descritos para la contabilización de los costes de exploración de las empresas de petróleo y gas. En este caso, la emisión del *Accounting Series Release* núm. 253 estaría favoreciendo a aquellas empresas que estuviesen utilizando el método de coste completo antes de la aprobación del S.F.A.S. núm. 19, y que se consideraban damnificadas por su adopción. Por tanto, los estudios empíricos se centraron en contrastar si la emisión de la nueva normativa había favorecido o no al comportamiento bursátil de determinadas empresas.

En concreto, Smith (1981) estudió la correlación existente entre los rendimientos anormales negativos originados como consecuencia de la emisión del proyecto del S.F.A.S. núm. 19, y los que se obtuvieron a raíz de la norma de la S.E.C.. Los resultados alcanzados indican que existe un grado de correlación significativo entre ambas rentabilidades anormales y que, por tanto, los dos pronunciamientos aportaron información relevante para la valoración de las empresas cotizadas. Asimismo, Collins et al. (1982, pág. 5) contrastaron la hipótesis de que, como consecuencia del A.S.R. núm 253, el precio de las acciones de las empresas que utilizaban el método del coste completo se incrementó en mayor medida que el de las que utilizaban el del coste con éxito. De los resultados obtenidos, Collins et al. (1982, pág. 15) concluyen que las

---

<sup>102</sup>El trabajo de Lev (1979) fue criticado por Smith y Dyckman (1981) al considerar que sus resultados no son concluyentes y que se habían producido incorrecciones en tres aspectos: al seleccionar la muestra, en la elección del período de tiempo en torno a la fecha de emisión del proyecto de norma y en la metodología y análisis estadístico utilizado. No obstante, Jain (1983) repitió el estudio, mejorando los aspectos metodológicos y utilizando nuevas herramientas estadísticas, alcanzando unos resultados coherentes con las que indicara Lev (1979) y, por tanto, considera que sus conclusiones no han perdido validez alguna.



rentabilidades anormales medias de las empresas que aplicaban el coste completo, excedieron en un 1,68% a las de las que empleaban el del coste con éxito durante la semana en que se anuncio la decisión de la S.E.C.. Por contra, la tendencia se invertía cuando se consideraba la emisión del proyecto del F.A.S.B., ya que la diferencia era del 1,41% pero a favor de las que aplicaban el coste con éxito.

Como ya ocurriese en el caso de los cambios voluntarios, una vez asumido el comportamiento negativo en las rentabilidades anormales para las empresas que utilizaban el método del coste completo, las investigaciones se encaminaron hacia el análisis de los determinantes de esta reacción. En este sentido, conviene destacar que se considera que este cambio contable no afecta a los flujos de caja futuros de la empresa, por lo que desde el punto de vista de la teoría de la eficiencia no debería de producirse ningún efecto sobre el precio de los títulos. Por tanto, lo que podría parecer un síntoma de ineficiencia por parte del mercado, no lo sería debido a la influencia que el cambio contable puede tener sobre las expectativas futuras de los inversores en relación con otras variables empresariales (Lev, 1979).

En consecuencia, los trabajos posteriores se han orientado hacia el estudio de las consecuencias económicas derivadas del cambio contable y a la relación entre este último y determinadas variables que inciden en el desarrollo del negocio empresarial, como un medio para averiguar de qué depende la utilización de un método u otro<sup>103</sup>. Asimismo, se ha generado una profusa literatura que trata de establecer cuáles puedan ser las conexiones existentes entre la elección de un método determinado y determinadas hipótesis relacionadas con la teoría de la agencia y de la red contractual<sup>104</sup>.

---

<sup>103</sup> Pueden consultarse sobre este particular, los trabajos de Larcker y Revsine (1983), Johnson y Ramanan (1988), Kim y Lipka (1991) y Bandyopadhyay (1994).

<sup>104</sup> Destacan a este respecto, los artículos de Collins et al.(1981), Lys (1984) y Mohrman (1993).

### **3.4.2 AJUSTES DE LA INFORMACIÓN CONTABLE AL NIVEL GENERAL DE PRECIOS.**

Otro cambio en la regulación contable que ocasionó no pocas polémicas, fue el de los ajustes por inflación. En este caso el debate se ha desarrollado no sólo a nivel empírico, sino también en el plano teórico<sup>105</sup>. En concreto, Noreen y Sepe (1981) analizaron el posible impacto sobre los precios de mercado del proceso de discusión del S.F.A.S. núm. 33. Dicho periodo se prolongó durante cinco años, ya que fue en 1974 cuando el F.A.S.B. publicó el borrador en el que incluía la obligación de suministrar información complementaria ajustada al nivel general de precios y este no fue aprobado hasta 1979. Noreen y Sepe (1981, págs. 254-255) establecieron las posibles relaciones entre cada una de las posiciones que se iban tomando y los precios de mercado de acuerdo al siguiente razonamiento: si los precios de algunas acciones resultan afectados, favorable o desfavorablemente, por la postura inicial del F.A.S.B., también lo serán por los sucesivos cambios que se pudiesen producir a lo largo del periodo de discusión, ya sea por que se incremente la probabilidad de que se apruebe la norma o por lo contrario.

---

<sup>105</sup> En Tua (1991a, págs. 306-324) se sintetizan las principales posiciones doctrinales, empíricas y normativas que han caracterizado el desarrollo de la información contable ajustada a valores corrientes.

Este planteamiento se aplicó en tres momentos distintos: i) cuando se inició la elaboración del borrador en diciembre de 1973, ii) cuando se anunció que el pronunciamiento no se emitiría en 1975, y iii) en la emisión de un nuevo borrador en diciembre de 1978. Los anuncios de estas noticias se tomaron del *Wall Street Journal*, analizándose los retornos anormales que pudiesen existir durante el mes anterior y posterior al anuncio entre dos grupos de empresas que, por su dimensión, pudieran verse probablemente afectadas por el pronunciamiento. Los resultados para el primer grupo parecen confirmar elevados niveles de correlación, lo que en su opinión, corrobora la hipótesis de que las deliberaciones produjeron efectos en el mercado. Asimismo, Noreen y Sepe (1981, pág. 265) proponen mejorar la robustez de los contrastes de correlación «vis-a-vis», empleando como alternativa el análisis de la varianza, ya que permite contrastar simultáneamente las tasas de rentabilidad anormales de varios grupos, y consideran conveniente que en posteriores investigaciones se analice el signo de las rentabilidades inusuales.

En un trabajo posterior Sepe (1982), mejorando la metodología, obtuvo resultados similares dando como una posible explicación que los ajustes por inflación son útiles al inversor en la medida que proporcionan información relevante para la toma de decisiones, con lo que el mercado puede acusar la reducción en los costes de obtención y procesamiento de la información promovida por la norma. Para este autor, cabe suponer que los inversores que utilizaban ajustes lo hacían antes de 1974 con un coste relativamente elevado, o no utilizaban esta técnica a causa de su coste excesivo, y que el proyecto de norma puede que hubiera alterado la relación coste-beneficio de los ajustes por inflación.

Al margen de la reacción del mercado a la discusión de la norma, la utilidad de la misma puede ser contrastada a través del contenido informativo que aporte la presentación de los estados financieros a precios actualizados. En este sentido, trabajos como los de Beaver y Landsman (1983) o Beaver y Ryan

(1985) evidencian que los inversores no consideran relevante la difusión de informaciones ajustadas al nivel de inflación (seguramente porque ya habrán ajustado las cifras históricas con anterioridad, lo que implicaría que esta información ya estaría incorporada en los precios de mercado), con lo que sería suficiente la presentación de los datos contables elaborados únicamente en base a costes históricos.

No obstante, hay otros autores, como *Bublitz et al. (1985)* o *Lobo y Song (1989)*, que sí han encontrado evidencia de que los precios de mercado reaccionan ante la información contable elaborada con precios corregidos por la inflación, y consideran que ésta permite anticipar con mayor precisión los flujos de caja futuros. Por otra parte, *Odaiyappa y Nainar (1992)* consideran que la reacción en los precios puede favorecer a determinados inversores con elevados niveles de información, que además consideren no creíble el comportamiento eficiente del mercado (véase en este sentido, *Mayer-Sommer, 1979*). En su opinión, estos últimos pensarán que los inversores podrían reaccionar negativamente ante la nueva información que exigía el S.F.A.S. núm. 33, sobre todo cuando los ingresos reconocidos según el coste corriente, estén por debajo de los que se obtendrán con la aplicación del coste histórico. En consecuencia, los inversores con mayor niveles de información incluirán entre sus expectativas de compra a aquéllas acciones sobre las que se pueda anticipar una reacción negativa ante la difusión de información ajustada al nivel general de precios.

### **3.4.3 TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS OPERACIONES REALIZADAS EN MONEDA EXTRANJERA.**

Para finalizar este apartado, vamos a analizar brevemente la reacción que supuso para el mercado la emisión de dos pronunciamientos contables que generaron cierta controversia: el tratamiento de las operaciones en moneda

extranjera y la contabilización de los gastos de investigación y desarrollo. Por lo que se refiere a la primera práctica, en el proyecto de S.F.A.S. núm. 8 (emitido en diciembre de 1974) se incluía la obligación de convertir los estados financieros de las empresas que operasen en divisas o que tuvieran establecimientos en el extranjero, de acuerdo con el método temporal. Así, el tipo de cambio que se aplicaría para la conversión sería el corriente y las diferencias de cambio que generasen se considerarían directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Aprobado definitivamente en abril de 1976, el S.F.A.S. núm. 8 generó una considerable polémica entre los directivos de las empresas multinacionales, ya que éstos consideraban que la aplicación de esta norma perjudicaba a la estabilidad de la cifra de beneficios por cuanto sería vulnerable a los cambios que se produjeran en los tipos de cambio. Argüían para ello, que en condiciones de estabilidad monetaria (con tipos de cambio fijos, como en el sistema de Bretton Woods) no se producirían grandes diferencias entre la utilización de uno u otro método para reconocer las transacciones en moneda extranjera pero, en cambio, en una economía internacional con tipos de cambio flotantes la adopción de este criterio les obligaba a recurrir a instrumentos de cobertura para reducir el impacto sobre los beneficios de las pérdidas que se generasen.

Debido a la presión que ejercieron las empresas multinacionales, el F.A.S.B. modificó el criterio original contenido en el S.F.A.S. núm. 8 y admitió la imputación a reservas de las diferencias surgidas sin necesidad de que se reconociesen en la cuenta de resultados. El cambio normativo se publicó como el S.F.A.S. núm. 52, e incorporó, entre otras modificaciones, la consideración de

la moneda funcional como base para la conversión de los estados financieros<sup>106</sup>.

En esta ocasión, y de nuevo a través del estudio de la evolución de los precios de mercado, se presentó una buena oportunidad para contrastar la existencia de algún contenido informativo para los inversores. En este sentido, Dukes (1978) comparó el comportamiento bursátil de dos grupos de empresas que resultaban afectadas por el S.F.A.S. núm. 8: multinacionales y nacionales que realizaban operaciones en el exterior. De sus resultados se desprende que no existen diferencias significativas entre las rentabilidades de los dos grupos, por lo que concluye que la citada norma no tiene efectos significativos sobre los retornos bursátiles de las empresas multinacionales.

No obstante, Ziebart y Kim (1987) constataron la existencia de una reacción negativa en los precios de mercado ante la aplicación del S.F.A.S. núm. 8, así como un efecto positivo por la promulgación del proyecto del S.F.A.S. núm. 52. En un trabajo posterior, donde además de contrastar el comportamiento de los precios de mercado también analizaron las variaciones experimentadas en el volumen de negociación de las acciones, Kim y Ziebart (1991) obtuvieron idénticas conclusiones<sup>107</sup>. Estos resultados vendría a confirmar las peticiones de los directivos de las multinacionales, que consideraban necesario permitir una mayor flexibilidad en el reconocimiento de las pérdidas generadas por la conversión de los estados financieros nominados en moneda no nacional. Además, como una prueba más del acierto que suponía la aplicación de la nueva norma, se observó una disminución en

---

<sup>106</sup> Para un análisis de los efectos y reacciones que se derivaron de la aplicación en Estados Unidos de la normativa sobre operaciones en moneda extranjera, puede consultarse el artículo de Houston (1989).

<sup>107</sup> No obstante, en Pourciau y Schaefer (1995) se vuelven a presentar resultados que evidencian que el mercado no reaccionó ante la emisión del S.F.A.S. núm. 52, por lo que el incremento de los beneficios no se interpretó como una información válida para determinar los flujos de caja futuros, resultado que estaría en consonancia con la hipótesis de eficiencia del mercado.

los costes de cobertura del riesgo de cambio que soportaban las empresas multinacionales (Business International Corporation, 1982)<sup>108</sup>.

### 3.4.4 RECONOCIMIENTO CONTABLE DE LOS GASTOS DE I+D.

El último cambio normativo al que nos vamos a referir será el tratamiento contable de los gastos de investigación y desarrollo. En concreto, en octubre de 1974 se publicó el S.F.A.S. núm. 2 por el que se obligaba a contabilizar como gasto del ejercicio el importe de los gastos de investigación y desarrollo en que hubiesen incurrido las empresas. Dado que con anterioridad a la aprobación de esta norma existía la posibilidad de diferir dichos gastos a lo largo del tiempo, en principio sería de esperar que la modificación contable tendría contenido informativo para las empresas que estuviesen utilizando el método diferido. Como se puede observar, se repiten las circunstancias de anteriores estudios, siendo por tanto el objetivo de la investigación la contrastación de la existencia de algún efecto en el precio de mercado de las empresas ante un cambio de la norma contable.

Vigeland (1981) analizó esta posibilidad, para lo cual tomó una muestra de 190 empresas, emparejándolas en dos submuestras de 95, según si el cambio les iba o no a afectar. Para seleccionar el segundo subgrupo utilizó dos criterios (Vigeland, 1981, págs. 319-320):

1º) El riesgo, que midió a través de la «beta». Calificó a las empresas en atención a si el valor de sus «betas» era mayor o menor a 0.40, las que resultasen inferiores no las utilizó (27 sobre las 122 iniciales).

---

<sup>108</sup> No hemos tenido acceso a los resultados de este estudio, si bien dicha conclusión la hemos tomado de Ziebart y Kim (1987, pág. 344).

2º) Si el total de ventas y activos superó o no al 50% de los respectivos valores en las empresas que tenían que cambiar su criterio.

Como período de análisis consideró un total de 103 semanas, si bien para él existieron cuatro fechas (Vigeland, 1981, pág. 321) especialmente significativas y que debían estudiarse: i) cuando se emitió el *Discussion Memorandum* (31-12-1973), ii) la emisión del *Exposure Draft* (5-6-1974), iii) la fecha de publicación del S.F.A.S. núm. 2 (10-10-1974), y iv) la fecha de entrada en vigor de la norma (1-1-1975).

Se calcularon las medias de las rentabilidades anormales para cada subgrupo teniendo en cuenta los períodos anteriormente descritos. Los resultados (Vigeland, 1981, págs. 322-324) no parecen evidenciar que existiese un comportamiento diferente, entre las empresas que ya venían considerando como gasto del ejercicio los gastos de investigación y desarrollo y las que los consideraban como gastos a distribuir en varios ejercicios. Por lo tanto, el cambio contable no parece que afectara a los inversores, en el sentido de que cambiasen sus expectativas acerca de las decisiones de gestión de las empresas. Sin embargo, hay que tener en cuenta como el propio Vigeland (1981, pág. 324) indica, que la no elección de la muestra con un método aleatorio impide generalizar los resultados de su trabajo.



## **CONCLUSIONES DE LA PRIMERA PARTE.**

El origen de las bolsas de valores está ligado, tanto al incremento de los intercambios comerciales como al aumento del número y clase de instrumentos y medios de pago mercantiles. Sin embargo, su consolidación definitiva como mercado financiero particular, se produjo a partir del siglo XIX coincidiendo con la Revolución Industrial iniciada en Inglaterra. Las ingentes cantidades de capital que necesitaban los nuevos proyectos empresariales, junto con el desarrollo de las sociedades de responsabilidad limitada, motivaron la especialización de la bolsa como centro de emisión y negociación de acciones. Con el fin de adecuarse a las necesidades de sus usuarios, la institución bursátil ha ido diversificando los valores negociados y las operaciones que se podían realizar, así como ha introducido mejoras en los sistemas de contratación y liquidación de acciones.

A pesar de la existencia de una serie de características comunes a todas las bolsas del mundo, las diferentes estructuras jurídicas, económicas o sociales de los países dieron lugar a distintos sistemas bursátiles. No obstante, y sea cuál sea el modelo bursátil que consideremos, las principales funciones que la bolsa debe desempeñar, en el contexto de una economía capitalista, no se han visto alteradas, básicamente, a lo largo de su historia moderna.

Con carácter general, las funciones primordiales que debe llevar a cabo la bolsa son: i) facilitar la provisión de liquidez para las inversiones de los accionistas, condición indispensable para el buen funcionamiento del mercado primario; ii) canalizar el ahorro hacia la inversión, requisito fundamental para que los ahorradores puedan elegir y comprobar cuál es la evolución de los valores, y para que las empresas obtengan la financiación necesaria para el cumplimiento de sus objetivos; iii) actuar, en general, como un «barómetro» del devenir económico de las empresas, si bien la valoración de las mismas estará condicionada al cumplimiento de una serie de condiciones por parte del

mercado; iv) velar por el buen fin económico y jurídico de las operaciones que se lleven a cabo a través del mercado.

Uno de los principales retos a los que se enfrenta la bolsa del siglo XXI, consiste en adaptar su estructura de funcionamiento a las exigencias de los agentes económicos que interactúan en ella, permitiendo de este modo mantener el «status» que le corresponde dentro de los sistemas financieros de los países desarrollados. La ausencia de adecuación entre los intereses de los agentes económicos y la capacidad de mutación de la bolsa para satisfacer sus demandas, puede inducir el fenómeno de la desintermediación bursátil, con la consiguiente pérdida de protagonismo, por parte de la bolsa, en el intercambio de títulos.

En el actual contexto internacional, el negocio bursátil tiende hacia una globalización de sus operaciones en unos pocos centros financieros de decisión. Si a este hecho unimos la progresiva incorporación de avances tecnológicos que mejoren los sistemas de compensación y liquidación, si se procura el establecimiento de redes informáticas que faciliten el intercambio de información y, además, si se establece un progresivo acercamiento de las legislaciones entre los distintos países, se habrán instituido las reformas necesarias para detener la proliferación de mercados extrabursátiles que podrían suponer la decadencia de los mercados de valores, tal y como hoy los conocemos.

Con independencia de las reformas que se realicen en la bolsa, ésta no dejará de ser un mercado, por lo que, la fijación del precio que mantenga en equilibrio oferta y demanda, requerirá de un adecuado conocimiento de todas aquellas circunstancias que puedan afectarle. En este sentido, resulta complicado establecer cuáles serán los mecanismos de los que dependerá el comportamiento competitivo del mercado bursátil, así como cuál será la

incidencia que tendrá en la fijación de los precios la aparición de nuevas informaciones que puedan afectar a los títulos negociados.

En realidad, la búsqueda de las causas determinantes de las variaciones en los precios de los valores ha sido una constante desde la aparición de la bolsa como institución. Como si de una «cura milagrosa» se tratara, siempre han existido «gurús» dispuestos a ofrecer sus predicciones a cambio de unos honorarios nada desdeñables. Promovidos por la confirmación de la veracidad y exactitud de estos vaticinios, o por la propia curiosidad científica, los estudiosos del mercado de capitales iniciaron una de las etapas de producción investigadora, en economía, más notables de este siglo.

En un principio, la mayor parte de los trabajos se centraron en comprobar el comportamiento aleatorio o no de las series de precios de los títulos, así como si su distribución estadística se correspondía con una *normal*. En este sentido, la práctica totalidad de los mismos confirmaron la condición de «paseo aleatorio» para las variaciones de los precios, mientras que no se dió idéntico consenso al aceptar la distribución probabilística de los mismos. Sin embargo, la constatación de estos hechos no se consideró como una explicación convincente que justificase, desde el punto de vista económico, el porqué de ese comportamiento por parte del mercado. Hasta ese instante, dicho mercado podía describirse como un centro de contratación donde existía un elevado número de analistas sofisticados, y profesionales, que al encontrarse en dura competencia entre sí, impulsaban que los precios reflejasen su verdadero valor intrínseco aunque la incertidumbre del mundo real impidiese calcularlo con exactitud.

El paso definitivo hacia el establecimiento de un modelo económico que permitiese comprender cuál era el funcionamiento del mercado de valores, se produjo con la introducción del concepto de «eficiencia informacional». Según este, un mercado se considerará eficiente cuando los precios siempre reflejen

por completo la totalidad de la información disponible. Se trata, por tanto, de un mercado donde la incorporación de la información se produce de forma rápida y completa, y los inversores actúan como si conociesen dicha información. Ahora bien, no es necesario que todos los inversores puedan acceder realmente a toda la información disponible, sino que únicamente serán precisos un número «suficiente». Además, tampoco es necesario que todos estén de acuerdo completamente respecto a las consecuencias de determinadas informaciones, a no ser que algunos de ellos puedan realizar de modo consistente mejores evaluaciones que las que se encuentran implícitas en los precios de mercado.

El concepto de eficiencia informacional debe de matizarse cuando lo que se pretende es contrastar el grado que esta alcanza en un mercado determinado. La relativización de este concepto parece necesaria ya que no se puede admitir la eficiencia en sentido absoluto, sino más bien como un prototipo al que parece conveniente asimilarse, y, además, resulta adecuada dado que facilitará la comprobación de su existencia, a través de la contrastación empírica. La dificultad para contrastar los distintos niveles de eficiencia, así como el carácter restrictivo de alguno de los postulados teóricos, hizo que desde mediados de los ochenta, se desarrollasen una serie de modelos teóricos que incorporaban las expectativas de los individuos, así como un conjunto de factores propios de la denominada «microestructura» del mercado, con el fin de definir específicamente cuál era el papel que determinados colectivos representaban en la fijación de los precios.

Debido a la necesidad de determinar la validez de las teorías, ha sido en el campo empírico donde más se ha desarrollado la investigación relativa a los mercados de capitales. La comprobación empírica de los postulados teóricos, permitió la detección de una serie de anomalías que, en ocasiones, algunos autores consideraron «suficientes» para invalidar el modelo de mercados eficientes. Sin embargo, la evidencia acumulada no permite, a nuestro

entender, decantarse por la aceptación o rechazo en sentido absoluto de la hipótesis de eficiencia. Es más, en todos los niveles de eficiencia contrastados se ha detectado el incumplimiento de la teoría en alguna medida, pero lo que no queda todavía claro es si la falta de adecuación se debe a los procedimientos estadísticos utilizados, a la elección del período muestral, a un erróneo planteamiento del problema o a la utilización de un determinado modelo de equilibrio.

Precisamente la elección del modelo de valoración de activos (C.A.P.M.) como modelo de equilibrio en el mercado de capitales, ha originado, a pesar de la favorable acogida que obtuvo durante la primera mitad de los setenta, una de las principales controversias empíricas en el campo de la investigación financiera. Como en el caso anterior, tampoco parece demostrada, de manera irrefutable, la validez o no de dicho modelo. Existen ciertos interrogantes a los que el citado modelo no parece dar respuestas adecuadas, lo que en cierta medida invalida las predicciones que se realicen en base a él. Sin embargo, no existe ninguna alternativa que pueda considerarse sostenible, desde el punto de vista teórico, y que aspire a sustituirle de manera permanente.

En definitiva, en la evolución de estos trabajos podemos distinguir tres fases diferenciadas, a través de las cuales se vislumbra el recorrido por el que atravesaron las teorías; una primera en la que se enunciaron los modelos económicos teóricos, una segunda en la que se fueron desarrollando (con la admisión de algunas variantes) y donde se propiciaron las primeras contrastaciones (que en general venían a confirmar las hipótesis teóricas), y una tercera en la que, gracias al desarrollo de las bases de datos y la incorporación de nuevos procedimientos estadísticos, se cuestiona de forma consistente la validez de los mismos, siendo necesaria una reformulación de las teorías, o incluso su propio abandono. En cualquier caso, en Economía, como en otras disciplinas científicas, la renuncia definitiva a una teoría o modelo no se produce hasta que no surja otra que la supere en capacidad explicativa.

Ahora bien, la presencia de condicionantes al cumplimiento de los modelos teóricos no debe de extrañarnos ya que en el fondo son únicamente «modelos», cuya virtud (o defecto) radica en simplificar una realidad que resulta compleja. En nuestra opinión, este hecho reafirma la necesidad de profundizar en el estudio del efecto que ciertas informaciones puedan tener en la formación del precio de los títulos. Concretamente, consideramos necesario identificar cuáles son los mecanismos que subyacen en la interpretación de algunos datos, sobre todo de los contables, para que a través de ellos podamos comprender cuáles son los factores económicos determinantes de las alteraciones en la valoración de los títulos.

En este sentido, parece evidente el interés que demuestran los organismos supervisores de los mercados en que las sociedades cotizadas suministren información financiera a los inversores actuales o potenciales. La relevancia que se les concede a los estados financieros estaría justificada por su capacidad para ofrecer datos fundamentales acerca de la marcha del negocio, así como por el carácter probatorio de los mismos en el supuesto de que alguna empresa realizase alguna operación inadecuada.

La búsqueda de la mayor transparencia informativa posible durante el proceso de formación de los precios, ha supuesto que en la mayoría de los mercados de valores desarrollados se haya instaurado un voluminoso cuerpo normativo específicamente relacionado con las exigencias que deben de cumplimentar las sociedades cotizadas en materia de información contable. De esta manera se pretende ejercer una notable influencia sobre el formato en que se deban de presentar los estados financieros, como un medio para procurar la existencia de un mínimo contenido informativo válido para todos los inversores. No obstante, lo que en un principio pretendía ser la implantación de un control exhaustivo sobre la difusión de la información contable, en algunos casos (fundamentalmente, en el mercado norteamericano), derivó en la imposición de determinados principios o criterios de valoración para la

elaboración de dicha información que, en caso de no ser aplicados, ocasionarían la exclusión de cotización de los valores.

En consecuencia, la relevancia que teóricamente se atribuía a la información contable en el proceso de valoración de los títulos junto al desarrollo de modelos económicos de comportamiento para los mercados financieros, permitió que se generasen diferentes líneas de investigación que tuvieron como denominador común la contrastación del verdadero papel que desempeñarían los datos contables en la toma de decisiones de los inversores. A este respecto, la aceptación de la teoría de la eficiencia tuvo importantes implicaciones en la orientación de los estudios empíricos, ya que se utilizó como soporte para comprobar la utilidad, no sólo de la información financiera, sino también del proceso de emisión de las normas contables.

Respecto a esta última cuestión, y en el marco de un mercado que funcione eficientemente, se considera que no existirán impedimentos para que los inversores interpreten correctamente las cifras contables, con independencia de los criterios que se hayan utilizado para su elaboración. De ser cierta esta afirmación, la regulación contable podría orientarse hacia la publicación de normas que facilitasen a los inversores la interpretación de los estados financieros, basándose para ello, en la reacción favorable o desfavorable que se produjese en los precios de mercado ante la emisión del pronunciamiento. Sin embargo, los estudios que se han centrado en el análisis de esta cuestión, no parecen concluir que se pueda utilizar este procedimiento para discriminar entre diferentes alternativas a la hora de emitir una norma contable. En lo que si parecen coincidir es en la necesidad de que se procure incrementar el contenido informativo de los estados financieros, ya que de esta forma los inversores serán capaces de realizar los ajustes que consideren oportunos con el fin de interpretar adecuadamente la información financiera.

No obstante, el principal problema consistirá, precisamente, en determinar qué datos contables son los que disponen de mayor contenido informativo para los inversores y, por tanto, cuál debería ser el grado de detalle con el que se incorporarían a los estados financieros en el momento de su publicación. En este sentido, la eficiencia de mercado zanja directamente esta cuestión al considerar innecesario el análisis de las cifras contables, por cuanto el único dato que se consideraría relevante para decidir la compra-venta de un valor sería el precio de mercado del mismo, ya que este incorpora cualquier información (sea contable o no) que se haya podido producir. Esto equivaldría a considerar que los inversores son capaces de entender perfectamente cualquier alteración que se produzca en las cifras contables y que no sería necesario que la analizarán, al incluir los precios de mercado el potencial valor añadido que supondría la utilización de un determinado método analítico. En este contexto, la información contable únicamente serviría como un input más, a introducir en los modelos predictivos que empleasen los inversores, con el fin de estimar la evolución futura de los títulos.

Ahora bien, como quiera que los mercados financieros «reales» no se comportarán exactamente como la teoría predice y existen costes adicionales por el procesamiento de la información, es posible que el valor de dicha información no se refleje sistemáticamente en el precio de los valores. Por consiguiente, sería conveniente analizar qué variables contables podrían resultar válidas para anticiparse a los cambios que se produjeran en las cotizaciones. Fruto de este interés, se ha desarrollado una fecunda línea de investigación empírica centrada en el establecimiento de las correlaciones entre determinadas magnitudes contables y la evolución del precio de los valores. Así, de confirmarse la existencia de la citada relación, se consideraría probada la efectividad de los datos contables y, en consecuencia, la de su análisis para valorar adecuadamente a las empresas.



De entre las variables contables sobre las que se ha realizado un mayor número de investigaciones destaca, dado el papel que desempeña como indicador de los flujos de caja futuros que recibirán los inversores, la cifra de beneficios. A partir del estudio de la anomalía «resultado-precio», puede concluirse que la correlación entre la rentabilidad de los títulos y el beneficio contable es muy reducida, lo que puede interpretarse como un signo de ineficiencia por parte del mercado o bien como una incorrecta especificación del modelo que relacione ambas variables. Sin embargo, no debería descartarse la posibilidad de que las insuficiencias explicativas se produjesen como consecuencia del bajo contenido informativo que tuviera la cifra de beneficios. Estas limitaciones podrían justificarse debido a la arbitrariedad con la que se reconocen, en ocasiones, ingresos y gastos contables, por la falta de oportunidad en la difusión de la información financiera o por la posible manipulación del beneficio que realizase la gerencia de la empresa.

Asimismo, también se ha contrastado que existen otras variables contables o combinaciones de éstas que permiten explicar una buena parte del comportamiento de los precios de mercado, por lo que, desde esta perspectiva, se consideraría útil el análisis de ciertas informaciones contables ya que posibilitaría el conocimiento profundo, no sólo de la situación económico-financiera presente y pasada de la empresa, sino también como medio para vaticinar cuál será la evolución futura del título. De hecho, la búsqueda del «verdadero» valor redundará tanto en la mejora de la eficiencia de los mercados, como en el mayor conocimiento de las variables que afecten a las expectativas de los agentes económicos que se relacionen con los mercados de capitales.

Si se admite que, en cierta medida, la información contable está relacionada con la evolución bursátil de los títulos, cabe preguntarse si la modificación de los procedimientos que se utilizan para su elaboración tendrá alguna trascendencia sobre las decisiones de los inversores. En realidad, en el

planteamiento de esta cuestión se encuentra implícita la verificación de la capacidad que tengan los inversores para diferenciar entre cambios en los métodos contables que se podrían considerar «cosméticos», de aquéllos otros que estén relacionados con modificaciones de la situación real de las empresas.

La mayor parte de las investigaciones empíricas han optado por analizar el efecto de los cambios contables sobre los precios de mercado de los títulos, en función de su grado de discrecionalidad. La elección de este criterio estriba en que la voluntariedad o no de la modificación contable podría actuar como un indicador de determinados hechos o decisiones que incidirían sobre la marcha futura del negocio empresarial. No obstante, el efecto real del cambio contable sobre la rentabilidad de los valores, se especifica en función de la alteración que produzca sobre los flujos de caja futuros. De acuerdo con este criterio, y de comportarse eficientemente el mercado, aquellas modificaciones en los criterios de contabilización que produzcan variaciones en dicha magnitud, deberían de traducirse en cambios en la rentabilidad de los títulos, mientras que en caso contrario, los precios no se alterarían al ser los inversores capaces de discernir la intrascendencia del cambio contable.

De la investigación empírica analizada, no se puede concluir con rotundidad que exista una relación directa entre el cambio contable y los precios de los títulos. Aún en el supuesto de que la modificación del criterio tenga consecuencias sobre los flujos de caja futuros, existen casos en los que la reacción en los precios es la inversa a la que la teoría de la eficiencia predice. No obstante, lo que sí parece demostrado es la reacción del mercado ante el proceso de discusión de las normas contables en los organismos emisores, lo que evidenciaría el interés que tendrán los inversores por las consecuencias que la nueva normativa pueda tener sobre su nivel de bienestar, así como las potenciales ventajas que se derivarían de la reducción en los costes de transformación de la información que supone la unificación y reducción de los criterios contables que se aplican en las empresas.

En este sentido, cabe señalar que se ha desarrollado una considerable literatura que, admitiendo la existencia de un determinado efecto sobre los precios de mercado ante la elección de una política contable concreta, se ha preocupado de establecer cuáles serán los condicionantes que justifican el cambio de criterio, ya sea voluntario o como consecuencia de la presión ejercida para que el órgano competente emita la norma que se desea. De esta forma, el estudio de la incidencia de los cambios contables sobre los precios de mercado se ha convertido en una herramienta analítica cuya principal finalidad consistirá en especificar cuál es el vínculo entre el comportamiento de los inversores y la variación de determinadas magnitudes contables. Asimismo, se ocupará de establecer cuál será la preferencia por parte de la dirección de la empresa a la hora de elegir entre uno u otro criterio contable.

Sin embargo, y a pesar de los avances que se han producido en la investigación contable basada en el mercado de capitales, existen algunas limitaciones a las que debemos referirnos. En primer lugar, no hay que olvidar que los resultados que se derivan de las investigaciones se circunscriben al entorno bursátil. Quiere ello decir que la relevancia o no de la reacción del mercado ante un determinado cambio contable, no debería de interpretarse como un hecho «exportable» a todos los usuarios de la información contable de forma automática, sino mas bien, como un signo de las consecuencias potenciales que puede tener para una importante categoría de usuarios. Además, también deberá de tenerse en cuenta el grado de desarrollo que tenga el mercado de capitales en cuestión, ya que de no representar adecuadamente al conjunto de los sectores productivos de la economía resultaría más complicado inferir determinados comportamientos.

En segundo lugar, hay que resaltar que gran parte del razonamiento de este tipo de trabajos está basado en el comportamiento homogéneo de los inversores ante la difusión de una información específica. El desarrollo de

modelos de decisión que admitan la existencia de expectativas individuales puede que ofrezca en el futuro nuevas evidencias que minen la concepción tradicional de la eficiencia del mercado. Además, se plantea un problema adicional al tener que contrastar conjuntamente dos hipótesis, la de eficiencia y la que presupone que los datos contables poseen contenido informativo para las decisiones de los inversores. Así, el rechazo o la aceptación de alguna de ellas, no tiene porque suponer idéntico efecto sobre la otra, y viceversa, por lo que no resultará sencillo vislumbrar a que se debe la ausencia o no de una reacción en los precios de mercado.

## SEGUNDA PARTE

# REGULACIÓN ECONÓMICA Y NORMALIZACIÓN CONTABLE

*«Ninguna regulación arbitraria, ningún acto legislativo, es capaz de añadir un ápice al capital productivo del país; únicamente pueden dirigirlo hacia canales artificiales».*

*J.R. McCulloch*

(1789-1864)

Principles of Political Economy

## **INTRODUCCIÓN A LA SEGUNDA PARTE.**

La presencia del sector público en las relaciones económicas y empresariales es un hecho constatado y admitido, en mayor o menor grado, en la casi totalidad de los países de economía capitalista. La intervención del estado se sustenta en la corrección de ciertos errores que se cometen en la fijación de precios o en la asignación de recursos por parte de los mecanismos del mercado. Así pues, en aquellas actividades económicas donde pueden verse desfavorecidas las necesidades de la colectividad, debido a la posición ventajosa de una o varias empresas, será el sector público quién acometa una serie de medidas conducentes a equilibrar los intereses de ambas partes, sin que por ello la producción de los bienes o la prestación de los servicios deba realizarse con menores niveles de calidad y/o cantidad.

La imposición de estas medidas, encaminadas a regular determinados aspectos del funcionamiento de los mercados, originará entornos «particulares» para aquellas empresas que operen en ellos. Además, la existencia de un cuerpo legislativo específico para un sector concreto provocará distorsiones en algunas de sus magnitudes económicas, al ser sustituido el mercado en la fijación del precio de los bienes o servicios y, en consecuencia, venir dados los ingresos a las empresas. Esta circunstancia obligará, a los agentes económicos que deban relacionarse con este tipo de empresas, a conocer en profundidad todo el compendio normativo que rige su funcionamiento económico y financiero.

En la medida que la Contabilidad debe ofrecer información relevante para facilitar a sus potenciales usuarios la toma de decisiones, se verá afectada por el entorno en el que se desenvuelvan las empresas. Este hecho implica que, en algunos casos, deberán de alterarse los principios y normas de valoración contables que se aplican con generalidad al resto de empresas. Por lo tanto, la condición de un sector como regulado supondrá la adaptación de algunos

criterios contables para que la información financiera, que deben de suministrar, refleje las características propias de las empresas en cuestión.

No obstante, aunque entendemos que debe existir una relación directa entre regulación económica y regulación contable, en general, esta circunstancia no debería servir como excusa para la emisión de un sin fin de normativa que obligaría a los usuarios de la información financiera, a realizar un esfuerzo adicional para la comprensión de la misma. En consecuencia, de producirse algún cambio en el entorno de estas empresas, y teniendo en cuenta que su realidad económica suele ser muy compleja, no necesariamente deberían modificarse los criterios contables preexistentes, máxime si la alternativa pudiese ocasionar mayores problemas de interpretación. Si tenemos en cuenta, fundamentalmente, los intereses de los usuarios de la información, debería ser la lógica económica y contable la que determinase los procedimientos a seguir.

En cualquier caso, conviene no olvidar que la adopción de un determinado criterio contable puede modificar magnitudes financieras tan importantes, por su relevancia en el proceso de toma de decisiones, como la cifra de beneficios, lo que puede ocasionar transferencias de renta entre distintos agentes económicos. Esta circunstancia refuerza la idea expresada anteriormente, en el sentido de no promulgar excesiva reglamentación contable, evitando que su emisión se deba a intereses partidistas, ya que pueden alterar las expectativas futuras de los usuarios de la información financiera, así como incrementar la dificultad para entender dicha información.

En la primera parte de este capítulo, vamos a analizar cuáles son las condiciones fundamentales que determinan la intervención del estado en la actividad empresarial, así como cuáles son los factores diferenciales de las empresas que forman parte de un sector regulado. Consideramos necesario el conocimiento del entorno económico de un sector para poder relacionarlo con la normativa contable que le sea de aplicación. Dado el interés que para la

realización de este trabajo tiene, así como por ser uno de los más importantes sectores regulados de nuestro país, también hemos estudiado las principales características económicas y financieras del sector eléctrico. Además, este sector sufrirá cambios importantes en Europa a lo largo de los próximos años en el marco del mercado único de la energía, lo que influirá en la estructura y gestión del negocio. Finalizamos esta primera parte del capítulo, analizando el sistema de retribuciones de las compañías eléctricas, cuya principal fuente de ingresos la obtienen a través de la tarifa fijada de acuerdo con la reglamentación aprobada por el Estado.

En la segunda parte de este capítulo, exponemos la interrelación existente entre el entorno económico y la regulación contable, así como la concordancia entre la regulación económica y los principios contables. En este sentido, analizamos cuáles son los principales pronunciamientos por parte de organismos contables internacionales sobre normativa en empresas que ostenten la condición de reguladas. En el caso de España, estudiamos cuál es la regulación contable específica que afecta al sector eléctrico, realizando una síntesis histórica desde sus inicios en 1969. En el examen de esta normativa, incidimos en aquellos aspectos que en mayor medida condicionan la presentación y, por lo tanto, la comprensión de las Cuentas Anuales. Mención especial merecen, por su importancia en la determinación del resultado del ejercicio, la periodificación contable de los costes incluidos en la tarifa, al no coincidir los costes devengados contablemente con los costes estándar que se recogen en la tarifa aprobada por el Ministerio de Industria, así como la activación de las cargas financieras como mayor precio de adquisición de las instalaciones generadoras de electricidad. El presente capítulo finaliza con las principales conclusiones a las que hemos llegado, una vez analizada la relación entre regulación económica y normalización contable.



## **CAPÍTULO IV**

### **NORMALIZACIÓN CONTABLE EN ACTIVIDADES**

### **SUJETAS A REGULACIÓN ECONÓMICA**

#### 4.1 CONCEPTO Y FINALIDAD DE LA REGULACIÓN ECONÓMICA.

El término regulación viene referido a diferentes procedimientos utilizados por el sector público para intervenir en la economía nacional, afectando a la fijación de precios en los mercados y a la asignación de los recursos. En sentido amplio, puede decirse que el concepto de regulación engloba toda la normativa que impone limitaciones al funcionamiento de los mercados, distinta de los ingresos y gastos públicos. Básicamente, la regulación incluye la reserva de actividades productivas, la fijación de precios administrados, las barreras legales de entrada o salida de los mercados, las exigencias de calidad de los bienes y servicios comercializados y las restricciones al régimen de propiedad de las empresas.

En este sentido, resulta especialmente ilustrativa la definición ofrecida por Cuervo García (1987, pág. 22) al afirmar que la regulación es *«el conjunto de reglas, normas que dicta la autoridad pública (poder legislativo) y, en su caso, el ejecutivo, para conformar la acción de una empresa o un mercado a unos principios que se consideran rectos y justos, cual pudiera ser un comportamiento competitivo o que sirven como medios para conseguir fines de política económica y/o social (redistribución de renta, etc.)»*.

Como indica Backman (1981) la regulación y reglamentación de un sector o empresa se establece para mejorar la calidad de vida, la protección o beneficio de los clientes o usuarios en general, o de una parte de los mismos no privilegiados, que se supone que tienen un poder excesivo que va a implicar costes suplementarios a los clientes o usuarios, para la redistribución de la renta, o para la obtención de información. Peltzman (1976) afirma que el objetivo central de la política de regulación consistirá en hacer que la rentabilidad de los monopolios y oligopolios, sea la que debería corresponder a una industria o empresa perfectamente competitiva.

La pretendida búsqueda de la mayor eficiencia posible, allí donde el mercado no funcionaba correctamente, hizo que se iniciasen una serie de estudios para comprobar si la adopción de medidas reguladoras tenía el efecto esperado. El primer trabajo que analizó el grado de cumplimiento de la actividad reguladora fue el de Stigler y Friedland (1962), que demostraba cómo la regulación de las tarifas eléctricas en Estados Unidos no había ocasionado efectos apreciables sobre las tarifas cobradas por las compañías<sup>109</sup>. Sin embargo, hasta la aparición del artículo de Stigler (1971) no se empezó a formular una teoría sobre la regulación económica. Para Stigler, la tarea básica de la teoría sobre la regulación es la de explicar quiénes recibirán los beneficios y quiénes las cargas de la regulación, qué forma de regulación se adoptará, y cuáles serán los efectos de la regulación sobre la asignación de recursos.

Posteriormente, Posner (1974) propuso dos teorías de regulación económica<sup>110</sup>: la teoría del interés público, según la cual la regulación surgirá como respuesta a la demanda del público para corregir los fallos del mercado, y la teoría económica de la regulación, que afirma que los individuos actúan en su propio beneficio y, por lo tanto, la regulación surge como respuesta a las demandas de los grupos que luchan entre sí para maximizar la riqueza de sus miembros.

---

<sup>109</sup> Años más tarde, Jarrell (1978) detectó que la regulación había ocasionado incrementos de dichas tarifas.

<sup>110</sup> En Priest (1993) se analizan desde un punto de vista histórico los orígenes de la teoría de la regulación, así como sus últimos avances.

#### 4.1.1 LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO ANTE LA EXISTENCIA DE FALLOS EN LOS MECANISMOS DE FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS.

En opinión de Segura (1993, pág. 7), el aspecto crucial para justificar la regulación se reduce a la existencia de fallos del mercado y su posible solución<sup>111</sup>. Muchos son los fallos teóricos que se han detectado, pero lo importante no es su número sino su frecuencia e importancia. La política reguladora debe reservarse para aquello para lo que esta bien dotada, principalmente la corrección de externalidades, la reducción del control de mercado a que dan lugar las tendencias monopolistas observables en determinadas actividades, y los fallos de información<sup>112</sup>. Vamos a analizar brevemente cada una de las líneas de actuación de la regulación:

a) *Externalidades*. Surgen cuando el comportamiento racional de un agente económico, ya sea consumidor o productor, afecta directamente al bienestar de otros agentes. Un ejemplo claro sería el sector de las telecomunicaciones, ya que es necesaria una red de conexión muy amplia, el beneficio de un usuario del sistema dependerá de un gran número de otros usuarios. La intervención estatal se producirá, bien por medio de subsidios que abaraten el precio de acceso a la red, bien mediante regulaciones que garanticen la universalidad del servicio, que se tendría que extender incluso a zonas no rentables.

---

<sup>111</sup> Un fallo de mercado se produce cuando la cantidad o la calidad de un bien intercambiado en un mercado no regulado es distinta de lo que se entiende que debe de ser el óptimo social. Leftwich (1980) define el óptimo social, como la cantidad de producto que maximiza el bienestar social agregado.

<sup>112</sup> Un desarrollo completo de las razones teóricas para la intervención pública en las actividades económicas, puede encontrarse en el estudio que la Revista del Instituto de Estudios Económicos (1989) dedicó al análisis de la desregulación y privatización en las economías modernas.

b) *Poder de mercado*. El «poder de mercado» que permite a un reducido número de oferentes influir sobre los precios y sobre la producción, afecta a la eficiencia económica de varias formas. En primer lugar, porque las empresas ya establecidas son proclives a fijar precios superiores a los costes marginales de producción. En segundo lugar, porque la ausencia de competencia reduce los estímulos para mejorar la eficiencia productiva. La política reguladora en estos casos, básicamente, tenderá a controlar y limitar el poder monopolístico de las empresas, actuando sobre los precios o la calidad y cantidad de la producción.

c) *Problemas de información*. Surgen fundamentalmente como consecuencia de las imperfecciones asociadas a la información que facilita el sistema de precios y al desconocimiento general de la calidad de los productos. Cuando los consumidores están mal informados acerca de los precios aplicados por distintos oferentes, las decisiones de consumo no responderán al esquema competitivo usual.

Ahora bien, como indica Segura (1993, pág. 8), los fallos de mercado constituyen una condición necesaria pero no suficiente para la regulación, porque en diversas ocasiones los fallos no tienen solución por la vía reguladora bien porque no existen instrumentos que los solucionen y que sean aplicables en la práctica, bien porque los instrumentos son muy costosos o escasamente fiables, de forma que su implantación no reduciría la ineficiencia.

Además, uno de los principales problemas con los que se encuentra la regulación está vinculado a la obtención de información por parte de los entes reguladores. Si las propias empresas objeto de regulación han de proporcionar la información que, por ejemplo, determine un montante de costes que influya sobre el cálculo de la tarifa, seguramente tendrán incentivos para falsear dicha información de forma que el resultado final sea el más beneficioso posible para ellas (en este caso sobrevalorando costes). De igual forma, si la regulación persigue la reducción de costes como objetivo principal, dado que esto requiere

un esfuerzo por parte del regulado, si éste no se beneficia de la mejora de eficiencia no tendrá incentivos para reducir sus costes<sup>113</sup>.

En general, se suele considerar a la fijación de tarifas para determinados servicios públicos como una de las principales medidas de intervención de la Administración para corregir los fallos detectados. Otros criterios que se suelen utilizar, dependiendo de las características del mercado a regular, pueden ser: la fijación de exigencias de calidad y condiciones del servicio, el control de los planes y programas de inversiones, las condiciones y canales de financiación, el número de empresas que pueden actuar en un sector y las condiciones de reversión de activos al Estado. El control ejercido sobre las empresas suele producirse a través de la limitación de sus ingresos, ya que éstos se calcularán mediante el incremento de un porcentaje determinado (que sería el rendimiento que obtendría la empresa regulada) sobre el coste necesario «mínimo» para la prestación del servicio. Este sistema, también llamado coste-más-precio, lo que en definitiva esta regulando será la obtención de beneficios. Sin embargo, como afirman Averch y Johnson (1962), con este sistema el incentivo por mantener costes reducidos es menor al crecer la habilidad de la empresa para trasladar sus costes sobre los consumidores.

Otra posibilidad de intervención (Yarrow, 1989), más competitiva que la anterior, es la denominada «competencia regulada». En este caso se requiere que los precios autorizados a una empresa de distribución dada, se fijen tomando como referencia los datos de actuación de otras compañías. De este modo, si una empresa es capaz de reducir sus costes con más rapidez que sus

---

<sup>113</sup> Las decisiones personales de los directivos de las empresas con regulación económica, o con posibilidades de tenerla si alcanzan determinadas cuotas de mercado o beneficios, pueden influir en la elección de determinados criterios contables que permitan obtener, por ejemplo, una cifra de beneficios «suficiente» para, de esta forma, conseguir o evitar los efectos de la regulación económica según más les convenga. En Arcas (1993) se analiza parte de este razonamiento.

rivales, se le permite que retenga parte de los beneficios derivados, aún a largo plazo.

Por último, una tercera posibilidad relativamente reciente, es el sistema que se ideó en el Reino Unido para regular la tarifa de la British Telecom<sup>114</sup> (Stelzer, 1989). Según esta fórmula, denominada RPI-3, la compañía telefónica no podía incrementar ni las tarifas de uso y mantenimiento de una línea telefónica ni las tarifas por llamadas dentro del Reino Unido más que en el incremento del índice de precios al consumo menos tres puntos porcentuales. Con esta forma de regulación se pretendía proporcionar a la British Telecom un incentivo para disminuir sus costes, ya que los incrementos de beneficios resultantes de esa reducción se acumularían para los propietarios. A diferencia de la regulación de la tasa de rendimiento (Oxley et al., 1992), la regulación RPI-X (siendo X una cantidad especificada por el regulador) no presupone que los costes o la demanda estén dados o se conozcan. De hecho, el problema es proporcionar incentivos adecuados a la compañía para que los descubra e inducir técnicas que faciliten la obtención de costes más bajos.

#### 4.1.2 CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DE LAS EMPRESAS REGULADAS.

Una vez comentadas las condiciones que justifican la conveniencia o no de que el Estado intervenga en determinadas actividades económicas, creemos necesario estudiar cuáles pueden ser las características definitorias de las empresas que estén sometidas a la regulación estatal.

---

<sup>114</sup> Las autoridades de Estados Unidos también la han adoptado para la AT&T y están estudiando su adopción para las compañías regionales y otras industrias reguladas.

En general, las empresas que ostentan la condición de reguladas coexisten en un entorno económico con alguna de las siguientes peculiaridades:

a) *La asignación de recursos y la programación de la producción exige autorización y/o comunicación al ente regulador.* De esta forma se persigue el mayor aprovechamiento posible de los recursos disponibles, así como la entrega de los bienes o la prestación de los servicios a los consumidores, en las mejores condiciones de calidad y cantidad.

b) *Los precios o tarifas vienen determinados por la autoridad competente.* En la mayor parte de las actividades donde se precisa la intervención de un organismo regulador, existen condiciones de mercado que restringen o aconsejan restringir el número de empresas que deben suministrar determinados bienes o servicios a los ciudadanos. Dada la importancia social que en muchos casos tienen estas actividades, resulta recomendable la utilización de algún mecanismo regulador que permita el uso y disfrute de los outputs demandados en condiciones aceptables de precio y calidad.

c) *Existen, de hecho o legalmente, barreras de entrada.* La existencia de barreras de entrada es una forma de proteger a las empresas intensivas en capital. Este tipo de sociedades obtienen su rentabilidad a través de un amplio margen, debido a que tienen una lenta rotación de sus activos, y las barreras de entrada garantizan que no entren nuevos oferentes en los mercados, que provocarían reducciones drásticas de los márgenes, y con ello, la desaparición de incentivos para crear o mantener las inversiones en este tipo de empresas.

En definitiva, la empresa en un sector regulado no puede influir sobre el precio de forma directa, ni le viene dado por el mercado y tiene, por otra parte, planificada y programada su actividad productiva. Por lo tanto, la adopción de medidas de carácter regulador con el fin de conseguir los objetivos de política económica fijados por el Estado, deberá de asegurar que las empresas, que



queden sujetas a la intervención, obtengan la «suficiente» rentabilidad como para parecer atractivas a sus propietarios y potenciales inversores, y al mismo tiempo, permitir la recuperación de las inversiones realizadas a través de la tarifa determinada para la prestación del servicio.

Por estas razones las empresas y sectores que son objeto de regulación, presentan una serie de características económico-financieras que inciden en su gestión y que las diferencia de las empresas que operan en mercados competitivos. Las principales peculiaridades que se dan cita, con carácter general, en la mayor parte de las empresas que están sometidas a la intervención de un órgano regulador, se pueden sintetizar en las siguientes:

a) *Economías de escala.* Se producen economías de escala cuando una equiproporcionalidad de expansión de los inputs lleva a una más que proporcional expansión de los outputs o cuando un aumento del output con precios constantes de los inputs, lleva a un incremento menos que proporcional del coste total (Cowing y Stevenson, 1981). En síntesis, el coste medio disminuye al aumentar el output.

En la casi totalidad de sectores regulados, al menos en la fase principal de producción o en una parte del proceso, existen economías de escala y ello no hace posible el equilibrio competitivo, por lo que se considera necesario su regulación. A este respecto, hay que tener en cuenta que en un mercado competitivo las empresas son precio-aceptantes, no sólo en relación al mercado del producto, sino también en cuanto al precio de los factores. En consecuencia, la función de costes de la empresa no incorpora ningún efecto sobre los precios de los factores. Únicamente si tenemos en cuenta la función de oferta de la industria competitiva, se observará el efecto en el precio de los factores.

No obstante, en el caso de una empresa monopolística u oligopolística, debido a que representa a la totalidad de la industria entera, un incremento en

el nivel de producción de la industria provocará, normalmente, un aumento en el nivel de precios de los factores. En definitiva, el efecto directo que tiene sobre la función de costes de las empresas monopolísticas un cambio en el precio de los factores, es lo que determina que sus costes crezcan más bruscamente al aumentar el nivel de producción que en el supuesto de que se tratase de empresas competitivas (Hirshleifer, 1980, pág. 307).

Con la finalidad de disminuir la ineficiencia económica que ocasiona la presencia del monopolio, el Estado interviene en la actividad económica de éstas empresas implantando mecanismos de regulación sobre los precios de los bienes o servicios que han de ofertar a la colectividad.

*b) Sectores y empresas intensivos en capital.* Esto implica que el proceso se ve afectado por la eficiencia de los inputs de capital y por la utilización de la capacidad. El peso de los costes fijos hace que los costes medios totales sean muy sensibles a la utilización de la capacidad. Además, debido a la importancia del factor capital, existen varias circunstancias que afectarán decisivamente a los procesos productivos, tales como, cambios en la tecnología, utilización de nuevos inputs y la incorporación de nuevos procesos o nuevos equipamientos industriales.

Como consecuencia de las cuantiosas inversiones en activos fijos que deben realizar, las empresas reguladas necesitan disponer de abundantes recursos financieros. La obtención de los mismos estará condicionada por la estructura financiera de que dispongan, por su capacidad de autofinanciación y por las condiciones de los mercados financieros. Una política empresarial aconsejable para este tipo de empresas, sería aquella que favoreciese, de forma apreciable, un aumento de su nivel de capitalización, a través, fundamentalmente, de la autofinanciación. De esta forma el papel del endeudamiento externo se reduciría, mostrando la empresa una estructura

financiera mas saneada que le permitiese acometer con garantías en el futuro, la reposición de sus activos fijos.

c) *Sectores y empresas que deben revertir al Estado sus activos más significativos, transcurrido un periodo determinado de tiempo.* Esta circunstancia requiere de las empresas una gestión eficaz de sus actividades, ya que de lo contrario se enfrentarán con diversos problemas, en la fecha fijada para la reversión al Estado de su principal activo. Aspectos como la dotación del fondo de reversión, la posibilidad de aumentar el período de reversión a cambio de una disminución en el precio del servicio o las restricciones a la distribución de dividendos que se imponen, normalmente, en la concesión administrativa, condicionaran las decisiones económico-financieras que deban de tomar los gestores de estas empresas.

Al margen de estas características, una variable económica que adquiere especial relevancia en el caso de las empresas reguladas, será la cifra de beneficios. En cualquier tipo de empresa, actúe o no en mercados competitivos, esta variable se considera fundamental para analizar la evolución del negocio durante uno o varios ejercicios económicos. Sin embargo, en el caso de las empresas reguladas los beneficios estarán acotados por la intervención de la autoridad reguladora y por la cuota de mercado que se les haya otorgado en virtud de las condiciones pactadas con la Administración. En consecuencia, los ingresos obtenidos por estas empresas no vendrán determinados por su capacidad para generar estructuras de costes competitivas, sino por su dependencia de los precios o tarifas intervenidos.

Ahora bien, aunque desde el punto de vista de la opinión pública pueda parecer deseable que el beneficio de las empresas reguladas sea reducido, ya que esto redundaría en un menor coste para los consumidores, al tratarse de empresas con niveles muy elevados de inversión en bienes de equipo, debería considerarse desde la Administración que la obtención de beneficios es algo

que se ha de estimular y considerar tan positivo y conveniente como se considera en otras actividades económicas. Así, el beneficio en sectores regulados, cumple dos funciones esenciales: i) retribuir adecuadamente a las inversiones de capital, y ii) autogenerar fondos que permitan acometer nuevas inversiones sin tener que endeudarse con terceros.

Debido a la importancia que requiere, en este tipo de unidades empresariales, el concepto y determinación del beneficio, hemos decidido incluir en el siguiente apartado una descripción general de las circunstancias que influyen en su cálculo.

#### **4.1.3 DETERMINACIÓN DEL BENEFICIO EN LAS EMPRESAS REGULADAS.**

Para que la empresa consiga cubrir sus costes totales de producción y alcance una rentabilidad que le permita su mantenimiento y desarrollo, el regulador tendrá que ser capaz de determinar el precio del producto o servicio. Por lo tanto, el principal problema consistirá en especificar cuáles serán los componentes del coste total, teniendo en cuenta la tasa que permita recuperar y rentabilizar las inversiones realizadas. En general, la regulación suele basarse en el coste medio del servicio lo que supondrá, bajo este principio, que se igualen las rentas generadas con el coste del servicio o de producción<sup>115</sup>. En consecuencia, este será el conjunto de costes que determinará la renta necesaria para que la empresa pueda desempeñar correctamente sus actividades.

La obtención de un beneficio «aceptable», que rentabilice las inversiones realizadas por las empresas, puede que no sea suficiente cuando éstas necesiten

---

<sup>115</sup> En Hirshleifer (1980, págs. 303-332) se pueden analizar los fundamentos que la teoría económica aporta al equilibrio de mercado en presencia de regulación.

incrementar su accionariado con el fin de obtener nuevos recursos. Esta circunstancia condicionará, en muchas ocasiones, las posibilidades financieras de las empresas reguladas cuando tengan que incrementar su capacidad productiva, bien por exigencia del Estado o bien con la finalidad de generar mayores ingresos. De producirse ésta eventualidad, las empresas deberán recurrir al endeudamiento externo, con la consiguiente pérdida de autonomía financiera. Además, el coste financiero de estos recursos mermará su cifra de beneficios, y lo que es más importante, introducirá un componente de inestabilidad en este valor, debido a su futura dependencia de los tipos de interés.

Con carácter general, en la determinación del precio o la tarifa que impone el órgano regulador, se tendrán en cuenta los siguientes componentes (Cuervo García, 1987):

- *La renta requerida.* Como puede observarse en el cuadro 4.1, los ingresos que obtengan las empresas reguladas deben de cubrir los costes fijos y variables. Entre los costes fijos se incluye el rendimiento mínimo de los capitales y la amortización de la inversión. La consideración de estas dos partidas como componentes de los costes a recuperar, a través de la tarifa, resulta imprescindible para que se produzca la total reposición de los bienes de activo fijo, así como para retribuir adecuadamente a las fuentes de financiación propias.

No obstante, conviene que el sistema de fijación de precios no anule los estímulos a la competencia, ya que de ser así las empresas no tendrían ningún interés en mejorar la calidad de sus servicios ni en realizar inversiones que posibiliten un incremento de su capacidad productiva. Por estos motivos, el órgano regulador deberá de fomentar un clima que favorezca la obtención de beneficios o pérdidas extraordinarias como consecuencia de determinados comportamientos competitivos en los que cada empresa pueda incurrir, tales

como, variaciones de ventas superiores a las programadas, presencia de costes excepcionales, diferencias en el reconocimiento de las variaciones en los costes y en el precio o utilización de procesos o medios de producción que respeten el medio ambiente.

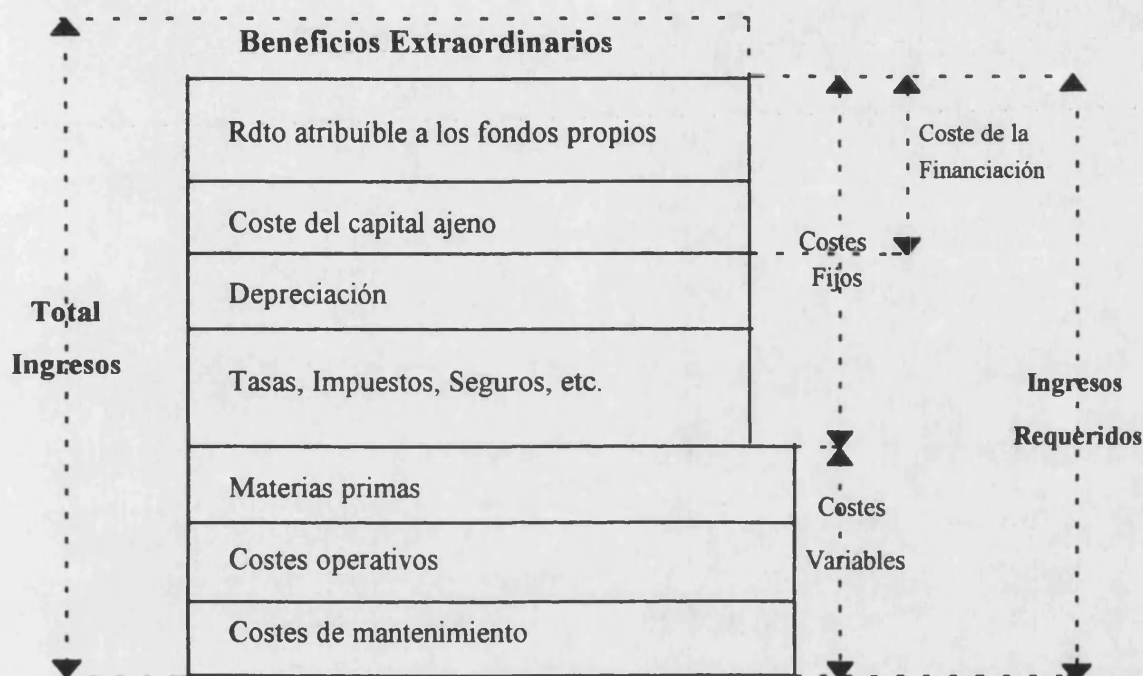
- *La carga de capital.* Para poder determinar el coste medio mínimo total a largo plazo de los bienes o servicios que deben prestar las empresas reguladas, será necesario precisar cuál es el nivel de inversión a realizar y su vida útil, el coste de la financiación necesaria para la adquisición de los bienes de equipo, así como el importe de la amortización.

Para establecer cuál será el volumen de inversión necesario se utilizarán, básicamente, dos criterios, i) el valor contable de las inversiones que aparezcan en libros, y ii) a partir de un valor «estándar» de inversión para cada instalación. En el segundo caso se estimará el valor de la inversión teniendo en cuenta su coste teórico y fijando un plazo medio de realización de la inversión. Además, también se considerará en dicha valoración la inclusión de los gastos financieros, calculados para cada empresa en particular o bien designando un coste medio para todo el sector.

El coste de los recursos financieros estará formado por el coste de los recursos ajenos y el de los propios. En el primer caso, su cálculo es relativamente sencillo ya que se puede ajustar el tipo de interés real con la tasa de inflación, o utilizar el coste medio del sector según sea la evolución de su tendencia, o recurrir al coste de cada empresa en particular. En el segundo caso, el proceso es más complicado ya que habrá que buscar una relación histórica entre el beneficio y los capitales propios. Teóricamente ésta relación se debería plantear utilizando el valor de mercado de dichos capitales, dado que representan la inversión actual del accionista de la empresa. Ahora bien, al considerarse dicho valor de mercado del capital como la actualización de las ganancias futuras, nos encontramos ante una circularidad en el planteamiento

que puede ser resuelta partiendo de la tasa actual de recuperación requerida para obtener los capitales propios.

**CUADRO 4.1**  
**COMPONENTES DEL BENEFICIO EN LAS EMPRESAS REGULADAS**



Para establecer el coste de capital estándar deberá tenerse en cuenta la condición de empresa regulada, ya que cabría esperar un menor riesgo<sup>116</sup> debido, entre otras causas, a la menor fluctuación de beneficios que influirá en una reducción del riesgo económico frente a las empresas que actúan en un régimen de libertad de mercado<sup>117</sup>.

<sup>116</sup> Norton (1985) contrastó, a través del modelo de mercado, que las empresas eléctricas tenían un menor riesgo sistemático quizás debido al diferimiento en el reconocimiento de ingresos y gastos.

<sup>117</sup> Existe una extensa bibliografía dedicada al estudio del alisamiento de los beneficios. En Gabás y Pina (1991) se recoge una síntesis de la misma, así como un estudio sobre el comportamiento de los beneficios en el sector eléctrico donde se constata la presencia de este fenómeno.

Una vez fijada la inversión que sirve de base para establecer la tarifa requerida o exigida y determinado el coste de capital, su amortización se realizará de acuerdo con la variación esperada en el nivel de precios de los bienes o servicios a prestar. Se trata de generar distintos ritmos de ingresos que permitan la recuperación del capital invertido. En las empresas reguladas la amortización desempeña un doble papel, i) como elemento de coste (afectando a la cifra de gastos), y ii) como elemento que disminuye la inversión de capital neto a remunerar.

Si importante resulta el establecimiento de las condiciones que determinan el cálculo del beneficio, no lo será menos la política de distribución de dividendos a implantar. En un entorno empresarial sometido a regulación, deberán compatibilizarse al menos dos objetivos, a saber, i) la capacidad para retribuir adecuadamente a los inversores y, ii) la necesidad de disponer de una estructura financiera equilibrada que permita acometer proyectos de inversión en el futuro. Por tanto, la autoridad competente debería de tener en cuenta ésta disyuntiva cuando estableciese qué elementos integrarán el coste de los bienes o de la prestación de los servicios. Además, las propias empresas deberían ser conscientes de sus necesidades financieras y optar por una política de autofinanciación que redujese su dependencia de crédito externo, así como que incrementase su capacidad de crecimiento empresarial.

## **4.2 CARACTERÍSTICAS ECONÓMICAS DEL SECTOR ELÉCTRICO.**

Una vez analizadas las principales características económicas y empresariales de la regulación, nos vamos a centrar en uno de los sectores más importantes de cualquier economía nacional: el sector eléctrico. En este, como en otros sectores, una de las piezas claves de la intervención del Estado ha sido



la regulación de los precios<sup>118</sup>. El cálculo del precio de la energía eléctrica, la tarifa, ha pasado por varias etapas, hasta lo que se ha venido en denominar «Marco Legal Estable», que comprende el conjunto de normas que regulan el funcionamiento de este sector y al que posteriormente nos volveremos a referir.

La razón por la que vamos a dedicar un tratamiento especial a este sector, radica en la necesidad de conocer cuál es el entorno que rodea a estas empresas ya que cuentan con una dilatada tradición reguladora que debe ser analizada para comprender, no sólo su comportamiento económico, sino también su comportamiento contable. Asimismo, como más adelante desarrollaremos, un cambio en la normativa contable que afectó a este sector, fue el que originó nuestro estudio empírico acerca del efecto que sobre el precio de mercado de las acciones tuvo la implantación de la nueva norma y que recogemos en el quinto capítulo<sup>119</sup>.

El negocio eléctrico consiste, fundamentalmente, en la realización de alguna de las siguientes actividades:

a) *Producción*. La electricidad se produce a partir de un generador que funciona por la aplicación de energía mecánica. Las diferentes técnicas utilizadas para producir la energía mecánica dan origen a distintas tecnologías de generación de energía eléctrica. Además, la utilización de cada una de estas técnicas estará ligada al coste de producción de la electricidad. Fundamentalmente, tres son las técnicas empleadas para producir energía eléctrica: plantas hidroeléctricas, centrales nucleares y centrales térmicas.

---

<sup>118</sup> En Montes (1993) se recoge la evolución histórica y los organismos que a lo largo del siglo XX han incidido sobre la regulación de precios en España.

<sup>119</sup> No obstante, nuestro estudio también incluye a empresas concesionarias de autopistas. En Ribas y Montllor (1989), puede consultarse un análisis del modelo español de regulación en el sector de las autopistas.

Si tenemos en cuenta el coste de los combustibles utilizados, el sistema de generación más barato será el hidráulico, mientras que el más caro será el que utilice el fuel-oil. En estadios intermedios, se sitúan el combustible nuclear, el carbón y el gas natural. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la utilización de estas fuentes de energía primaria obliga a disponer de la tecnología necesaria para su transformación, lo que implicará diferentes niveles de inversión en activos fijos. Lógicamente, no supondrá el mismo grado de capitalización para las empresas, la construcción de una central nuclear que la de una central térmica.

Por lo tanto, la producción de un único bien, la electricidad, puede llevarse a cabo con distintas materias primas que, además, representan costes distintos. Por esta razón, estamos de acuerdo con Rojas (1995, pág. 81) en que el suministro eléctrico tiene características económicas de bien compuesto en función de la variedad de fuentes energéticas susceptibles de producir energía eléctrica a muy distinto coste. Ahora bien, hay que considerar que la utilización de varias fuentes energéticas también incide en la seguridad del suministro eléctrico que debe recibir el consumidor. Por esta razón, deberá de planificarse la estructura productiva de las unidades generadoras de electricidad persiguiendo la construcción, no sólo de aquellas que utilicen fuentes primarias más económicas, sino también de otras que favorezcan el equilibrio necesario para asegurar el suministro sin la existencia de interrupciones o indisponibilidades.

*b) Transporte.* La función de transporte o transmisión consistirá en el enlace de los centros de producción con los centros de consumo del mercado, y está constituida, en general, por líneas de alta tensión, con el fin de conseguir mayor seguridad y estabilidad en el transporte, lo que proporcionará una mayor calidad en el servicio y una disminución en las pérdidas de dicho transporte. En definitiva, el suministro de electricidad, en condiciones de máxima seguridad y mínimo coste, exige la existencia de una red de alta

tensión interconectada y alimentada por unidades productoras convenientemente ubicadas y diversificadas.

De esta forma, esta fase constituye un verdadero sistema de transmisión más que un simple sistema de transporte porque, además de transportar energía, la existencia de una red de alta tensión favorece el aprovechamiento de las economías de un sistema eléctrico al permitir cubrir la demanda de un mercado, además de con la energía de instalaciones propias, con la energía intercambiada con otras instalaciones o sistemas (Rodríguez y Castro, 1994, pág. 163).

c) *Distribución*. Esta actividad tiene como función transportar a los consumidores geográficamente dispersos, energía eléctrica de una tensión más baja tomada desde la línea de alta tensión.

d) *Comercialización*. Esta función comprende todas las actividades relacionadas con la venta y facturación de electricidad a los usuarios finales, tales como: contratación, lectura, asesoramiento al cliente, facturación y cobro.

Por lo que respecta al punto de vista de la intervención estatal, en cada una de estas actividades se admiten distintos grados de regulación. En la producción existirá un comportamiento bastante competitivo, aunque siempre limitado por barreras de entrada. La comercialización es la fase que se presta a una mayor concurrencia de agentes, por lo que no debería producirse intervención alguna. Los sistemas de transporte y distribución presentan rasgos de monopolio natural que tradicionalmente se han asociado a la presencia de economías de escala en la tecnología, es decir, la obtención de un menor nivel de costes si una única empresa atiende la demanda total del mercado<sup>120</sup>. Una situación de monopolio natural, considerada como clásica, surge cuando por

---

<sup>120</sup> Véase en este sentido, Hirshleifer (1980).

razones de eficiencia técnica es aconsejable limitar el número de productores de un mercado, articulando medidas adecuadas para hacer frente al efecto negativo sobre la asignación de recursos de una restricción de la competencia en el mismo.

Puede considerarse como un hecho reconocido por la teoría económica que la condición necesaria y suficiente para la existencia de un monopolio natural, se deriva de la presencia de subaditividad de costes definida como:

$$C(q) < C(q_1) + \dots + C(q_n) ; \sum_{i=1}^n q_i = q_n \quad [4.1]$$

Esto implica que el coste de la energía eléctrica es inferior si existe una única red de transporte y distribución que si, por el contrario, cada empresa tuviese que construir su propia red. Por lo tanto, en este supuesto, se admite como deseable la presencia del monopolio, pero arbitrándose algún mecanismo de intervención con el fin de controlar el precio de ese servicio<sup>121</sup>.

Al margen de la obtención de un menor coste del producto, como indica Torá (1983, pág. 210), la implantación de un sistema eléctrico integrado debe de perseguir como principal objetivo socioeconómico suministrar a una zona o país energía eléctrica de calidad, sirviendo por igual a todos los sectores del área, sin que el desarrollo de una parte pueda producir fallos o deficiencias en el conjunto.

---

<sup>121</sup> En Rodríguez (1993) se desarrollan las condiciones de existencia de un monopolio natural en el caso de presencia de más de un producto, así como los mecanismos reguladores básicos.

#### 4.2.1 ASPECTOS DIFERENCIALES DEL NEGOCIO ELÉCTRICO.

Por lo dicho en el apartado anterior, respecto a las actividades que realizan las empresas que forman parte del sector eléctrico, no cabe duda que nos encontramos ante un negocio empresarial con un entorno «peculiar». Es por ello que consideramos conveniente analizar cuáles son las principales características que condicionan, de manera especial, la actividad económica de este sector.

a) *La electricidad se considera un servicio público.* Al ser la energía eléctrica un bien de consumo básico para la población, así como un factor imprescindible en el aparato productivo, suele considerarse un servicio público en la práctica totalidad de los países desarrollados. El ordenamiento español no ha sido ajeno a esta inquietud, como lo acredita el hecho de que el Decreto de 12 de abril de 1924 declarara el suministro eléctrico como un servicio público. Esta razón es la que determina la intervención del sector público para garantizar el suministro.

b) *El precio del servicio es único para todo el territorio.* Las tarifas al consumidor y la retribución a las compañías, se basan en un sistema unificado establecido sobre costes estándares que estimula la competencia y la eficiencia del sistema.

c) *La producción de energía debe coincidir con la demanda.* La imposibilidad de almacenar energía eléctrica, así como la exigencia de que se consuma de forma inmediata, obliga a igualar en todo momento la producción con la demanda agregada del sistema. Sin embargo, cada operador del sistema deberá conservar un nivel suficiente de reserva de potencia que exceda en todo momento a la demanda prevista. Los operadores se encontraran ante dos objetivos contrapuestos: garantizar el suministro, lo que aconsejaría instalar más potencia, y minimizar el coste fijo del suministro eléctrico, lo que

recomendaría menor potencia. Para poder optimizar la solución se debe recurrir a la planificación conjunta de la potencia de todo el sistema.

d) *Explotación unificada del sistema.* La existencia de múltiples instalaciones de generación y la imposibilidad de almacenar energía eléctrica, exigen la presencia de un «despacho» común que defina en todo momento las centrales que deben estar en funcionamiento y sus ritmos de operación, con la finalidad de adecuar la producción a la demanda<sup>122</sup>. El despacho unificado o «pool» asegura una mayor eficiencia en la gestión de la potencia del sistema, evita excesos de capacidad y exige una menor reserva rodante y de potencia. Ello contribuye a minimizar los recursos comprometidos en el sector y, por consiguiente, los costes del suministro<sup>123</sup>.

e) *Los ingresos de las empresas eléctricas están regulados.* Tal y como indica Landa (1993, pág. 90), la retribución por sus actividades la obtienen a través de tres vías:

- La facturación a sus clientes aplicando las tarifas establecidas por el Gobierno.

- Las compensaciones a pagar o a cobrar a otras empresas eléctricas como consecuencia de la integración económica de la generación y de la existencia de la tarifa única.

---

<sup>122</sup> En nuestro país, la empresa encargada de la explotación unificada es Red Eléctrica de España, fundada en 1985.

<sup>123</sup> Según Ortega (1993, pág. 52) sus funciones pueden resumirse en :

- Permitir la coordinación técnica del despacho para cubrir la demanda, cuidando que se mantenga la frecuencia.
- Minimizar los costes totales del sistema.
- Incentivar, mediante la adecuada reglamentación y penalización, la instalación de suficiente capacidad de generación para cubrir la demanda instantánea.
- Desincentivar las compras no económicas del *pool*.

- Las cantidades resultantes de los intercambios de energía realizados a través del *pool* de intercambios como consecuencia de la explotación conjunta de la generación.

*f) Es un sector intensivo en capital.* Debido al elevado volumen de inversiones que deben realizar las empresas, necesitarán de cuantiosas fuentes de financiación, fundamentalmente, recursos ajenos frente a propios (Huidobro, 1988). Además, en la década de los ochenta, el sector se tuvo que enfrentar a elevadas inversiones con el fin de asegurar un incremento de la demanda de energía, la reducción de la dependencia externa en el suministro, así como a eliminar en la medida de lo posible la subordinación del petróleo para la producción de electricidad. Estas inversiones originaron, dentro del sector, una fuerte integración vertical que todavía dificultó más la entrada de nuevos competidores.

Si a las condiciones específicas que acabamos de indicar unimos la trascendencia social que el suministro eléctrico tiene sobre la población de un país, quedaría justificada la intensa intervención administrativa, cuya finalidad principal radica en garantizar un suministro correcto y fiable que permita alcanzar un mayor grado de bienestar social. En el caso del sistema eléctrico español, la regulación normativa se ha distinguido por su carácter técnico y no siempre ordenado en el tiempo, así como por su fragmentación en la reglamentación de la actividad del sector. Con el fin de comprender cómo se ha llegado al actual modelo de regulación, en el siguiente apartado vamos a realizar una breve referencia histórica sobre cuál ha sido el camino recorrido desde que comenzó el negocio eléctrico en España.

#### 4.2.2 EVOLUCIÓN NORMATIVA DEL SECTOR ELÉCTRICO EN ESPAÑA.

Desde que en 1875 se iniciase por primera vez en Barcelona la producción de electricidad para consumo, la intervención del estado en el desarrollo de esta industria ha sido considerable. Inicialmente, la presencia estatal se limitó a impulsar los proyectos existentes para incrementar la generación de energía eléctrica. A partir de la Guerra Civil, tal y como indica Punset (1983, pág. 225), el Instituto Nacional de Industria (I.N.I.) *«procuró suplir a la empresa privada, allí donde no pudiera llegar por falta de medios o por considerar que determinados sectores no eran rentables»*. Se fueron creando empresas públicas (Encaso, Endesa, Enher) y participando en otras privadas (Gesa, Unelco), fundamentalmente, con el fin de asegurar el abastecimiento de energía a la industria y a la mayor parte de la población.

El crecimiento de la demanda y la consecución de una red de transporte y distribución de energía, supuso un proceso de concentración de numerosas sociedades pequeñas y el nacimiento de nuevas compañías de mayor tamaño empresarial. La crisis del petróleo de 1973 y 1979 motivó una reestructuración de las fuentes de energía primaria, y en consecuencia, se iniciaron fuertes planes de inversión en nuevo equipamiento eléctrico, lo que acarreó ciertos problemas económico-financieros para las empresas del sector.

A finales de la década de los setenta, el grado de coordinación operativa entre las empresas eléctricas era insuficiente y los mecanismos de regulación estaban poco desarrollados. De hecho, no existían mecanismos para poder implantar una tarifa unificada en todo el territorio, basada en los costes agregados de las empresas del sistema.

Durante la primera mitad de los ochenta, se instauraron las bases de una reordenación del sector que se orientó (Fernández, 1993) en tres direcciones:



- *Mejorar la eficiencia industrial del sector y la seguridad del suministro.* Un avance considerable en la mejora de la eficiencia del negocio eléctrico, así como en el incremento de la seguridad en el suministro, se dió con la aprobación de la Ley 49/1984 de 26 de diciembre sobre explotación unificada del sistema eléctrico nacional. A través de esta norma, se crearon los instrumentos institucionales y legales precisos para la optimización global del sistema eléctrico, permitiendo unificar de forma continua las explotaciones eléctricas empresariales con criterios de eficiencia económica. Parte importante en esta reforma, fue la creación de la empresa «Red Eléctrica de España», cuyas actividades más importantes son la explotación conjunta de la generación y transporte eléctrico y el diseño y desarrollo de la red de alta tensión<sup>124</sup>. También se consolidó la planificación conjunta de la capacidad a través de los Planes Energéticos Nacionales, lo que permitió diversificar adecuadamente las fuentes de energía primarias, mejorando la seguridad del suministro y minimizando los márgenes de reserva necesarios para todo el sistema.

- *Mejorar la estructura empresarial del sector.* Se produjeron un conjunto de transacciones financieras, muy importantes en volumen, destinadas tanto a la mejora de la situación financiera conjunta del sector, como a la mejora de la posición competitiva de cada unidad empresarial. Entre las más importantes destacan el intercambio de activos que se produjo a finales de 1985 y el proceso de fusiones, absorciones y alianzas que empezó a desarrollarse, y que aún parece no haber concluido.

- *Desarrollar un modelo de regulación económica eficaz.* Este modelo debía incentivar comportamientos eficientes en todas las actividades del sector. En este sentido, en 1983 las empresas eléctricas y la Administración firmaron un protocolo por el que el Ministerio de Industria y Energía se comprometía a practicar una política tarifaria que permitiera una rentabilidad suficiente a las

---

<sup>124</sup> Para un conocimiento más amplio de las funciones de esta empresa, véase Beato (1985).

empresas, garantizase una remuneración a los capitales invertidos y asegurase una adecuada dotación de las amortizaciones. En 1984, con la implantación de la Ley 49/1984, se introdujo un primer modelo de retribución según costes estándares.

Con anterioridad a este modelo se empleaba un sistema de tarificación «binomia» que pretendía trasladar los coste fijos a los consumidores, de acuerdo con la máxima potencia que podían demandar en cada momento. Para conseguir este objetivo (García-Pardo, 1983), cada tarifa tenía dos términos: i) un término de potencia, determinado en función de la máxima potencia contratada por el usuario, y que pretendía reflejar el coste fijo y, ii) un término de energía, que reflejaría teóricamente el coste variable, y que dependía de la energía efectivamente consumida por el usuario, medida por contador. Una crítica sobre la aplicación de este sistema se puede encontrar en Rodríguez (1978), ya que penalizaba los consumos domésticos y comerciales, favoreciendo a los industriales.

Si la primera mitad de los ochenta resultó decisiva por las iniciativas tomadas en el seno del sector, en la segunda mitad se instauraron los mecanismos necesarios para llevarlas a cabo. En 1986 se suscribió, entre la Administración y las empresas eléctricas, un programa de actuación a medio plazo donde se establecía que la política tarifaria debería de tener en cuenta los costes en que se incurriese. Después de un largo proceso de conversaciones y negociaciones entre las partes involucradas, se estableció, a través del R.D. 1538/1987 de 11 de diciembre, el nuevo marco tarifario que se ha venido denominando «Marco Legal Estable».

El Marco Legal Estable (M.L.E.) tiene como finalidad la consecución de los siguientes objetivos básicos:

- Garantizar la recuperación del valor de las inversiones en activos fijos a lo largo de la vida útil de los mismos.
- Fomentar la eficiencia para que la prestación del servicio eléctrico se realice con el mínimo coste para el consumidor.
- Reducir la inestabilidad de los incrementos anuales de la tarifa eléctrica.
- Aumentar la certidumbre del sistema al objeto de facilitar la planificación a largo plazo de los agentes del sector.

Con el M.L.E. la tarifa eléctrica es el cociente entre la totalidad de los costes estándar necesarios para la prestación del servicio y la demanda de la energía eléctrica en unidades físicas. De esta manera se asocia la tarifa a una valoración razonablemente objetiva de los costes del sector y a la evolución de los mismos. Con anterioridad al M.L.E., la fijación de los incrementos de la tarifa era objeto de negociación entre la administración, cuya prioridad era reducirlos al mínimo para evitar su impacto inflacionista, y la patronal del sector, cuyo objetivo era conseguir el mayor incremento posible. En definitiva, bajo el M.L.E., las empresas eléctricas cuentan con un claro aliciente para mejorar la eficiencia de su gestión ya que si sus costes reales se sitúan por debajo de sus costes estándar la diferencia, obviamente, representa un margen positivo para la compañía.

Transcurridos ocho años desde la adopción del M.L.E., cabe preguntarse si todos los objetivos propuestos se han cumplido, y cuál es el futuro marco regulador del sector. Aspectos como la no recuperabilidad de las inversiones que entraron o entrarán en funcionamiento con posterioridad a la puesta en vigor del M.L.E., la imposibilidad de recoger en su totalidad los costes estándares, la falta de solución a la moratoria nuclear o la difícil relación entre

las empresas privadas y Endesa, aconsejaban que la Administración y el sector reconsiderasen sus posiciones y entablaran negociaciones para la discusión de mejoras en el M.L.E.<sup>125</sup>.

#### 4.2.2.1 LA LEY DE ORDENACIÓN DEL SISTEMA ELÉCTRICO NACIONAL.

Los fallos detectados en el modelo regulador, impulsaron a la Administración a elaborar una Ley de ordenación del sector eléctrico, que no pudo ser aprobada en 1993 debido a la convocatoria anticipada de elecciones generales. La discusión de los cambios a realizar, ha llevado en alguno casos, a enfrentamientos entre compañías que, en el caso de Iberdrola, culminó con la presentación ante los tribunales de un recurso por el tratamiento retributivo especial que el M.L.E. concede a Endesa (Rojas, 1994). Una vez alcanzada la voluntad de concordia entre las dos principales compañías, y a la espera de la nueva Ley, el Ministerio de Industria y Energía emitió la Orden de 3 de diciembre de 1993 por la que se establecen modificaciones en las Ordenes de desarrollo del R.D. 1538/1987. Dicha Orden, en conjunto, mejora los ingresos de las compañías eléctricas e implica un cambio en su distribución. Básicamente, sus principales características son:

- Se elimina el tratamiento retributivo especial a Endesa, al reconocer a las otras compañías un complemento en sus ingresos en función de su esfuerzo inversor.

- Dotar de mayor concreción la fijación de la tasa monetaria que retribuye los costes de los recursos propios y ajenos. Los recursos propios se

---

<sup>125</sup> Un análisis detallado de los problemas a que se enfrenta el sector desde el establecimiento del M.L.E. puede verse, entre otros, en: Reinoso (1991), Maestre (1992) y Rojas (1993).

retribuirán teniendo en cuenta los costes de oportunidad de sus inversiones en alternativas de similar riesgo, mientras que el coste de los recursos ajenos, el tipo de interés, se calculará teniendo en cuenta la previsión del precio del dinero en los diferentes mercados de capitales en los que desenvuelve el sector.

- Muestra cuál puede ser el futuro del sector: la separación de las actividades de generación y distribución. Concretamente, se ha optado por incluir en la fórmula de cálculo de los costes de estructura, componentes distintos para ambos negocios.

Simultáneamente a la publicación de la Orden Ministerial, las empresas pactaron un nuevo intercambio de activos en el que las más endeudadas del sector, vendían centrales y mercado a las menos endeudadas, obteniendo contablemente, las primeras, resultados extraordinarios positivos.

Una vez transcurrido todo el proceso parlamentario para la Ley que tenía que regir el comportamiento del sector, la anhelada consecución de un marco reglamentario unificado para las actividades eléctricas, se ha producido con la promulgación de la Ley 40/1994 de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional (L.O.S.E.N.). Tal y como se indica en su exposición de motivos *«es objetivo fundamental de la presente Ley garantizar la seguridad del suministro eléctrico, al menor coste posible y con una calidad adecuada»*. Para ello el texto legal introduce novedades destacadas en el modelo de sector eléctrico, a la vez que consolida aspectos ya existentes y recogidos en las normas dispersas que configuraban el M.L.E.. La L.O.S.E.N. aboga por la introducción de elementos de competencia en las fases del negocio donde sea posible, incide en aspectos relacionados con la calidad del suministro eléctrico, y crea un ente regulador del Sistema, denominado *Comisión del Sistema Eléctrico Nacional (C.S.E.N.)*, que se encargará de la supervisión y el control de las fases que se mantienen en régimen de monopolio. El modelo propuesto por la L.O.S.E.N. se adapta, al menos en

cuanto a filosofía, a las recomendaciones generales de la Comisión Europea con respecto a la regulación eléctrica.

El Sistema Eléctrico Nacional (S.E.N.) se define como el conjunto de todas las actividades necesarias que confluyen en el suministro de energía eléctrica y que, por esa confluencia, sólo pueden desarrollarse de forma planificada. El S.E.N. comprende dos modelos diferentes: i) el sistema integrado y ii) el sistema independiente.

Siendo un objetivo básico de la Ley garantizar la seguridad del suministro eléctrico en las mejores condiciones de precio y calidad, es preciso mantener la diversificación de las fuentes de energía utilizadas para su producción y la adecuada distribución de los costes que tal diversificación implica. Para conseguir estos propósitos, la Ley se sirve de la integración de toda la energía producida en un conjunto único que constituye una categoría específica con un valor económico diferenciado (lo que denomina sistema integrado). Las adquisiciones de energía para su distribución se entienden procedentes de ese conjunto y se someten a un procedimiento de liquidación con la finalidad de determinar la facturación correspondiente a cada sujeto del Sistema, el destinatario del pago y la forma en que éste deberá de realizarse. Estas funciones de integración de la energía y la correspondiente liquidación de los flujos económicos, se encomiendan a la C.S.E.N. en colaboración con la sociedad gestora de la explotación unificada, Red Eléctrica de España.

La Ley también configura un sistema independiente con la finalidad de permitir la aparición de nuevos productores que podrán suministrar directamente a los clientes con los que contraten, ampliando la capacidad de elección de los grandes consumidores. El desarrollo de este sistema estará supeditado a la respuesta que ofrezca el sistema integrado a las necesidades e iniciativas de los grandes consumidores.

La L.O.S.E.N., en su artículo 14, exige la separación contable y jurídica de las actividades de generación y distribución para todas aquellas sociedades mercantiles que iniciasen su actividad con posterioridad a su entrada en vigor y, en la Disposición transitoria tercera, establece un plazo de adaptación hasta el 31 de diciembre del año 2.000 para las sociedades que ya estuviesen realizando conjuntamente ambas actividades. A pesar de esta restricción, la Ley permite que éstas actividades puedan ejercerse dentro de un grupo de sociedades, siempre que sean ejercitadas por sociedades diferentes.

La separación de actividades tiene como objetivo la adecuada remuneración por la generación de energía, superando el procedimiento de compensaciones entre los generadores, reconocido en el R.D. 1538/1987, que introducía distorsiones y falta de claridad en el funcionamiento del sistema eléctrico<sup>126</sup>. De esta forma, todas las empresas generadoras del sistema integrado venderán su producción al *pool*, del que se abastecerán todas las empresas distribuidoras. Pese a la aparente idoneidad del mecanismo de retribución, los conflictos entre Iberdrola y Endesa no han cesado ya que la primera aduce que la operación de intercambio de activos de diciembre de 1993, no condujo a la necesaria convergencia con la segunda.

Como última novedad, destaca la facultad otorgada al Gobierno para regular, cuando ello sea aconsejable y teniendo en cuenta la evolución tecnológica y la experiencia en otros países, la figura de la empresa

---

<sup>126</sup> A través del sistema de compensaciones, una vez recogido el ingreso estándar vía tarifas por parte de ciertas empresas integrantes del sistema, se procedía a su reparto en concepto de retribución por la actividad desarrollada. Las empresas se convertían así en recaudadoras, y sus ingresos no les pertenecían hasta que no se determinase qué proporción le correspondía a cada una, a través del citado sistema. De esta forma se pretendían corregir las diferencias entre los costes de producción y la estructura de mercado que existían entre ellas, distinguiendo entre las compañías de ciclo completo, que generan y comercializan energía, de las que sólo la generan. Desde la entrada en vigor de la Ley 40/1994, la C.S.E.N. ha asumido las funciones de la Oficina de Compensación de Energía Eléctrica (O.F.I.C.O.).

comercializadora, que se encargaría de la venta a los usuarios de la energía eléctrica, así como de todos aquellos aspectos relacionados con su uso final.

En definitiva, estamos de acuerdo con Rojas (1995, pág. 85) en que las novedades que introduce la L.O.S.E.N. en la regulación del sector y las innovaciones tecnológicas, van a configurar la evolución de la actividad eléctrica en España. La competencia será relevante en la actividad de generación, pero a la vez la distribución/comercialización asumirá un mayor protagonismo con la posibilidad de ofrecer nuevas opciones en el suministro eléctrico y, posiblemente, nuevos servicios.

#### 4.2.2.2 EL FUTURO DEL MERCADO INTEGRADO EUROPEO DE LA ENERGÍA.

No quisiéramos abandonar este apartado, sin referirnos al futuro inmediato del sector desde una orientación más amplia. La Unión Europea supone la existencia de un mercado único de la energía que debe dar lugar a intercambios entre sus miembros y, si pensamos en la particularidad del bien o servicio al que nos referimos, nos daremos cuenta que su reglamentación y consecución plantea diversos problemas<sup>127</sup>.

La Comisión se ha enfrentado, básicamente, con tres obstáculos: i) el carácter mixto del suministro eléctrico, con características de bien y de servicio; ii) la prioridad por garantizar el suministro, y iii) las singularidades de las políticas energéticas de los países miembros. Para la Comisión Europea estas barreras en el suministro eléctrico, crean distorsiones de ámbito comunitario en

---

<sup>127</sup> En los últimos años, y aprovechando el marco europeo de integración energética, cada vez se alzan más voces que consideran conveniente una liberalización del sector eléctrico. Argumentos a favor y en contra, pueden contrastarse en Garrido (1990), Miranda (1990) y Rojas (1995).



los sectores productivos y discriminan a unos consumidores frente a otros. Para la creación del mercado interior, la Comisión, decidió actuar en dos fases: en la primera a través de la aprobación, el 29 de junio de 1990 y el 29 de octubre del mismo año, de la Directiva 90/377/CEE sobre transparencia de precios y la Directiva 90/547/CEE sobre el tránsito de electricidad en grandes redes<sup>128</sup>. En la segunda fase, la Comisión actuaría en tres frentes: i) favorecer la competencia en la generación; ii) posibilidad de construir redes de transporte y distribución, y iii) facilitar el acceso de terceros a las redes existentes.

La oposición de la mayoría de los estados miembros eliminó del Tratado de la Unión Europea los compromisos sobre una política eléctrica común. De hecho, en el Tratado de Maastricht no se incluye ningún compromiso en materia energética, en virtud de lo cual la intervención de la Unión, en este ámbito, queda supeditada al principio de subsidiariedad. El pretendido mercado único de la energía, que se propugnaba en la segunda fase, quedó reducido a una propuesta de Directiva presentada en el Consejo de Ministros de Energía en diciembre de 1993, en la que los Estados miembros se comprometen a garantizar el suministro y fijar las tarifas, al menos en los tramos minoristas, reservándose las competencias en materia de elección de fuentes de energía primaria, así como la explotación y planificación de los sistemas eléctricos. El contenido de ésta propuesta, que en mayo de 1996 todavía no había sido aprobada (véase el artículo de la página 9 en el periódico económico *Cinco Días* del día 8 de ese mismo mes), se centra en las siguientes recomendaciones de carácter general:

- Separación contable por actividades en las empresas integradas verticalmente.

---

<sup>128</sup> En el caso de España, la adaptación a esta directiva se produjo con la publicación del R.D. 344/1993 de 5 de marzo.

- No discriminación entre empresas comunitarias en la adjudicación de nueva potencia, y seis meses de plazo para la presentación de ofertas.

- Designación por cada Estado miembro de la entidad responsable de la explotación y optimización del sistema.

- Acceso negociado de terceros a la red para el suministro de grandes consumidores y distribuidores, siempre que no se comprometa la garantía de suministro a otros usuarios.

- Armonización de las regulaciones sobre protección del medio ambiente y fomento de las energías renovables.

- Períodos transitorios suficientes para permitir una adaptación progresiva.

Como puede observarse, el futuro no se presenta exento de dificultades, ya que como afirma Grosman (1990, pág. 14) *«la electricidad no se vende de puerta en puerta. La inserción coherente del sector eléctrico en una economía europea integrada no se efectúa por la puesta en marcha de sistemas revolucionarios. Por su importante papel tanto en la actividad económica como en la vida privada, el sector eléctrico es un poco como un coloso con pies de barro: sus especiales características asociadas a su complejidad exigen una gestión precisa y un toque delicado»*.

En definitiva, el negocio eléctrico deberá adaptarse a los cambios tecnológicos que se avecinan en los próximos años, implantando mecanismos de gestión que le permitan alcanzar los objetivos propuestos y, todo ello, dentro del marco regulador que determinen las autoridades nacionales y supranacionales.

### 4.2.3 CÁLCULO DE LAS RETRIBUCIONES A TRAVÉS DE LA TARIFA.

En el presente apartado, vamos a analizar el sistema de retribuciones que determina los ingresos que perciben las compañías eléctricas. La mayor parte de estos ingresos los obtendrán a través de la tarifa vigente que se basa en dos mecanismos operativos: la tarifa media y la estructura de precios de los diferentes servicios.

- *La tarifa media.* Se define como la retribución global y conjunta que se establece por la prestación del servicio eléctrico. Recoge, por tanto, el coste total estandarizado del sistema, en orden a fijar un precio medio suficiente (calculado por cociente entre el ingreso previsto y la previsión de demanda) capaz de cubrir todos los costes reconocidos. El coste total del servicio, incluirá tres componentes diferenciados (cuadro 4.2):

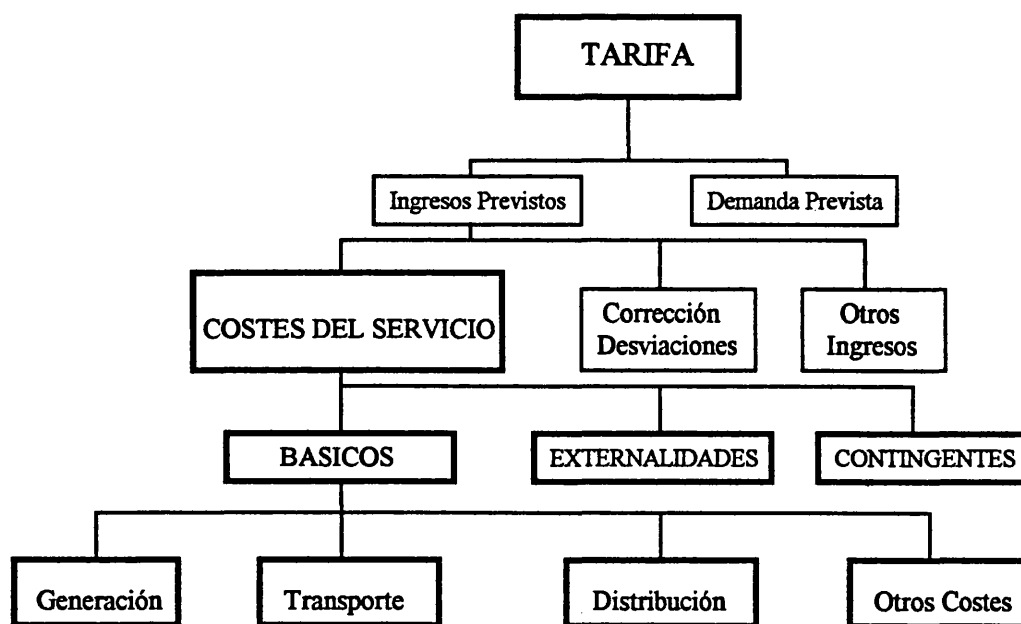
a) *Costes básicos.* Son aquellos que se producen a nivel interno del sector y en los que se incurre necesariamente para la prestación del servicio. Concretamente, serán los costes de generación, transporte y distribución, incluyéndose también los costes de estructura por gastos generales y los de financiar el capital circulante.

b) *Costes por externalidades.* Son todos aquellos que siendo necesarios para la prestación del servicio, o bien tienen lugar fuera del sector, o bien se consideran independientes del servicio. Se computan como un porcentaje de la tarifa al abonado final, y se suelen destinar a actividades de I+D y a financiar el stock básico de Uranio.

c) *Costes contingentes.* Son aquellos en los que las empresas no incurren necesariamente para la prestación del servicio, aunque representan costes reales a soportar. Actualmente recoge los gastos financieros acreditados por los activos en moratoria nuclear.

La tarifa se calculará, no sobre los costes realmente incurridos por las empresas, sino sobre unos estándares predeterminados. En este sentido, los costes reales de las empresas pueden ser mayores o menores que los reconocidos en la tarifa, imputándose la diferencia como resultado de explotación. Conviene recordar que en la tarifa, también se incluirán aquellas desviaciones que se produzcan entre costes estándares y reales. Sin embargo, solo se corregirán aquellos desfases que se deban a un error en la previsión de las variables exógenas más significativas que se utilizan en el cálculo de la tarifa, por ejemplo, la hidraulicidad (Huidobro, 1989, pág. 285), ya que de no ser así, se desincentivaría la búsqueda del mínimo coste y la optimización de la gestión comercial.

**CUADRO 4.2**  
**COSTES DEL SERVICIO Y CALCULO DE LA TARIFA**



- *La estructura de la tarifa.* La tarifa media se descompondrá en distintos precios según el tipo de suministro que el abonado final demande. La estructura de la tarifa para la fijación de precios se basa en dos componentes: uno fijo relativo a la potencia contratada por el abonado, y otro variable correspondiente a la energía consumida.

Al margen de la estructura tarifaria, también se tienen en cuenta ciertos complementos por discriminación horaria, estacionalidad o interrumpibilidad. Adicionalmente, y junto con las tarifas básicas y los complementos, hay que considerar los derechos de acometida, verificación y enganche que cubren los costes de primer establecimiento del abonado.

En la actualidad, y al amparo del artículo 19.1 de la Ley 40/1994, las tarifas eléctricas serán cobradas por las empresas que realicen las actividades de distribución de la energía eléctrica mediante su venta a los usuarios. El cobro se realizará por cuenta del sistema integrado y la C.S.E.N. procederá, junto con Red Eléctrica de España, a la liquidación de la energía y determinará, teniendo en cuenta el valor integrado de dicha energía y el de las actividades que tienen como finalidad la puesta a disposición para su uso, el importe correspondiente a cada sujeto del sistema integrado, el concreto destinatario del pago y la forma en que éste deberá realizarse (artículo 13.3).

Las tarifas eléctricas, que deberán satisfacer los usuarios del suministro, tendrán el carácter de únicas en todo el territorio nacional, serán aprobadas por el Gobierno y supondrán un tope máximo. En consecuencia, si se reconoce como deseable la planificación de las inversiones que deben realizar las empresas eléctricas, también lo deberían de ser sus ingresos, obtenidos a través de las tarifas.

Por consiguiente, el marco tarifario tendrá que fomentar la permanencia de los criterios que influyen en el cálculo del precio del servicio, procurando

eliminar aquellos que se consideren discriminatorios para alguna de las partes, ya que la estabilidad de los ingresos y las inversiones de las empresas depende de ello.

Además, con el fin de que exista mayor transparencia en los precios del suministro de energía eléctrica, tal y como se reconoce el artículo 18.6 de la L.O.S.E.N., en la facturación que se presente a los usuarios se desglosarán, en la forma que reglamentariamente se determine, los importes correspondientes al coste del servicio, así como los impuestos que graven el consumo de la electricidad.

#### **4.3 EL ENTORNO ECONÓMICO COMO CONDICIONANTE DE LA REGULACIÓN CONTABLE.**

Una vez analizado el entorno económico que rodea a las empresas cuyas actividades se circunscriben dentro de un marco regulado, conviene que estudiemos qué efectos pueden tener esas circunstancias sobre el comportamiento contable de estas empresas. Más aún, creemos necesario examinar hasta qué punto los sectores regulados necesitan de una atención especial por parte de los organismos competentes en la emisión principios y normas de valoración contables.

Compartimos la opinión de Cañibano et al. (1985, pág. 301) de que *«la contabilidad no tiene sentido ni justificación alguna si no es al servicio de un entorno económico. Al mismo tiempo, y por esa razón, los rasgos o características de ese entorno condicionan las reglas contables, de manera que existe una clara correspondencia biunívoca entre reglas de un sistema contable y entorno económico en el que el mismo se desenvuelve»*.

En términos parecidos se pronuncian Monterrey y Miralles (1985, pág. 7) al afirmar que *«si la contabilidad ha de acomodarse a las circunstancias ambientales, es conveniente que éstas sean enunciadas de algún modo, para poner así de manifiesto el marco en el que opera, y a cuyo ámbito se circunscribe»*.

Si además tenemos en cuenta que la propia definición del entorno económico condicionará las características de las unidades empresariales, en la concepción del sistema contable a especificar jugará un papel muy importante el concepto de entidad, ya que, según la descripción de empresa que se maneje, pueden resultar normas diferentes. En este sentido, convendría que se validasen las reglas contables a utilizar por las empresas implicadas con el fin de comprobar cuál es su grado de adecuación con el entorno en el que se desenvuelven.

En síntesis, coincidimos con Cañibano et al. (1985, pág. 303) en que la determinación de un conjunto de reglas contables ha de comenzar analizando detenida y cuidadosamente los rasgos básicos del entorno económico y, en especial, el concepto o postulado de entidad, determinando las características del ente a cuyo servicio se inserta el sistema contable.

Si nos atenemos a las características generales de un sistema capitalista, como es el caso de las economías de corte occidental, el entorno económico en el que se desenvuelven la mayor parte de las empresas viene determinado por la existencia de (A.E.C.A., 1992a):

a) *Una economía de mercado*. Esto implica la propiedad privada de los medios de producción, decisiones económicas dispersas y búsqueda de lucro en las operaciones empresariales.

b) *Incertidumbre*. Esto obligará a adoptar diferentes conjeturas para la interpretación y cuantificación de los hechos económicos a fin de preservar la continuidad de la empresa.

c) *Sujetos económicos*. La actividad empresarial la realizan personas jurídicamente independientes, aun cuando puedan existir vínculos entre varias de ellas por razones de propiedad o de control ejercidos a través de diferentes medios.

d) *Objetos económicos*. Serán los diferentes bienes, servicios, derechos y obligaciones susceptibles de intercambio.

e) *Necesidad de información*. La contabilidad debe elaborar información sobre la situación económica y financiera de las empresas, para facilitar la adopción de decisiones a los usuarios que estén interesados en el funcionamiento de las mismas.

En consecuencia, el cuerpo normativo que debe regular el comportamiento contable de la mayor parte de las empresas, tendrá que incorporar las condiciones generales del entorno económico, jurídico y social, sin olvidar que el fin último de la información financiera consistirá en facilitar la toma de decisiones a sus potenciales usuarios. No obstante, cabe cuestionarse si la existencia de sectores regulados puede argumentarse como criterio general y suficiente para que éstos dispongan de normativa contable «específica». En este sentido, hay que tener en cuenta que la presencia del órgano regulador sustituye al mercado en su papel de fijación de precios y asignación de los recursos, lo que influirá a su vez en la incertidumbre que soportan estas empresas frente a las que no tienen reguladas sus actividades.

Así, en un contexto empresarial definido como de «empresa regulada», tanto la existencia de normas y sistemas de intervención administrativa, como



los criterios que sirven de base para la determinación de los precios y tarifas, determinarán el beneficio necesario para que las empresas alcancen unos niveles de rentabilidad mínimamente aceptables.

En nuestra opinión, y en respuesta a la cuestión planteada con anterioridad, entendemos que ajustar el sistema contable al entorno económico determinado por la regulación, no implica necesariamente modificar en profundidad los principios contables generalmente aceptados que se aplican a cualesquiera empresas, sino que, en general, bastará con modificar algún criterio o norma contable en particular. El abandono de algún principio contable ocasionaría un cambio profundo en el sistema contable, mientras que la alteración de algún criterio específico incidiría únicamente sobre la cuantificación del patrimonio y del resultado empresarial<sup>129</sup>.

En lo referente al resultado empresarial, éste es un concepto de especial relevancia en el caso de las empresas reguladas ya que sus ingresos, teóricamente, están condicionados a la obtención de un rendimiento aceptable que posibilite su supervivencia. Desde el punto de vista contable, surgirán dificultades en la imputación de ingresos y gastos cuando en un año determinado el precio o la tarifa no incluya todos los costes incurridos, ya sea por exceso o por defecto<sup>130</sup>. Téngase en cuenta, que si éstas diferencias, que suponemos significativas, se integrasen en los resultados, influirían sobre la fijación de los precios o tarifas de futuros ejercicios. En estos supuestos, debería admitirse el diferimiento para ejercicios posteriores de algunos costes, consiguiendo su recuperación mediante aumentos limitados en los precios de

---

<sup>129</sup> En López (1993) se recogen algunos ejemplos que suponen cambios en principios y criterios contables.

<sup>130</sup> Como indica Cañibano (1987, págs. 38-39), el ente regulador, con sus decisiones sobre precios, puede crear activos si se compromete a reconocer en las tarifas futuras determinados costes incurridos hoy, de la misma manera que puede, contrariamente, reducir activos al no comprometerse a repercutir en futuras tarifas el coste de partidas a las que inicialmente se les había otorgado tal condición. También puede crear pasivos, al imponer, por ejemplo, devoluciones a los usuarios de tarifas ya cobradas.

los bienes o servicios. De ésta forma, se evitarían incrementos bruscos de las tarifas, con la consiguiente reducción de los efectos negativos que podrían ocasionar en la economía nacional<sup>131</sup>.

Por consiguiente, consideramos que los principios contables aplicables a las empresas que tienen la condición de reguladas, vendrán condicionados por los criterios que la autoridad reguladora decida aplicar para la fijación de los precios y tarifas de los bienes o servicios que produzcan, si bien debe prevalecer el fondo económico de las operaciones ya que en caso contrario sería el organismo regulador quién estaría imponiendo los criterios de valoración y la determinación del resultado.

#### **4.3.1 PRINCIPIOS REGULADORES *VERSUS* PRINCIPIOS CONTABLES.**

En general, en la mayoría de modelos de regulación económica, existen dos principios básicos que se tendrán en cuenta al implantar medidas de intervención:

a) La recuperación de la inversión deberá de producirse durante el periodo de tiempo en el que sea útil. Si dicha recuperación se realizase en un periodo inferior, se produciría una transferencia de rentas entre consumidores presentes y futuros, ya que los primeros soportarían un mayor coste del que se beneficiarían los segundos posteriormente.

b) El valor actual de los ingresos que perciban las empresas por sus instalaciones, deberá igualar al valor de la inversión computada según costes

---

<sup>131</sup> Esta suele ser la principal razón esgrimida por los órganos reguladores para alterar los criterios de imputación en la tarifa.

estándares. De esta forma se asegura la permanencia de las empresas como suministradoras del bien o servicio.

La aplicación de estos dos principios reguladores, desde el punto de vista contable, afectará fundamentalmente a los principios de devengo y de correlación de ingresos y gastos. Uno de los principales problemas se planteará al relacionar en cada período el nivel de recuperación del valor de la inversión, incluido en la tarifa o precio aprobado en cada ejercicio (que estará calculado a valor estándar), y el devengo de costes derivados de dicha inversión de acuerdo con principios contables generalmente aceptados, es decir, los de recuperación de la inversión realizada y los costes de capital asociados a la misma. En relación con este conflicto se pueden plantear tres alternativas, dependiendo de que el ritmo de los ingresos del período se acomode, supere o sea inferior al del devengo de los costes (Rivero, 1987, págs. 139-142).

En el primer caso no se presentan problemas para aceptar los principios generalmente aceptados enunciados previamente. En el segundo y tercero surgirán diferencias temporales entre ingresos y costes de cada período que es necesario calificar, medir y registrar.

En una primera aproximación, podríamos entender que las diferencias temporales que se manifestasen deberían calificarse como beneficio o pérdida del ejercicio. Sin embargo, en nuestra opinión, dicha calificación sería inoportuna, por cuanto la recuperación de la inversión se realiza a lo largo de la vida útil de la misma, de tal forma que lo que en un ejercicio se considerará como beneficio, en ejercicios posteriores debería serlo como pérdida. Por este motivo, y con el fin de respetar el principio de correlación de ingresos y gastos, estas diferencias, deberían tratarse como gastos o ingresos a distribuir en varios ejercicios, periodificándose a lo largo del periodo programado para la recuperación de la inversión

La medida de las citadas diferencias, vendrá dada por la comparación entre el coste devengado según principios contables generalmente aceptados y el coste reconocido en la tarifa o precio de cada año para los mismos conceptos. Esta diferencia deberá formar parte de la base de la inversión a considerar en los posteriores ajustes de precios autorizados.

El registro contable supondrá la aparición tanto de activos como de pasivos, según cual sea el signo de las diferencias antes apuntadas. Sin embargo, se plantea un problema adicional (López, 1987, págs. 110-111): una empresa deberá capitalizar la totalidad o parte de un coste incurrido, que de otra forma sería cargado a resultados, cuando sea probable que en el futuro obtenga ingresos, al menos iguales a los costes capitalizados, como resultado de la inclusión de tales costes en el proceso de formación de tarifas o precios regulados.

Es decir, en empresas sujetas a regulación, para poder admitir la aplicación de este principio contable, será condición indispensable que exista una seguridad razonable de que los costes capitalizados serán incluidos en el futuro proceso de formación de precios y tarifas<sup>132</sup>, puesto que si no se da ésta circunstancia, tales costes deberán llevarse a la cuenta de pérdidas y ganancias en aplicación del principio de prudencia valorativa. Idéntica situación se produciría en el supuesto de que se tuviera evidencia o fuera probable que el ente regulador quisiera excluir la totalidad o una parte de algunos costes impidiendo de esta forma que se generen ingresos futuros que permitan su recuperación.

---

<sup>132</sup> El F.A.S.B. a través del S.F.A.C. nº 6, define un activo como «futuros y probables beneficios económicos obtenidos o controlados por una entidad concreta, como consecuencia de acontecimientos o transacciones pasadas».

Como indica López (1987, pág. 112), esta ausencia de seguridad en la recuperación futura de los costes activados o diferidos por las empresas reguladas, adquiere mayor importancia si tenemos en cuenta la posibilidad (nada desdeñable) de que recurran a políticas de sobreactivación o diferimiento de costes para poder ofrecer una determinada rentabilidad a los recursos propios. En las empresas reguladas, desde el punto de vista del inversor, la medida más representativa de los beneficios es su tasa de retorno sobre el capital. Esto supondrá que más que la activación o el posible diferimiento de determinados costes, el inversor actual o potencial estará más interesado en conocer cuál es el grado de certidumbre de que dichos costes sean o no recuperados en el futuro.

Existen otras particularidades contables en las empresas reguladas tales como, la inclusión o no de los costes financieros y de las diferencias negativas de cambio como mayor precio de adquisición de las instalaciones o la falta de coincidencia, en ocasiones, entre la corriente de ingresos y gastos desde el punto de vista de la contabilidad o según los criterios del ente regulador, sobre las que incidiremos en el apartado que dedicamos a la regulación contable específica del sector eléctrico.

Aunque no era la intención de este apartado discernir entre las ventajas o inconvenientes que supone la existencia de una normalización contable profusa, no quisiéramos abandonarlo sin reflexionar acerca de los «riesgos» que puede ocasionar la emisión de normas específicas para cada hecho económico que se produzca.

Debido a las características de los sectores regulados, las empresas que los integran disponen, en la mayoría de los casos, de una posición ventajosa a la hora negociar con los entes reguladores determinados aspectos de la política del sector. Si a esta situación unimos el interés del Estado por tener controlados, fundamentalmente, todos los componentes que se incluyen en el cálculo de las

tarifas, nos encontramos con una compilación de normas complejas y dispersas que si además tienen su traslado automático al plano contable crean, a nuestro entender, ciertas dificultades en la interpretación de los estados financieros de las empresas reguladas.

Por tanto, para la comprensión de la información financiera que deben suministrar a terceros las empresas, será condición necesaria, pero no suficiente, que las especificidades del entorno económico formen parte de la estructura del sistema contable. Los mecanismos que la regulación contable utilice para reconocer las particularidades económicas, jurídicas o sociales de un sistema económico determinado, jugarán un papel fundamental en la elaboración y presentación de los estados financieros y, consiguientemente, en la lectura de los mismos por parte de sus potenciales usuarios. En este sentido, compartimos la opinión de Cea (1985, pág. 526) cuando afirma que *«para los usuarios sería peor que la información que se les suministra fuera el producto puro de unos principios contables endebles o escasamente racionales en el plano económico, aunque tuvieran un reconocimiento legal o profesional incuestionable, que no disponer de dicho cuadro, porque así al menos no tendría por que asignarse a la información recibida el marchamo cuasiautomático de idoneidad, sino que ésta debería ser probada»*.

En definitiva, consideramos que en las etapas de elaboración y presentación de la información contable no debería olvidarse uno de los principales requisitos que ha de cumplir dicha información, el de *claridad*, y aunque reconocemos que en muchas ocasiones la actividad económica empresarial es muy compleja, sobre todo en el caso de sectores regulados, se debería dejar un margen de libertad a la actuación de la lógica económica y contable, con el fin de facilitar la toma de decisiones del tan recurrido «usuario» de la información contable.

### 4.3.2 PRONUNCIAMIENTOS DE LOS ORGANISMOS CONTABLES: LA POSICIÓN DEL F.A.S.B..

La necesidad de adecuar la elaboración de la información financiera de las empresas reguladas a las características propias de su condición, hizo que los organismos competentes en materia contable iniciasen la discusión de las normas que debían regir su comportamiento. El primer pronunciamiento, por parte de una institución de reconocido prestigio entre la profesión, se produjo en 1962 al incluirse una referencia, en un apéndice del A.P.B. nº 2, sobre la necesidad de informar acerca de las diferencias existentes entre la aplicación de los principios contables generalmente aceptados y el proceso de establecimiento de tarifas adoptado por el ente regulador.

El reconocimiento definitivo a las particularidades contables de las empresas que realizaban actividades sometidas a regulación, se obtuvo a finales de 1982, cuando el Financial Accounting Standard Board (F.A.S.B.) aprobó el Statement of Financial Accounting Standards (S.F.A.S.) nº 71. A través de esta norma se profundizó en los aspectos diferenciales de las industrias reguladas, reconociendo, en caso de conflicto, la prevalencia de ésta sobre otras de carácter general. El S.F.A.S. nº 71 indica en que condiciones y a qué tipo de empresas se puede aplicar su normativa:

- Las tarifas o precios de la empresa para los servicios regulados o productos suministrados a sus clientes, se establecen por o están sujetos a la aprobación de un ente regulador independiente o por su propio órgano de gobierno facultado por los estatutos o por contrato para establecer tarifas o precios que sean vinculantes para los clientes.

- Las tarifas o precios regulados se calculan para recuperar los costes específicos de la empresa necesarios para la prestación de los servicios o productos regulados.

- Considerando la demanda de los servicios o productos regulados y el nivel de competencia, directa e indirecta, es razonable asumir que las tarifas y precios están situados en los niveles en los que la empresa recuperará sus costes y podrán cargarse y cobrarse de los clientes.

La principal novedad de este pronunciamiento fue la de admitir la posibilidad de que las empresas reguladas pudiesen reconocer determinados costes incurridos como activos, siempre y cuando se cumpliesen dos condiciones:

1ª) Debe quedar clara la intención del regulador de permitir la recuperación del coste incurrido a través de futuras tarifas.

2ª) Los ingresos a percibir a través de la tarifa deberán ser equiparables al coste específico incurrido. En 1987 el F.A.S.B. aprobó el S.F.A.S. nº 92 que con el título «contabilización de planes de periodificación en empresas reguladas» incluía algunas correcciones al S.F.A.S. nº 71. Según esta norma, un plan de periodificación es aquel que difiere para una futura recuperación una parte del total de costes operativos corrientes (incluye intereses de la financiación ajena, coste de los recursos propios, amortización y costes de desmantelamiento) de una instalación recién construida, o bien una parte total de costes operativos corrientes de una empresa regulada, relacionados de alguna manera con la instalación concluida recientemente. Concretamente, los costes diferidos para una futura recuperación, siguiendo un plan de periodificación, serán capitalizados en el activo separadamente, siempre y cuando se difieran siguiendo un plan aprobado por el organismo regulador en el que se especifique el calendario de recuperación de los costes diferidos.

Al margen del reconocimiento como activos de determinados costes, otro aspecto destacable de esta norma radica en la capitalización, como mayor importe del inmovilizado en construcción, de los costes financieros. La norma



permite la activación no sólo de los intereses de la financiación ajena, sino también del coste de los recursos propios que estén financiando los inmovilizados en fase de construcción<sup>133</sup>. Esta posibilidad nos parece adecuada ya que la estructura financiera de que disponga la unidad empresarial, no debería condicionar la valoración de los inmovilizados que van a ser construidos. Así pues, considerar únicamente los gastos financieros derivados de un endeudamiento específico en el precio de adquisición de las instalaciones, supondría una discriminación de los recursos propios frente a los ajenos. Esta limitación podría favorecer la utilización mayoritaria de recursos ajenos, con la consiguiente pérdida de autonomía financiera y el potencial incremento de problemas relacionados con la solvencia financiera de las empresas reguladas.

Además, téngase en cuenta que durante la fase de construcción de los inmovilizados, éstos no serán capaces de generar ingresos y, sin embargo, en el supuesto de financiar la construcción con recursos propios, los dividendos que les corresponderían deberían devengarse a partir de las rentas obtenidas por el negocio en funcionamiento. Como indica Cea (1987, págs. 151), *«caso de realizarse el pago monetario de tales rentas, sería a expensas de admitir una especie de falacia o ficción financiera, pues tendrían que pagarse con el propio principal de los recursos financieros y no con los ingresos procedentes de la explotación de las inversiones correlativas, que sería la vía estrictamente ortodoxa de hacerlo»*. La falta de respeto a este principio económico podría ocasionar graves problemas financieros a las empresas con volúmenes de inversión considerables, ya que tendrían que recurrir a la emisión de nuevos pasivos financieros para financiar, no sólo nuevas instalaciones, sino también para pagar los intereses o dividendos que irían generando las fuentes financieras dispuestas con anterioridad.

---

<sup>133</sup> Para una documentada defensa de la necesidad de incorporar el coste del capital propio en el precio de adquisición del inmovilizado, puede consultarse el artículo de Cea (1987).

Admitida la conveniencia de reconocer el coste de los recursos financieros, incluidos el de los propios, como parte integrante de la valoración del inmovilizado en construcción, queda por analizar cuál debería ser su contrapartida al proceder a su registro contable. Según el S.F.A.S. nº 71, la activación de los dividendos se realiza con abono como ingresos a la cuenta de pérdidas y ganancias, lo que no parece adecuado, tal y como indican Cañibano (1987) y Cea (1987), ya que altera algunos principios contables básicos, como el del devengo (al reconocer el ingreso antes de que haya una corriente financiera asociada al mismo), el de correlación de ingresos y gastos (al imputar unos ingresos no correlacionados con gasto alguno del ejercicio) y el de prudencia valorativa (al reconocerse beneficios no materializados a través de las ventas).

Una segunda posibilidad para el registro contable, sería aquella que considerase como ingresos diferidos el importe de los dividendos a activar, imputándolos como ingresos en la misma proporción en que se fuesen depreciando los inmovilizados ya construidos. Aunque aceptable, no creemos que esta solución sea la más adecuada ya que no reconoce cuál es el trasfondo económico de la operación, que sería el de pagar con los beneficios obtenidos por el negocio en funcionamiento los dividendos de los capitales propios utilizados para la construcción de los activos fijos.

La tercera posibilidad, en nuestra opinión la más plausible, pasaría por reconocer como una futura obligación de pago el montante de los dividendos correspondientes a los recursos propios utilizados durante el período de construcción, que no se hubiesen entregado en efectivo a los accionistas. Una variante de este registro, podría consistir en incluir dentro de los recursos propios estas cantidades, incrementado así el grado de capitalización de la empresa, hasta el momento en que se instrumentase el mecanismo de retribución a los inversores de los dividendos reconocidos. De esta forma, y en el supuesto de que a través de los ingresos de la explotación no se obtuviese el

importe de las rentas prometidas, no se comprometerían las garantías de los acreedores y sería el valor de mercado de las acciones el que se vería afectado.

### **4.3.3 ADAPTACIONES SECTORIALES DEL PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD EN LAS EMPRESAS REGULADAS.**

En el caso de España la consideración en los sistemas contables del entorno económico de ciertos sectores empresariales, estuvo y está condicionado por el modelo de normalización contable que se adoptó. Con la finalidad de sintetizar, en un único compendio normativo, el conjunto de criterios de valoración o contabilización que precisan las empresas que ostentan características comunes, la regulación contable española ha optado, en general, por la adaptación del Plan General de Contabilidad (P.G.C.) vigente a cada uno de los sectores en cuestión.

Desde la aprobación del extinto P.G.C. de 1973, el por entonces Instituto de Planificación Contable inició los trabajos necesarios para que se fuese produciendo la adaptación paulatina a aquéllos sectores específicos de la economía española que lo requiriesen. De entre estos sectores, destaca la presencia de aquéllos cuya actividad empresarial esta sometida a la intervención del Estado a través de un órgano regulador. En el cuadro 3.2, puede observarse cuál es la situación contable actual de las adaptaciones del P.G.C. de 1973 y de 1990 a los sectores que hemos considerado como más representativos de la economía regulada.

Además de estas adaptaciones, en cada uno de estos sectores, bien por el interés de las empresas implicadas, bien por la imposición de los correspondientes órganos reguladores (Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Dirección General de Seguros, Ministerio de Industria y Energía, etc.), se emite normativa contable específica con el fin de

complementar o desarrollar aspectos que no tienen un tratamiento completo en el P.G.C., o que por cambiar las circunstancias del entorno económico de estos sectores necesitan de un adecuado reflejo contable.

#### CUADRO 4.3: ADAPTACIONES DEL P.G.C. EN EMPRESAS REGULADAS

TIPO DE SOCIEDADES	ADAPTACIÓN P.G.C. 1973	ADAPTACIÓN P.G.C. 1990 (*)
Sociedades de Leasing	Orden de 03-06-76	NO
Sociedades de Factoring	Orden de 28-04-77	NO
Empresas Eléctricas	Orden de 28-04-77	Grupo de trabajo (15-01-91)
Concesionarias de Autopistas	Orden de 30-06-77	Grupo de trabajo (21-10-91)
Entidades de Financiación	Orden de 15-12-80	NO
Entidades de Seguros	Orden de 30-07-81	NO

(\*) A 31 de mayo de 1996

De las adaptaciones a las que nos hemos referido, destaca el hecho de que no existe todavía ninguna adecuación al P.G.C. de 1990 para las empresas que hemos considerado reguladas. En este sentido, el I.C.A.C. solamente ha constituido dos grupos de trabajo para la elaboración de un plan general contable adaptado a los sectores eléctricos y de concesionarias de autopistas. Pese al dilatado período temporal transcurrido desde la fecha de aprobación de los grupos de trabajo, todavía no se han publicado siquiera los borradores de éstas adaptaciones. En el caso eléctrico, una posible explicación a esta circunstancia radica en la incertidumbre generada por el proceso de discusión de la que posteriormente se ha convertido en Ley de ordenación del Sector Eléctrico. Si esta fuese la causa, es de esperar que, después de su aprobación a finales de 1994, se reinicien los contactos por parte del grupo de trabajo con el fin acelerar la publicación del borrador.

En el caso de las empresas concesionarias de autopistas, no parece que existan motivos aparentes que justifiquen el retraso experimentado, por lo que cabe esperar un pronta publicación de su borrador.

## **4.4 NORMALIZACIÓN CONTABLE EN EL SECTOR ELÉCTRICO.**

Parece justificada la conveniencia de que exista una estrecha relación entre el entorno económico y el sistema contable que deba implantarse en un sector regulado. Las especificidades de cada actividad empresarial determinarán el cálculo de algunas magnitudes financieras, lo que incidirá en la normativa contable a promulgar por los organismos correspondientes. De entre los sectores regulados, que en la actualidad subsisten en la mayor parte de las economías occidentales, el eléctrico puede considerarse como uno de los más importantes debido a su influencia en el desarrollo de las actividades industriales y comerciales de las empresas, así como por su incidencia directa en el bienestar de las economías domésticas.

En el apartado 4.2 ya analizamos cuáles eran, desde el punto de vista económico, las principales características diferenciales de las empresas eléctricas. En este apartado vamos a estudiar qué influencia tienen esas peculiaridades empresariales en el proceso de regulación contable del sector, así como el efecto en los estados financieros de la aplicación de dicha regulación. El interés por el conocimiento del entorno normativo-contable del sector eléctrico es comprensible si tenemos en cuenta que la casi totalidad de empresas que forman parte del trabajo empírico, al que posteriormente nos referiremos, pertenecen a este sector. Esta preeminencia de empresas eléctricas es lo que justifica la necesidad de entender cuáles son las principales características de su modelo contable.

### **4.4.1 REGULACIÓN CONTABLE ESPECÍFICA.**

Si analizamos cuál ha sido el desarrollo temporal del proceso normalizador de la actividad contable en el sector eléctrico, la primera referencia, que sirvió como punto de partida para la obtención de un modelo

de contabilidad, la encontramos en el artículo tercero del Decreto 1968/1969 de 16 de agosto de 1969 sobre nuevas tarifas eléctricas. La finalidad principal de este precepto, consistía en fomentar una mejora sustancial de la calidad de la información financiera que debían suministrar las empresas eléctricas, instando a las autoridades competentes a la discusión de modelo contable que sería aprobado por Orden de 30 de septiembre de ese mismo año. Si tenemos en cuenta la fecha en que se aprobó este primer intento normalizador, obviamente, este esquema no se ajustaba al Plan General de Contabilidad publicado casi cuatro años después.

Una vez aprobado el P.G.C. de 1973, se consideró conveniente establecer concordancias entre los criterios y principios en él recogidos, y los que debían regir el comportamiento contable del sector eléctrico. Así, en enero de 1975 se constituyó, en el marco de la entonces Comisión Central de Planificación Contable, un grupo de trabajo formado por expertos de las empresas eléctricas y funcionarios especializados de la Administración, con el fin de elaborar unas normas específicas de adecuación para este sector del P.G.C.<sup>134</sup>.

La adaptación definitiva para las empresas del subsector eléctrico del P.G.C. de 1973, se produjo a través de la Orden de 28 de abril de 1977, cuyo principal objetivo, tal y como se recogía en la introducción, era *«establecer cauces adecuados para introducir en esta industria una gestión moderna enfocada con previsiones lógicas que tomen por base la evolución científica en el campo energético y sus razonables consecuencias de orden tecnológico»*.

---

<sup>134</sup> La adaptación del P.G.C. de 1973 a sectores con una actividad económica especial, estaba prevista en el apartado 11 de la introducción de ese texto.

Las novedades más sobresalientes que aportó la citada norma fueron

- Se permitía la amortización de las instalaciones técnicas en montaje. Si bien se reconocía que este tipo de amortización no responde a depreciación física alguna, ya que aún están en curso y las asimila a las amortizaciones aceleradas, se justificaba la aplicación de este criterio por la obsolescencia tecnológica que sufre este sector. El inicio de la amortización se produciría cuando se hubiese invertido el 50% del importe total, aunque se reconocía cierta flexibilidad en este porcentaje, a tenor de las alteraciones de precios o a causa de programas adicionales que puedan introducirse.

- Consideraba «aceptable» que formasen parte del precio de adquisición de las instalaciones complejas especializadas, los intereses devengados (y demás gastos financieros) por los capitales recibidos en concepto de préstamos y empréstitos y por las operaciones de compra con pago aplazado. En consonancia con el principio del precio de adquisición y el de correlación de ingresos y gastos, la activación se permitía en tanto en cuanto el inmovilizado no entrase en funcionamiento, tal y como el P.G.C. ya reconocía.

- El P.G.C. de 1973 no admitía la posibilidad de actualizar la valoración de las deudas en moneda extranjera, sino que la modificación, de producirse, se recogía únicamente a la cancelación del crédito o deuda correspondiente. El Plan Sectorial permitió la actualización de los créditos y deudas al final de cada ejercicio, si bien indicaba que «deberán registrarse al final del ejercicio» sin aclarar si las diferencias de cambio debían llevarse a resultados o reflejarse en el balance<sup>135</sup>.

---

<sup>135</sup> Para un conocimiento más detallado del tratamiento de las diferencias de cambio en el P.G.C. de 1973 y la adaptación al sector eléctrico se puede consultar: Laínez (1988) y Larriba (1990).

La práctica habitual, en la medida que existiesen garantías de que las diferencias negativas pudieran recuperarse a través de ingresos futuros, consistió en contabilizarlas como un gasto a distribuir en varios ejercicios hasta el momento del vencimiento de la deuda. En el caso de las diferencias positivas de cambio, respetando el principio de prudencia, se reconocían como ingresos a distribuir en varios ejercicios reflejándose en la cuenta de resultados en el momento del vencimiento de la deuda (Rivero, 1990).

A pesar de la existencia de este texto como marco de referencia para el comportamiento contable del sector, en años sucesivos no fue el Instituto de Planificación Contable, sino el Ministerio de Industria y Energía quien estableció, amparándose fundamentalmente en su poder coactivo, los requisitos a cumplir en la presentación de la información financiera. En este proceso, resultó especialmente importante la Orden del Ministerio de Industria y Energía de 26 de abril de 1984 que entre otras cosas exigía a las empresas el cumplimiento, antes del 30 de julio de dicho año, de los siguientes requisitos:

- Elaboración por cada empresa de un sistema de información contable ajustado a los criterios que debía señalar la Dirección General de la Energía. Dichos criterios se desarrollaron a través de una Resolución de la Dirección General de la Energía de 10 de julio de 1984<sup>136</sup>.

- Elaboración y presentación de los siguientes estados financieros, individuales y consolidados, en su caso, con los de sus filiales y participadas:

a) Balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias y estado de cambios de la situación financiera para el ejercicio terminado en 31 de diciembre de 1983. Este cuadro modifica sensiblemente el modelo de cuadro de financiamiento contenido en el plan sectorial de 1977.

---

<sup>136</sup> Un análisis del contenido de esta norma, puede verse en el artículo de Vela (1987).



b) Los mismos estados financieros, pero establecidos con carácter previsional, para el ejercicio 1984.

- Se introducían nuevas definiciones de conceptos contables tradicionales, tales como los de inversión y endeudamiento, con lo que de hecho se dotaba a la información económica a suministrar por las empresas, de la uniformidad necesaria para un seguimiento más eficaz de su actividad.

Con la aprobación, del por entonces Nuevo Plan General de Contabilidad a través del Real Decreto (R.D.) 1643/1990 de 20 de diciembre, y a tenor del artículo 2 de dicho R.D. donde se recoge la obligatoriedad del Plan, la adaptación sectorial de las empresas eléctricas siguió, y sigue, en vigor en todo aquello que no se oponga a lo dispuesto en el Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas, disposiciones específicas y al propio P.G.Ĉ. (disposición transitoria segunda). A partir de ese momento, parece que la responsabilidad en los aspectos normativo-contables recaiga en el I.C.A.C., no en vano mediante Resolución de 15 de enero de 1991, constituyó un Grupo de Trabajo para la elaboración de un borrador de «Adaptación del Plan General de Contabilidad al Sector Eléctrico» tal y como se indica en la disposición final primera del R.D. 1643/1990<sup>137</sup>.

A la espera de la aprobación de ésta adaptación, la Ley 40/1994 de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional incluyó en su articulado algunas referencias en materia contable que consideramos conveniente hacer constar. Así, en el artículo 20.2, se indica que, sin perjuicio de la aplicación de las normas generales de contabilidad, para aquéllas empresas que realicen actividades sujetas a esta Ley o sus sociedades dominantes, el Gobierno podrá establecer las especialidades contables y de publicación de cuentas que se

---

<sup>137</sup> Para un análisis del estado en el que se encuentra la discusión del borrador véase Cabellos y Martínez (1993).

consideren adecuadas, de tal forma que se reflejen con nitidez los costes e ingresos de las actividades eléctricas y las transacciones realizadas entre sociedades de un mismo grupo, si alguna de ellas realizase actividades eléctricas en el mismo sistema integrado.

En este mismo punto, se indica que se concederá especial atención a la inclusión en las cuentas anuales de la información relativa a las actuaciones empresariales con incidencia sobre el medio ambiente, con el objetivo de integrar progresivamente los criterios de preservación del entorno en los procesos de decisión económica de las empresas. Este aspecto merece ser destacado ya que se trata de la primera ocasión en la que, de forma específica, se obliga a un sector empresarial a presentar información medioambiental en sus cuentas anuales.

Otras referencias contables incluidas en el citado artículo han sido:

- Las entidades deberán de explicar, en la memoria adjunta a las cuentas anuales, los criterios aplicados en el reparto de costes respecto a las otras entidades del grupo que realicen actividades eléctricas diferentes. Estos criterios deberán mantenerse y no se modificarán, salvo circunstancias excepcionales. Las modificaciones y su justificación deberán ser explicadas en la memoria anual al correspondiente ejercicio.

- Las empresas deberán proporcionar a la Administración la información que les sea requerida, en especial en relación con sus estados financieros, que deberá ser verificada anualmente mediante auditorías externas a la propia empresa. La obligación de información se extenderá, asimismo, a la sociedad dominante de la que realiza actividades eléctricas o a aquellas del grupo que realicen operaciones con la misma.

- Deberá incluirse información en las cuentas anuales, relativa a las actuaciones empresariales que se materialicen en proyectos de ahorro, eficiencia energética y de reducción del impacto medioambiental para los que se produzca la deducción por inversiones prevista en la presente Ley. Esta deducción se reconoce en la Disposición adicional decimoquinta, y afecta a las inversiones en activos fijos nuevos, a excepción de la inversión en terrenos, cuyo objetivo sea el de mejora medioambiental y el ahorro y la eficiencia energética en el ámbito del suministro de energía eléctrica.

Una vez analizadas las principales características de las normas contables que han incidido o inciden en las empresas eléctricas, consideramos necesario estudiar cuál es el efecto que sobre la información financiera que deban suministrar a terceros, tiene la aplicación de ésta normativa específica.

De la lectura de los estados contables del conjunto de empresas que forman parte del sector eléctrico, dos son los criterios de contabilización que en mayor medida afectan a su comprensión: i) la activación de las cargas financieras como mayor precio de adquisición de las instalaciones técnicas, y ii) las denominadas «periodificaciones propias del sector». Al análisis de estas particularidades contables, dedicamos los dos siguientes apartados.

#### **4.4.2 ACTIVACIÓN DE LAS CARGAS FINANCIERAS.**

Las características propias del negocio eléctrico, obligan a que las empresas que lo forman deban de realizar inversiones muy elevadas, lo que se traducirá, necesariamente, en la búsqueda y obtención de fuentes de financiación que les permitan llevarlas a cabo. Además, el período de construcción de los inmovilizados suele ser dilatado, lo que implica que durante ese intervalo temporal la empresa no obtendrá ingresos ya que el activo no habrá entrado en funcionamiento. La adecuada correlación entre

ingresos y gastos, que debe producirse cada ejercicio económico, aconseja que los gastos que se puedan imputar durante la fase de construcción del inmovilizado en curso, formen parte de su precio de adquisición y no tengan su reflejo en la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas. La imputación como gasto se producirá a través del proceso de amortización, a partir del instante en que las instalaciones estén en condiciones de entrar en funcionamiento. Desde ese momento, ya no se podrán incluir más gastos dentro del precio de adquisición del inmovilizado al existir una corriente de ingresos que estará en condiciones de absorber los gastos que se vayan produciendo.

De entre los gastos que se suelen incluir como mayor precio de adquisición de los inmovilizados, en el caso de las empresas eléctricas, mención especial merece la activación de los gastos financieros devengados por la financiación obtenida para su construcción. Al tratarse de empresas reguladas, la activación de estos gastos, o de cualesquiera otros, estará supeditada al reconocimiento expreso por parte de la Administración de que dichos gastos se recuperarán en el futuro a través de la tarifa, siendo saneados con cargo a pérdidas y ganancias en caso contrario.

Como norma general, sólo se admite la inclusión como mayor precio de adquisición de los gastos financieros devengados por deudas a largo plazo, tanto las deudas que se pueden considerar «específicas» como las denominadas «genéricas» (N.I.C. núm. 23, S.F.A.S. núm. 34 y núm. 62, A.E.C.A. Documento núm. 2 y P.G.C. norma de valoración núm. 2). En ninguna de estas normas se permite incluir como mayor valor del inmovilizado el coste de los recursos propios, por lo que, como hemos defendido con anterioridad, creemos que existe un agravio comparativo ya que la naturaleza de la financiación que la empresa ha decidido utilizar para sustentar la construcción de sus activos, no debería interferir en su proceso de valoración ni el reparto de la riqueza empresarial.

Estamos de acuerdo con Cea (1987, págs. 148-149) cuando afirma que *«la activación o diferimiento contable de las remuneraciones o los capitales financieros vinculados a las inversiones en curso debe ser completa, pues una solución amputada y circunscrita tan sólo a los costes financieros inherentes a las fuentes ajenas, introduce inevitablemente un sesgo importante en la información que se ofrece de estas empresas y, por tanto, una imagen no fiel, sino deformada»*. Esta postura es defendible ya que no sería lógico obtener financiación a través de fondos propios, y repartirles dividendos con anterioridad al momento en que las inversiones a las que están asociados puedan generar ingresos<sup>138</sup>. Al no aplicarse este razonamiento se favorece la financiación ajena frente a la propia, con los riesgos que esto puede entrañar en actividades como la eléctrica, debido a las ingentes cantidades de fondos que necesitan a lo largo de cada ciclo inversor.

#### 4.4.3 PERIODIFICACIONES PROPIAS DEL SECTOR ELÉCTRICO.

En el sector eléctrico, el regulador debe conjugar, al menos, tres principios básicos con el fin de asegurar la mejor prestación posible del servicio, a saber, i) minimización de costes, ii) recuperabilidad de las inversiones y, iii) estabilidad de la tarifa. La consecución de esta máxima presenta múltiples problemas al ser, en ocasiones, contradictorios entre sí los objetivos perseguidos.

Los ingresos que obtienen las empresas eléctricas vienen determinados por los componentes de costes que se incluyan en la tarifa, si bien hay que tener en cuenta que los costes que se computen serán los estándares. La razón por la que se utilizan los estándares y no los contables, radica en el objetivo propuesto por la Administración de minimizar los costes de la prestación del servicio ya que la aplicación con carácter general de un método a base de «costes pagados»

---

<sup>138</sup> Tal y como indicamos en 4.3.2 este criterio es el que se recoge en el S.F.A.S. núm. 71.

favorecería la ineficiencia del sector. Por otra parte, la recuperación de las inversiones realizadas por las empresas resulta indispensable para garantizar su subsistencia como suministradoras del servicio y, la estabilidad tarifaria, suele ser condición necesaria para el desarrollo de la política industrial y económica del Estado.

El mantenimiento del principio de estabilidad tarifaria será de difícil aplicación cuando las cuantiosas inversiones en curso, que mantienen las empresas del sector eléctrico, entren en funcionamiento. A partir de este instante, la integración en sus cuentas de resultados, tanto de los intereses de la financiación obtenida para su construcción, que hasta ese momento se integraban como mayor precio de adquisición, como de las dotaciones a la amortización de los inmovilizados ahora concluidos, puede generar un incremento del precio de la electricidad «no deseable» que influiría negativamente sobre gran parte de la economía nacional.

Esta circunstancia aconseja la utilización de algún mecanismo contable que aminore el impacto sobre la tarifa de la entrada en explotación de las instalaciones. En este sentido, un procedimiento que nos parece adecuado es el promulgado por el S.F.A.S nº 92 consistente en el diseño de planes de diferimiento de ingresos que mantengan el principio de recuperación de las inversiones y permitan remunerar adecuadamente a los capitales invertidos. Por consiguiente, el compromiso adquirido por el regulador determina la aparición de un activo constituido por los costes imputables contra los futuros ingresos.

Según esta norma, la validez de esta capitalización de costes, estará supeditada a la existencia de un plan formal de periodificación que especifique con claridad su calendario de recuperación y cuya duración no sobrepase los diez años. Si el regulador asume este compromiso, los importes diferidos no tendrán la consideración de gastos amortizables, es decir, de activo ficticio, y en

consecuencia, se incluirán en la cuenta de pérdidas y ganancias al mismo ritmo que se vayan reconociendo los ingresos a través de la tarifa<sup>139</sup>.

La normativa específica del sector eléctrico, en vigor en España desde la aprobación del denominado «Marco Legal Estable», reproduce fielmente el tratamiento dado en el S.F.A.S. nº 92. De acuerdo con el sistema de cálculo de la tarifa, uno de los principales componentes considerados es el coste estándar derivado de la inversión, que está formado por la amortización anual del valor actualizado bruto estándar de las instalaciones más la retribución del valor actualizado neto estándar que se calcula aplicando un tipo de interés real sobre dicho valor. Analíticamente, la denominada «anualidad financiera», tendrá la siguiente expresión (Huidobro, 1989, págs. 281-282):

$$A_t = \frac{K_0}{N} (1+H_t) + \left[ K_0 - \frac{t-1}{N} K_0 \right] (1+H_t) r_t \quad [4.2]$$

donde:

$K_0$  = Valor de la instalación en el momento de entrada en explotación

$(1+H_t)$  = Coeficiente de revalorización desde el momento 0 al año t

N = Periodo de vida útil de la instalación

$A_t$  = Anualidad de la instalación correspondiente al año t

$r_t$  = Tasa de retribución real

<sup>139</sup> En el caso español, hasta que no se reconocieron y formalizaron expresamente en el marco regulador, los diferimientos practicados fueron considerados como menor valor del neto patrimonial y ocasionaron la aparición de «salvedades» en los informes de auditoría (Maestre, 1990).

La anualidad financiera para cada instalación tendrá dos componentes: i) la amortización actualizada (se calcula dividiendo el valor actualizado de la instalación por el número de años de vida útil de ésta) y, ii) la retribución del valor actualizado neto a la tasa real (se calcula restando del valor actualizado de la instalación la amortización ya realizada en años anteriores, aplicando a dicho valor la tasa de retribución en términos reales, es decir, neta del efecto de la actualización).

La aplicación de la formulación anterior esta en armonía con los principios enunciados al inicio de este apartado y, además, cumple otras dos importantes propiedades que servirán para garantizar la estabilidad del sistema eléctrico.

La primera propiedad radica en el equilibrio que consigue en la tarifa eléctrica. Así, en el supuesto de que el valor real de las instalaciones permaneciese constante, la tarifa en términos reales no se modificaría. Por tanto, la recuperación de las instalaciones no sólo se realizará durante el período de vida útil de las mismas, sino también de forma uniforme. En definitiva, según sea la variación que se produzca en el servicio, la repercusión sobre los consumidores será de idéntica proporción.

La segunda propiedad de la formula consiste en que, para su cálculo, se necesita conocer sólo variables presentes o pasadas. En consecuencia, no será necesario realizar estimaciones sobre las revalorizaciones futuras de las instalaciones.



Los valores estándares brutos y netos, la vida útil de las instalaciones y el procedimiento para su actualización, se establecieron a través de la Orden de 29 de diciembre de 1987<sup>140</sup>. La Orden de 3 de diciembre de 1993 modificó el índice de actualización que transforma los valores estándares de las instalaciones, siendo desde ese instante la media entre el índice de precios al consumo y el índice de precios industriales del año correspondiente. En el segundo párrafo de ésta misma Orden, se establece que la tasa de retribución se determinará deflactando una tasa monetaria teniendo en cuenta el índice de actualización señalado con anterioridad. El tipo de interés monetario de referencia resultará de la mejor previsión del precio del dinero en los diferentes mercados de capitales en los que se desenvuelve el sector, bajo condiciones de una estructura financiera adecuada a la naturaleza de la actividad del sector. No obstante, la Orden de 15 de diciembre de 1995 establece que la tasa de retribución anual se obtendrá como una media de las correspondientes a los tres ejercicios anteriores al año en que se fija la tarifa, y de la tasa de retribución prevista para el año objeto de cálculo.

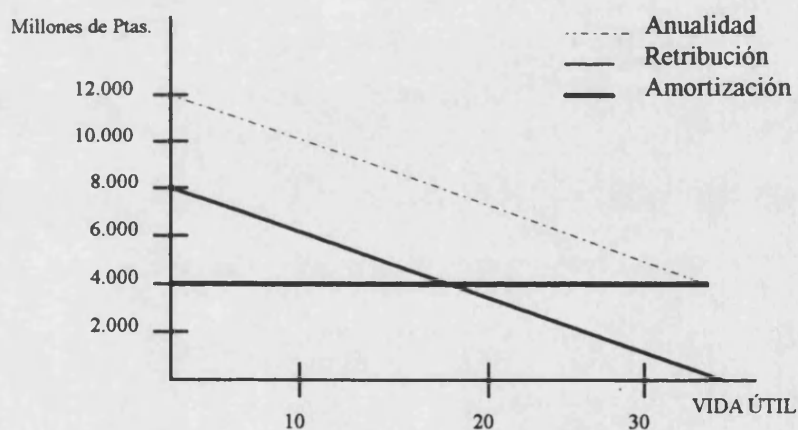
Desde el punto de vista contable, para el reconocimiento de los gastos en la cuenta de pérdidas y ganancias, las empresas implicadas no utilizan la anualidad financiera sino la «anualidad contable». En este concepto se incluirán las dotaciones por la amortización del inmovilizado, calculadas de forma lineal, y los intereses devengados durante el ejercicio por la financiación obtenida para la construcción de las instalaciones. Por consiguiente, ambas anualidades, financiera y contable, no son coincidentes en cada ejercicio aunque sí lo serán al final del periodo de vida útil total de la instalación (gráficos 4.1 y 4.2).

---

<sup>140</sup> En los anexos de las Ordenes del Ministerio de Industria y Energía de 5 de agosto de 1994, se recogen los valores estándares brutos y netos agregados correspondientes a las instalaciones que entraron en funcionamiento durante 1992 y 1993.

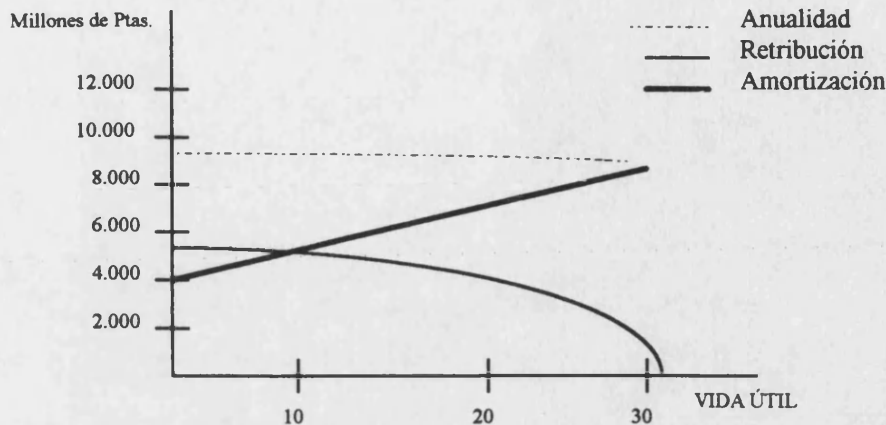
Si comparamos ambos métodos, se observa cómo en los primeros años de explotación la carga de costes contables supera el importe de los ingresos percibidos por tarifas. Paulatinamente se estrecha el déficit de ingresos, hasta que se entra una zona de superávit que se prolonga a lo largo del tiempo (gráfico 4.3). De esta forma, se produce una asimetría en la correlación de ingresos y gastos ya que la corriente de gastos queda perfectamente reflejada a través de la anualidad contable, mientras que no todos los ingresos devengados durante el ejercicio se incluyen en la tarifa debido al mecanismo de cálculo de la misma.

**GRÁFICO 4.1**  
**EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA ANUALIDAD CONTABLE**



**METODO CONTABLE**

**GRÁFICO 4.2**  
**EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA ANUALIDAD FINANCIERA**



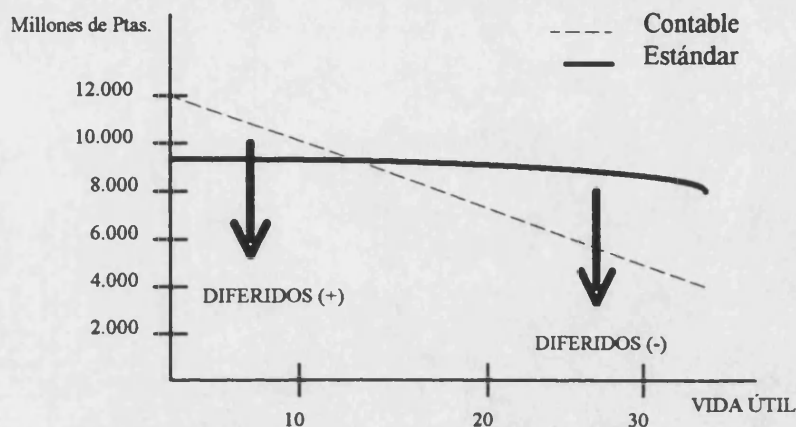
#### MÉTODO ESTÁNDAR

Estas diferencias, que tienen su origen en el índice de actualización, pueden ser mitigadas o eliminadas mediante el uso adecuado de los diferimientos, sin que ello perjudique el valor global de unos costes estándares que están cubiertos y garantizados por el principio de recuperabilidad. A estas diferencias se han de incorporar los intereses necesarios para financiar los propios diferimientos al tipo de interés monetario. Y ello no sólo por el principio de capitalización financiera que así lo aconseja cuando se pospone para el futuro la percepción de ingresos devengados y no cobrados, sino por los mayores gastos financieros que genera el nuevo endeudamiento necesario para cubrir la brecha de falta de ingresos.

Además, como indica Maestre (1990), la equivalencia entre los dos métodos es fácilmente demostrable al comprobar cómo la suma de las diferencias actualizadas al interés monetario entre el sistema contable de amortización lineal y el sistema estándar es igual a cero, o cómo el valor actualizado del flujo de déficits es igual al valor actualizado del flujo de superávits. Por lo tanto su efecto es neutral, ya que la suma acumulada del diferimiento técnico a pesetas corrientes se hace cero al finalizar la vida útil del

activo. En consecuencia, los dos métodos son económicamente equivalentes y financieramente indiferentes, al permitir la recuperación de la inversión histórica y la cobertura de los gastos financieros o costes de oportunidad que genera el proceso de su financiación.

**GRÁFICO 4.3**  
**COMPARACIÓN ENTRE EL MÉTODO CONTABLE Y ESTÁNDAR**



#### DIFERIMIENTO TÉCNICO

La existencia de estos diferimientos, hizo necesaria la aparición de unas cuentas especiales que recogiesen las correspondientes periodificaciones durante los primeros años de puesta en marcha de las explotaciones. En España, la Orden del Ministerio de Relaciones con la Cortes y de la Secretaría del Gobierno de 30 de diciembre de 1987 permite el reconocimiento del diferimiento de costes, previa autorización de la Dirección General de la Energía, durante los cinco primeros ejercicios de explotación comercial de las instalaciones de generación por un importe máximo anual equivalente al 110% de la amortización estándar anual de esas instalaciones y siempre que el incremento de deuda de cada ejercicio sea inferior a la inversión del año. Los importes así capitalizados habrán de amortizarse en un período inferior a doce años contados a partir de la fecha de puesta en explotación de la instalación

correspondiente. Este período, añade la Orden, podrá alargarse hasta veinte años previa autorización de la Dirección General de la Energía.

La aplicación de esta norma, limita el diferimiento teórico entre la anualidad contable y la financiera, tanto en el importe a diferir como en el plazo de recuperación. Sin embargo, con este sistema se consigue reducir el impacto en la tarifa de la entrada en funcionamiento de nuevas instalaciones y, al mismo tiempo, permite «alisar» los beneficios de las empresas eléctricas evitando fuertes oscilaciones que podrían alterar sus políticas de dividendos y de autofinanciación.

La naturaleza del diferimiento y su ubicación en el balance será la de un elemento de activo, si bien, en función del déficit o superávit que se produzca entre las corrientes de ingresos y gastos, la traslación a la cuenta de pérdidas y ganancias será distinta. Así, hasta alcanzar el punto de inflexión (véase gráfico 4.3), o cinco años de acuerdo con Orden de 30-12-87, la partida «Periodificaciones propias del sector eléctrico» se irá cargando, llevándose a ingresos del ejercicio su contrapartida. Por el contrario, a partir de este instante, las diferencias previamente activadas irán revirtiendo, imputándose como un gasto del ejercicio y abonándose la cuenta específica de activo.

## **CONCLUSIONES DE LA SEGUNDA PARTE.**

La ineficacia de las políticas intervencionistas durante las sucesivas crisis sufridas por los países desarrollados en los años setenta, motivaron un cambio de orientación en las políticas económicas de dichos países orientándose hacia la mejora de las condiciones de eficiencia y competitividad de los mercados. Este nuevo marco, no implica la desaparición de la intervención estatal, sino un giro en un sentido más «liberalizador», basado fundamentalmente en la regulación legal de los sectores productivos más que en la existencia de empresas públicas.

No obstante, la presencia del sector público como órgano regulador de determinadas actividades económicas no es un hecho de reciente aparición, sino que podríamos afirmar que es consustancial a la propia condición del Estado. La regulación económica tendrá como finalidad proteger los intereses de los consumidores, en el supuesto de que se encuentren en inferioridad de condiciones respecto a la obtención de un bien o servicio, procurar un incremento de la calidad de vida general del país, así como facilitar la provisión de información a los potenciales clientes de un bien o servicio.

Por tanto, una posible justificación para la intervención estatal, habrá que buscarla en la corrección de los denominados «fallos de mercado». Cuando en el mercado de competencia se produzcan imperfecciones, deberán analizarse teniendo en cuenta su frecuencia e importancia con el fin de implantar las medidas conducentes a la búsqueda del óptimo social. De entre los posibles mecanismos que puede utilizar el ente regulador, destacan: la fijación de tarifas sobre los precios de los bienes o servicios, el establecimiento de exigencias de calidad y condiciones del servicio, el control de los planes y programas de inversiones, las condiciones y canales de financiación, el número de empresas que pueden actuar en un sector y las condiciones de reversión de los activos empresariales al Estado.

Cualquiera que sea la opción de intervención por la que se decante el Estado, la regulación de la actividad económica de un sector empresarial generará un entorno jurídico, económico y social, «privativo» de las empresas que formen parte de él. Esta dependencia del ámbito normativo, incidirá en su gestión y las diferenciará del resto de empresas que actúen en mercados competitivos, viéndose afectada la determinación de algunas de sus magnitudes económicas. De éstas, la cifra de beneficios es quizás sobre la que en mayor medida influirá la reglamentación estatal, por lo que su cálculo merece un comentario adicional.

La empresa regulada estará condicionada por la obtención de un beneficio «aceptable», que le permita retribuir adecuadamente a su estructura financiera, así como autofinanciar las inversiones futuras que tenga que realizar. Si para alcanzar dicho beneficio depende de una tarifa impuesta por el regulador, ésta deberá cubrir tanto sus costes totales de producción, como la rentabilidad mínima requerida para que la empresa no abandone el negocio.

De entre los sectores considerados como regulados en una economía, el eléctrico presenta rasgos de monopolio natural, sobre todo en las fases de transporte y distribución. Esto implicará que el coste de la energía eléctrica será inferior en el caso de que exista una única red de transporte y distribución que si, por el contrario, cada empresa tuviese que construir su propia red. Por esta razón, y por su importancia en el devenir industrial de un país, la actividad eléctrica deberá someterse a regulación estatal. Además, hay que tener en cuenta que el suministro eléctrico se puede considerar como un bien compuesto ya que se produce a partir de distintas fuentes energéticas, por lo que deberá planificarse la estructura productiva de las unidades generadoras de electricidad, con el fin de compatibilizar su coste de producción y la seguridad en el suministro.

La evolución normativa del sector eléctrico español, en general, se ha distinguido por su carácter técnico y no siempre ordenado en el tiempo, al igual que por la fragmentación de sus reglas de funcionamiento. En este sentido, destacan los avances realizados durante la primera década de los ochenta para conseguir un modelo de regulación económica eficaz, que mejorase la estructura empresarial del sector, su eficiencia industrial y la seguridad del suministro. Los resultados de estas iniciativas se obtuvieron en la segunda mitad de esa década ya que, por primera vez, se instauró un nuevo marco tarifario en el que se contemplaban mecanismos que incrementasen la certidumbre de las empresas sobre el futuro del sector.

Sin embargo, la adopción en 1987 del «Marco Legal Estable» no parece que haya solucionado de forma definitiva todos los problemas del sector. La total recuperabilidad de las inversiones, la imposibilidad de reconocer en su totalidad todos los costes estándares en la determinación de la tarifa, la moratoria nuclear o el trato retributivo especial del que disfrutaba Endesa, han cuestionado los avances indudables obtenidos por el nuevo esquema reglamentario. Con la finalidad de solucionar algunos de estos problemas, y dotar al sector de un texto legal unificado, a finales de 1994 se promulgó la Ley de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional.

Esta norma pretende introducir elementos de competencia en la actividad eléctrica española, garantizando al mismo tiempo la seguridad en el suministro en las mejores condiciones de precio y calidad. Además, está en consonancia con el futuro mercado único de la energía europeo que supondrá mayores intercambios de electricidad, entre los países miembros, que los que se producen en la actualidad.

La existencia de un entorno económico específico, para aquellas empresas que formen parte de un sector regulado, tendrá su traslación al conjunto de principios y normas de valoración contable que deban regir la



elaboración de la información financiera. Ahora bien, en la emisión de normas contables aplicables a este tipo de empresas, conviene tener presente que el fin último de la información contable consiste en facilitar la toma de decisiones a sus potenciales usuarios.

Con el objetivo de preservar esta finalidad al establecer el sistema contable, la consideración del entorno económico no debe utilizarse como una «excusa» para promulgar un extenso compendio de normas específicas que podrían dificultar el entendimiento de las cuentas anuales a sus posibles lectores. Así pues, sólo deberán regularse contablemente aquéllos hechos económicos que supongan cambios sustanciales en la interpretación de algunas magnitudes financieras.

El cumplimiento de dos principios básicos en la mayoría de modelos de regulación económica, a saber, i) la recuperación de la inversión deberá producirse durante su período de vida útil, y ii) la obtención de unos ingresos actuales que iguallen el valor de la inversión computada según costes estándares, incidirá en el plano contable, fundamentalmente, en la aplicación de los principios del devengo y de correlación de ingresos y gastos. El respeto de estos principios en la determinación del beneficio de las empresas reguladas, implica que la corriente de ingresos y gastos contables no coincidirá con el nivel de recuperación de las inversiones a través de las tarifas (cuando estén sujetas a este mecanismo de intervención). Esta circunstancia propiciará la aparición en sus balances de activos o pasivos, según cuál sea el signo de la diferencia entre ambas corrientes.

La posibilidad de activar o diferir determinados costes, desde el punto de vista del inversor actual o potencial, no será lo más importante. Lo que realmente se considera relevante será el conocimiento del nivel de certidumbre acerca de la posible recuperación de dichos costes en el futuro, a través de las tarifas. En este sentido, el S.F.A.S. nº 92 introduce planes de periodificación de

costes para las instalaciones recién construidas, siempre y cuando se difieran de acuerdo con el organismo regulador y en función de un calendario de recuperación.

Uno de los aspectos que más controversia ha ocasionado en la normalización contable de las empresas reguladas, ha sido la activación del coste de los recursos propios como mayor precio de adquisición de las instalaciones técnicas en construcción. El S.F.A.S. nº 71 permite su inclusión, pero registrándose contablemente como ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias. Coincidimos con este criterio ya que la estructura financiera de que disponga la empresa no debería condicionar el proceso de valoración de sus activos. Ahora bien, la solución que propugna el S.F.A.S. nº 71 para la anotación contable de esta operación no parece que sea la adecuada. La opción de registro que debería utilizarse, sería aquella que reconociese como una futura obligación de pago los dividendos correspondientes a los recursos propios que se han ido utilizando durante el período de construcción de las instalaciones.

En España, por lo que respecta a la consideración en el sistema contable del entorno económico regulado, se ha optado por la adaptación sectorial del P.G.C. en cada actividad empresarial que así lo requiriese. En la actualidad, todas las adaptaciones existentes están referidas al P.G.C. de 1973. Para su adecuación al P.G.C. de 1990, únicamente se han constituido hasta la fecha, dos grupos de trabajo en el seno del Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuentas, uno para las empresas eléctricas y otro para el de las concesionarias de autopistas.

Al margen de este proceso planificador, los correspondientes organismos reguladores (Banco de España, Dirección General de Seguros, Ministerio de Industria, Ministerio de Economía y Hacienda, etc.) emiten normativa contable específica que complementa ciertos aspectos que no tengan un desarrollo

completo en el P.G.C., o que por modificarse las circunstancias del entorno económico que justificaban un tratamiento contable concreto conviene rectificar.

Si nos centramos en la evolución normativo-contable del sector eléctrico, ésta ha venido ligada a los cambios que se han producido en la atribución para emitir las normas por parte de los organismos competentes. Inicialmente, fue el Ministerio de Industria el encargado de procurar un conjunto de reglas que facilitasen la elaboración de la información contable. Con la emisión en 1977 del P.G.C. adaptado a este sector, parecía que el protagonismo normativo lo obtenía el Instituto de Planificación Contable. Sin embargo, de nuevo fue el Ministerio el encargado durante los años posteriores de la emisión de normas contables, tendencia que se quebró al aprobarse el P.G.C. de 1990. Actualmente, y a la espera de la adaptación contable para el sector, sigue siendo el Ministerio de Industria el encargado de su normalización contable.

La finalidad primordial de la regulación contable en el sector eléctrico, consistirá en fomentar una mejora sustancial de la calidad informativa de los estados financieros de las empresas. Prueba de esta preocupación, es la inclusión en el articulado de la L.O.S.E.N., de una serie de referencias contables que permitan incrementar el contenido informativo de las cuentas anuales. A este respecto, destaca la obligación de presentar información en la memoria sobre aquéllas actuaciones empresariales que tengan incidencia directa sobre el medio ambiente, con el objetivo de integrar progresivamente los criterios de preservación del entorno en los procesos de decisión económica de las empresas.

En el sector eléctrico, la regulación económica persigue tres objetivos básicos: la obtención de energía eléctrica al mínimo coste posible, la recuperación de las inversiones realizadas por las empresas y la estabilidad de

la tarifa. Estas metas, que pueden ser contradictorias entre sí, influirán sobre ciertas partidas contables.

En la valoración de las instalaciones eléctricas en construcción se incluirán los intereses de la financiación ajena específica y general que se este utilizando, siempre y cuando la Administración haya expresado su voluntad de que serán recuperados a través de futuras tarifas. De esta forma se conseguirá alisar la cifra de beneficios, ya que mientras el inmovilizado este en construcción, los gastos financieros devengados no mermarán el resultado.

Además, al no coincidir los costes estándares que se tienen en cuenta para la determinación de la tarifa con los gastos que se incluirán en la cuenta de pérdidas y ganancias, surgirán las denominadas «periodificaciones propias del sector». La ubicación de esta partida en el balance dependerá de cual sea su saldo, siendo lo habitual que se trate de un gasto a distribuir en varios ejercicios, que se irá imputando como gasto a la cuenta de resultados en la misma proporción que se generen los ingresos reconocidos en la tarifa.

Como conclusión general, quisiéramos indicar que la relación entre regulación económica y normalización contable debería estar presente cuando hubiese que analizar las posibles consecuencias que un cambio en las condiciones del entorno económico, jurídico, fiscal o social, pudieran tener sobre la información financiera que las empresas reguladas deben de elaborar. Convendría validar cuál es la capacidad de aclimatación del modelo contable actual a la nueva situación, antes que proceder a la emisión de normativa «a medida» bajo el pretexto de facilitar la toma de decisiones a los usuarios.

## TERCERA PARTE

### EVIDENCIA EMPÍRICA RELACIONADA CON LA EMISIÓN DE NORMATIVA ESPECÍFICA PARA LA CONTABILIZACIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO

*«El estudio de las cuentas anuales de una compañía importante facilitará, a un accionista inteligente, una buena perspectiva de las tendencias reinantes en un sector determinado».*

*Paul L. Morrison*

(Reports to Stockholders. The Accounting Review, vol. X, 1935).

## **INTRODUCCIÓN A LA TERCERA PARTE.**

El progreso de las instituciones europeas a lo largo de las dos últimas décadas en el plano económico, político o social muestra el interés de los países ante el reto que representaba la Europa Unida. Uno de los aspectos fundamentales de ese futuro en común pasa por el establecimiento de una moneda única, objetivo que favorecería la equiparación de las políticas económicas que los países y consolidaría definitivamente a Europa como uno de los bloques económico-financieros más importantes del mundo. La instauración a finales de los años setenta del Sistema Monetario Europeo, se ha considerado como una de las piedras angulares sobre las que descansa este proyecto. A través de este Sistema, se estableció un mecanismo de control de los tipos de cambio para que la fluctuación entre las monedas que lo integrasen fuera la menor posible.

Sin desmerecer las ventajas y éxitos que se le puedan imputar a este sistema de intervención, lo cierto es que una de sus principales deficiencias ha sido su falta de operatividad para defender a las divisas que lo forman ante cualquier ataque de carácter especulativo. Como muestra de esta crítica, ha resultado especialmente virulenta la crisis cambiaria que se inició en el verano de 1992 y que en el caso de la peseta se ha saldado, hasta el momento, con la devaluación de nuestra moneda en cuatro ocasiones.

El efecto que esta crisis ha tenido sobre el volumen de negocio de las empresas españolas estará en función de la naturaleza importadora o exportadora de las mismas, así como de la moneda con la que realicen la mayor parte de sus operaciones. No obstante, en el caso particular en que las empresas estuviesen financiando parte de sus activos con monedas diferentes a la nacional, la evolución desfavorable de la cotización de nuestra divisa generó un considerable incremento de los compromisos de pago futuros por la deuda contraída, en ausencia de instrumentos de cobertura del riesgo de cambio. En

este sentido, y debido a los elevados tipos de interés que existían en nuestros mercados a partir de la segunda mitad de los años ochenta, en comparación a los de otros países, hubo algunas empresas (sobre todo de gran tamaño) que decidieron recurrir a la financiación en moneda extranjera con el fin de reducir la carga financiera que soportarían sus cuentas de resultados de acudir a las condiciones imperantes en el sistema financiero español,

Entre las empresas que optaron por esta vía de financiación destaca la presencia de algunas, sobre todo las del sector eléctrico, cuya actividad está regulada por el Estado y que necesitan disponer de cuantiosos recursos para poder financiar sus elevados niveles de inversión. Las devaluaciones de la peseta tendrían efectos directos sobre la cuenta de pérdidas y ganancias de estas empresas ya que se iba a generar un volumen considerable de diferencias negativas de cambio que de reconocerse como gasto financiero en el ejercicio en que se produjeran, afectarían sustancialmente a la cifra de beneficios de las empresas reguladas. En este sentido, y con el fin de que las tarifas no incluyesen en un único ejercicio el impacto de las devaluaciones, debido al sobrecoste que esto ocasionaría, la autoridad gubernamental decidió emitir una normativa específica que permitiese periodificar las diferencias de cambio en función de los vencimientos de las deudas que tuviesen las empresas afectadas.

Precisamente, el contenido de la tercera parte de esta tesis girará en torno al efecto que esos dos acontecimientos (devaluaciones de la peseta y emisión de la nueva normativa contable) tuvieron sobre las empresas reguladas. En el fondo de la cuestión subyace el debate abierto acerca de la utilidad real que la norma emitida hubiese tenido para mejorar la toma de decisiones de los inversores. Para confirmar este hecho, se han planteado dos tipos de estudios empíricos; por una parte hemos utilizado datos contables de las empresas afectadas con el fin de analizar como se ha visto modificada la estabilidad de sus beneficios (antes y después de la emisión de la norma contable), y por otra parte se ha recurrido a datos bursátiles para observar cuál

fue el comportamiento de los precios de mercado de los títulos ante las devaluaciones de la peseta y la emisión del nuevo criterio contable. Con la realización de ambos trabajos empíricos se pretende poner de manifiesto el grado de adecuación existente entre las necesidades reales de regulación contable y el criterio adoptado por el organismo regulador.

El capítulo quinto (primero de los dos capítulos que forman esta tercera parte) se subdivide en cuatro apartados. En primer lugar, examinaremos los antecedentes y la evolución reciente del Sistema Monetario Europeo, así como los principales acontecimientos que se produjeron a raíz de la peor crisis por la que ha atravesado este organismo desde su constitución. En segundo lugar, desarrollaremos el tratamiento contable de las diferencias de cambio para las empresas reguladas, mencionando por una parte el régimen específico aplicable al sector eléctrico y por otra la normativa disponible para el resto de sociedades a las que, asimismo, se las dotó de un criterio de contabilización particular.

En tercer lugar, analizaremos el efecto de las devaluaciones sobre la información financiera que las empresas deben de elaborar. Para ello hemos examinado la incidencia de estos acontecimientos en la estructura financiera de la empresa., así como cuantificado el montante de diferencias negativas de cambio que se hayan activado. No obstante, por la incidencia que la norma podía tener sobre los beneficios de las empresas reguladas, gran parte de nuestro interés se ha centrado en analizar la evolución de esta magnitud a lo largo de los ejercicios económicos en los que se produjo la mayor inestabilidad de nuestra divisa.

Por esta razón, y en cuarto lugar, nos cuestionamos cuál había sido el efecto real de la norma sobre la estabilidad de los beneficios. Con el fin de comprobar la capacidad que ha tenido para lograrlo, hemos realizado un estudio empírico en el que contrastamos cuál ha sido la evolución de la



variabilidad de los beneficios trimestrales, antes y después del ejercicio en que resultó aplicable el nuevo criterio contable. En este estudio, la muestra de empresas que hemos utilizado estaba formada únicamente por aquellas empresas reguladas que cotizaban en bolsa, ya que eran las únicas que disponían de regulación específica que las obligaba a presentar información contable de carácter periódico.

En el sexto y último capítulo, nos proponemos contrastar empíricamente cuál ha sido el efecto que la emisión de la Orden Ministerial de 12 de marzo de 1993, sobre la contabilización de las diferencias negativas de cambio en determinadas empresas reguladas, ha tenido sobre los precios de mercado de éstas sociedades. A través de este estudio trataremos de confirmar la oportunidad de la citada norma y su impacto real sobre las expectativas de los inversores. En este sentido, el contraste realizado no sólo se ha planteado para la emisión del nuevo criterio sino que también se ha estudiado el efecto que las tres primeras devaluaciones tuvieron sobre los precios de los títulos. El estudio del impacto de la tercera de ellas, tiene un interés especial ya que en ese instante la nueva norma contable era de aplicación y, en cierto modo, podía servir como referencia para establecer si la misma había reducido el efecto sobre los precios de mercado de la inestabilidad cambiaria.

El desarrollo del sexto capítulo lo hemos subdividido en cinco apartados. En el primero presentamos tanto los objetivos fundamentales del estudio empírico como la estructura de los datos bursátiles que se han utilizado para su realización. Las cuestiones relacionadas con los aspectos metodológicos del trabajo empírico se abordarán en el segundo apartado. En este sentido, la metodología que se utiliza en este tipo de estudios, denominados *event studies*, parte de la base de que existe un suceso, debidamente identificado, que puede tener algún efecto sobre la rentabilidad de los valores cotizados. Para contrastar cuál ha sido el alcance real del evento sobre los títulos, se estiman, mediante el modelo de mercado, las rentabilidades que se podrían considerar como

teóricas, para compararlas posteriormente con las realmente obtenidas a lo largo de un intervalo de tiempo, previamente definido, en torno a la fecha en que se produjo el suceso que se pretende analizar.

En el tercer apartado se presentan los resultados que se han obtenido a partir de la aplicación de la metodología utilizada. En primer lugar se detallan los valores alcanzados para los coeficientes estimados del modelo de mercado. En segundo lugar, y para cada uno de los períodos de contraste, se presentan los gráficos de las rentabilidades anormales medias acumuladas que se han calculado tanto para todas las empresas que forman la muestra como para los dos subgrupos en los que la dividimos (teniendo en cuenta qué empresas habían utilizado o no el nuevo criterio contable para las diferencias negativas de cambio). A este respecto, la significatividad de las rentabilidades anormales que se hayan obtenido en cada período concreto, se ha contrastado a partir de la distribución de probabilidad de un estadístico específico, con lo que la interpretación que se les pueda dar a los resultados gráficos ganará en precisión y objetividad.

Entre las hipótesis que se deben de cumplir para que los resultados obtenidos en la estimación de los parámetros del modelo sean consistentes, destaca la de que los valores de las betas calculadas para cada uno de los períodos se mantendrán constantes durante todo el intervalo de predicción. Para contrastar cuál ha sido la estabilidad de los parámetros estimados, en el cuarto apartado se plantea un análisis estadístico de la misma a partir del test de *Chow*.

Por último, la tercera parte finalizará con las principales conclusiones a las que hemos llegado después de analizada la evidencia obtenida a través de los resultados de los dos trabajos empíricos.

## **CAPÍTULO V**

### **EFFECTOS DE LA CRISIS DEL S.M.E. SOBRE LAS EMPRESAS REGULADAS**

## 5.1 ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO.

La búsqueda de un espacio económico y financiero común para todos los países europeos ha sido una constante desde que se constituyese en 1957 la Comunidad Económica Europea. El relato detallado de las vicisitudes por las que ha atravesado este proceso desde aquel instante hasta nuestros días, aunque sin duda interesante, no supone el objetivo primordial de este capítulo. Sin embargo, consideramos oportuno mencionar los principales acontecimientos y consecuencias que se derivan de uno de los retos más importantes a los que se enfrenta Europa desde hace varias décadas<sup>141</sup>. Además, el estudio de la evolución experimentada durante esta etapa resulta conveniente para comprender la fragilidad del propio proceso.

En general, se considera que el primer intento serio por parte de la Comisión Europea para establecer una Unión Económica y Monetaria, se produjo en 1969 con la publicación del primer plan *Barre* (su denominación se debe a que lo elaboró el por entonces Vicepresidente de la Comisión, Raymond Barre). La Comisión consideró que la consecución de este objetivo se podía implantar en tres etapas: una preliminar a la instauración de una unión económica y monetaria (1970-1971); una etapa preparatoria de la unión económica y monetaria (1972-1975); y, por último, el período en el que se produciría la creación definitiva (1976-1978). A pesar de este calendario, se reconoció la necesidad de conceder cierta flexibilidad en los plazos con el fin de que los países pudiesen adaptarse eficazmente a dichas etapas<sup>142</sup>.

---

<sup>141</sup> Para un estudio retrospectivo del largo camino recorrido por Europa hasta la aprobación del Tratado de la Unión, puede consultarse Conthe (1992).

<sup>142</sup> Entendemos que la «flexibilidad» a la que se refería la Comisión ha sido ampliamente sobrepasada, y sin querer adelantarnos a comentarios posteriores sobre el futuro del Tratado de la Unión, esta situación debería cuando menos hacernos reflexionar.

La concreción de las medidas necesarias para el logro de este objetivo unificador se estableció en el denominado informe *Werner*. En este documento se propugnaba, muy especialmente, una armonización de las políticas monetarias y el estrechamiento de los márgenes de fluctuación entre las monedas europeas, precisando que el objetivo a largo plazo era llegar a una total convertibilidad y estabilidad de las divisas comunitarias, y a una completa libertad de circulación de capitales. A pesar de su urgente necesidad, el plan de reforma que debería de haber seguido al informe *Werner* no se desarrolló debidamente. En años posteriores, y como un instrumento para estabilizar las excesivas fluctuaciones de las monedas europeas, se implantó un mecanismo que limitase las variaciones de las divisas europeas respecto a sí mismas y al dólar, en un primer momento, para con posterioridad, utilizar únicamente la restricción sobre las fluctuaciones de las propias monedas europeas<sup>143</sup>.

La ineficacia de los mecanismos adoptados para conseguir una mayor estabilidad monetaria en Europa, junto a la necesidad de establecer medidas que permitiesen un crecimiento económico duradero y redujeran las disparidades regionales de los países comunitarios, estimuló la creación del *Sistema Monetario Europeo* (S.M.E.). Instaurado en marzo de 1979, sus objetivos básicos pueden concretarse en tres: i) favorecer el establecimiento de una zona de estabilidad monetaria interna y externa en Europa, ii) instituir un marco adecuado para la mejora de la cooperación económica entre los Estados miembros, y iii) contribuir a la reducción de la inestabilidad monetaria mundial mediante una actuación común frente a terceras monedas.

---

<sup>143</sup> A este dispositivo estabilizador, verdadero banco de pruebas para el futuro Sistema Monetario Europeo, se le denominó «Serpiente Monetaria Europea». Para un análisis de su influencia sobre el desarrollo futuro de la integración monetaria en Europa, puede consultarse Fernández y Santillán (1995).

Además de estas metas específicas, se definió como objetivo final del proceso la convergencia hacia una Unión Monetaria. Para poder cumplir sus fines, se dotó al S.M.E. de dos instrumentos básicos:

- El sistema de intervención en el mercado de cambios. Su principal cometido consiste en resistir las presiones especulativas ejercidas sobre el mercado de divisas de la, por entonces, Comunidad Económica Europea. En su origen, este mecanismo estableció un sistema de tipos de cambio cuasi-fijos entre todas y cada una de las monedas sujetas a él. Los bancos centrales se comprometían a intervenir en el mercado de cambios, garantizando así, que el tipo de cambio de sus respectivas monedas no se apreciase o depreciase en más de un 2,25% (un 6% para la lira italiana en aquellos momentos) respecto a los tipos de cambio centrales acordados entre todos los países.

- El E.C.U.<sup>144</sup>. Es una cesta de monedas ponderadas en función de una serie de criterios cuya utilidad estriba, además de utilizarse como unidad de cuenta en el mecanismo de tipos de cambio y denominador de las operaciones en los mecanismos de intervención y crédito, en actuar como activo de reserva y medio de pago de los bancos centrales del S.M.E..

Desde la constitución del S.M.E. siempre ha existido una viva polémica acerca de su capacidad real para mejorar la estabilidad cambiaria en Europa, así como de su disposición para coordinar y estimular la convergencia nominal de los países comunitarios y servir como elemento vertebrador en la transición hacia una moneda única. Si hubiese que enjuiciar el papel que ha desempeñado en la reducción de las fluctuaciones de los tipos de cambio, se puede considerar

---

<sup>144</sup> En la reciente Cumbre de Madrid, celebrada los días 15 y 16 de diciembre de 1995, se acordó la modificación del nombre de la futura moneda única europea, denominándose a partir de este instante como *Euro*.

que se observa una marcada disminución en la inestabilidad cambiaria de los países participantes en el sistema de intervención<sup>145</sup>.

No obstante, si analizamos la génesis del S.M.E., en sus trece años y medio de existencia contados hasta el «jueves negro» (17-9-92), se produjeron 13 reajustes en los tipos centrales bilaterales, es decir, en media, algo más de un reajuste por año<sup>146</sup>. Si tenemos en cuenta que desde 1987 hasta 1992 no se había producido ningún realineamiento, observamos que en los primeros años de funcionamiento del Sistema los reajustes eran relativamente habituales y sólo en el último período han sido contemplados como excepcionales. Cabe preguntarse, si esa estabilidad cambiaria se produjo gracias al Sistema, o si se vio favorecida por un ciclo expansivo en las economías de los países miembros.

Quizás ambas circunstancias la propiciaron, pero lo cierto es que a partir de 1990, y coincidiendo con la reunificación alemana y la recesión en los países occidentales, se inició un período de inestabilidad cambiaria que ha desembocado en la peor crisis por la que ha atravesado el Sistema desde su constitución, hasta el punto de discutirse en los foros comunitarios su suspensión temporal e incluso su eliminación<sup>147</sup>. A este respecto parecen proféticas las palabras de Alain Jean (1991, pág. 70): «Sin duda existen numerosos puntos del S.M.E. que podrían aún perfeccionarse; nadie duda de esto, si bien muchos prefieren esperar, pero el verdadero punto débil es que podría estallar, si se diera una grave crisis».

---

<sup>145</sup> En Santillán (1994) se analiza la capacidad que ha tenido el S.M.E. para cumplir los objetivos prefijados.

<sup>146</sup> Para una relación detallada de los realineamientos producidos, así como de las depreciaciones efectivas, véase Ayuso y Jurado (1995, pág. 34).

<sup>147</sup> Aunque en el siguiente epígrafe nos referiremos a la crisis por la que atraviesa el S.M.E., para un análisis de los principales determinantes de la misma, pueden consultarse, entre otros, los trabajos de Ontiveros et al. (1992, págs. 5-14), Toral (1992), Morales-Arce (1992) y Marco (1994).

Con anterioridad a la crisis del S.M.E., concretamente el 7 de febrero de 1992, se suscribió en la localidad holandesa de Maastricht el Tratado de la Unión Europea<sup>148</sup>. En este complejo texto se procede a la más importante revisión de los Tratados constitutivos de las Comunidades hasta ahora verificada, superando los logros alcanzados por el Acta Única Europea de 1986. A pesar de que el Tratado versa sobre multitud de aspectos a lo largo de sus cinco partes, en concreto, en el Título VI de la tercera parte, se incluyen los pasos a seguir para alcanzar la Unión Económica y Monetaria. Esta última se establece a través del cumplimiento de tres fases, que los países miembros deberán superar con el fin de formar parte de la futura Unión (véanse artículos 104, 105 y 109 del Tratado).

La confianza que parecían transmitir los dirigentes políticos europeos con la firma del Tratado, pareció diluirse con la virulencia de la crisis del S.M.E. en el verano de 1992. Aunque el proceso unificador se declaró irrevocable, a partir de ese instante se cuestionó su factibilidad en los plazos previstos y, lo más importante, se admitió la posibilidad de que sólo unos pocos países estuviesen en condiciones de acceder a la tercera fase, al menos a medio plazo. Desde esas fechas, los criterios de convergencia enunciados en el Tratado, que sirven como indicadores para establecer qué países podrán alcanzar el reto de la moneda única<sup>149</sup>, no han dejado de demostrar lo que a

---

<sup>148</sup> En cierto modo, se puede argumentar como un posible origen de la crisis cambiaria la aprobación del citado documento. Las incertidumbres políticas existentes en varios países comunitarios acerca del contenido del Tratado, unido a un elevado grado de escepticismo sobre la viabilidad del proyecto de unidad monetaria europea en los plazos acordados, fomentaron un clima «enrarecido» en los mercados de divisas que fue generando un ambiente especulativo sobre las monedas más débiles del mecanismo de cambios.

<sup>149</sup> Los criterios para evaluar si los países alcanzan el grado de convergencia necesario para acceder a la tercera fase, incluidos en dos Protocolos del Tratado, son:

- *Inflación*: el país solicitante deberá tener una inflación que no exceda en más de 1,5 puntos la media de los tres países más estables.
- *Déficit público*: no deberá exceder el 3% del Producto Interior Bruto a precios de mercado.
- *Endeudamiento*: la deuda total de las administraciones públicas no sobrepasará el 60% del Producto Interior Bruto.
- *Tipos de interés*: los tipos de interés a largo plazo no excederán en más de dos puntos de la media de los vigentes en los países con inflación más baja.



algunos les parecía evidente a principios de 1992, a saber, la existencia un mínimo grupo de Estados que sí cumplirán los requisitos, mientras que la mayor parte quedarían descolgados de la futura Unión Económica y Monetaria.

Las circunstancias antedichas han originado una revisión de los plazos y los medios que deben de utilizarse para conseguir dicho objetivo. En este sentido, en la pasada Cumbre celebrada en Madrid a finales de 1995 se produjo un considerable avance en el compromiso de las partes por facilitar el proceso de integración monetaria<sup>150</sup>. Sin embargo, lo que parece evidente, a la vista de la tabla 5.1, es que únicamente Alemania y Luxemburgo estaban, a finales de 1995, en condiciones de cumplir los requisitos de Maastricht. Asimismo, se pueden establecer otros tres grupos de países con diferentes perspectivas de cumplimiento de los objetivos; al primer grupo, que se le suele denominar el núcleo «duro», y formado por Holanda, Austria, Bélgica y Francia, le faltaría poco para cumplir las condiciones, pero presenta desviaciones en sus finanzas públicas respecto a los umbrales máximos de déficit y deuda pública; el segundo grupo lo formarían los países escandinavos, donde el único Estado con posibilidades sería Dinamarca; un tercer grupo lo integraría el bloque anglosajón, donde el país que está en mejores condiciones sería Irlanda (con un único incumplimiento); por último, el cuarto grupo estaría formado por los denominados países periféricos (Italia, España, Portugal y Grecia), que serían los que en peor situación se encontrarían (sobre todo, Italia) para acceder a la futura Unión Económica y Monetaria.

---

- *Tipos de cambio*: cada país habrá observado, sin tensiones graves y durante por lo menos los dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el mecanismo de cambios del SME. En concreto, no habrán devaluado durante el mismo período, por iniciativa propia, el tipo central bilateral de su moneda respecto de la de ningún otro Estado miembro.

<sup>150</sup> En Ontiveros et al. (1996) se transcriben y comentan las principales conclusiones de esta Cumbre europea.

**TABLA 5.1**  
**GRADO DE CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA**  
**DE MAASTRICHT EN DICIEMBRE DE 1995**

PAIS	INFLACIÓN	TIPOS DE INTERÉS	DEFICIT PÚBLICO	DEUDA PÚBLICA	TIPOS DE CAMBIO	NO CUMPLE
Bélgica	1,5	6,7	4,5	133,7	NO	3
Dinamarca	1,9	7,2	2,0	73,6	NO	2
Alemania	1,5	6,1	3,6	58,8	SI	1
Grecia	8,1	—	9,3	114,4	NO	5
España	4,3	10,0	5,9	64,8	NO	5
Francia	2,1	6,8	5,0	51,5	NO	2
Irlanda	2,4	7,4	2,7	85,9	NO	2
Italia	5,8	11,2	7,4	124,9	NO	5
Luxemburgo	1,3	6,7	-0,4	6,3	NO	1
Holanda	1,6	6,1	3,1	78,4	SI	2
Portugal	3,9	10,3	5,4	70,5	NO	5
Reino Unido	3,2	7,7	5,1	52,5	NO	3
Austria	1,9	6,5	5,5	68,0	SI	2
Finlandia	0,3	7,4	5,4	63,2	NO	3
Suecia	2,2	8,6	7,0	81,4	NO	3
REFERENCIA	2,5	8,7	3,0	60,0	—	-

Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

En definitiva, el futuro del *Euro* no parece todo lo previsible que las autoridades europeas quisieran. De hecho, entre los diferentes países que forman la Unión, existen problemas estructurales que dificultan la consideración conjunta de sus respectivas economías. Una duración prolongada de esta situación podría ocasionar elevados niveles de incertidumbre económica y política que en cualquier instante se podría traducir en nuevas crisis cambiarias. Por tanto, y en nuestra opinión, la conclusión del proceso

integrador debería de producirse en los plazos establecidos sin nuevas dilaciones, a pesar de que no todos los países puedan formar parte de la Unión Monetaria, ya que ello revestiría de seriedad y seguridad a los futuros pronunciamientos que emitiesen los organismos comunitarios correspondientes y, además, generaría la necesaria tranquilidad que debe de reinar en los mercados de cambios. No obstante, el camino que queda por recorrer no parece que puede considerarse como sencillo, sino más bien complejo y comprometido, y sólo el tiempo determinará los errores y aciertos cometidos hasta la consecución del fin último.

## **5.2 LA RECIENTE CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO.**

Como ya hemos indicado en el epígrafe anterior, y aunque no se menosprecian las ventajas que se deducen de la existencia del S.M.E., uno de los principales inconvenientes que se le puede achacar será su capacidad real para resistir movimientos especulativos a escala internacional contra una o varias de las monedas que formen parte de él. Después de una etapa de relativa tranquilidad iniciada en 1987, a partir de 1990 el Sistema vuelve a dar signos de inestabilidad cambiaria, que se fueron acrecentando a medida que la crisis económica en los países comunitarios se fue acentuando. A lo largo de 1991, y en especial con la aprobación del Tratado de la Unión a finales de diciembre en Maastricht, parecía que los malos presagios que los llamados «euroescépticos» aventuraban, y los inconvenientes que los británicos planteaban, podían quedar anulados ante el reto de una Unión Económica y Monetaria.

No obstante, la aplicación del citado Tratado no iba a ser automática, por cuanto con anterioridad a su entrada en vigor debería de ser ratificado por los Parlamentos de cada uno de los Estados miembros de la Comunidad. En este sentido, y dado que algunos de ellos se reservaron el derecho a convocar un referéndum nacional, en concreto, Dinamarca, Irlanda y Francia, podía

suponerse que, con bastante probabilidad, surgirían inconvenientes para la ratificación del texto legal.

Además de esas restricciones, algunos de los Estados miembros no optaron por una vía rápida de ratificación sino que la debatieron lentamente, o incluso se presentaron recursos para impedirlo<sup>151</sup>. La indecisión que creó la lentitud parlamentaria, unida al incremento de incertidumbre que los mercados de divisas ya estaban descontando debido a la desfavorable situación económica europea y el mantenimiento de unas paridades irreales, provocó movimientos especulativos de capitales durante la primera mitad de 1992 que ocasionaron las primeras inestabilidades en los tipos de cambio<sup>152</sup>.

A estos problemas, de por sí preocupantes, se les unió la inseguridad generada en torno al Referéndum que debía de celebrarse en Dinamarca el 2 de junio de 1992. Los resultados de esta consulta confirmaron las sospechas: el pueblo danés con el 50,7% de los votos se manifestó en contra del Tratado, lo que al parecer se consideró como uno de los principales detonantes de la subsiguiente crisis cambiaria. El mercado de divisas entendió que la futura Unión Monetaria adolecía de credibilidad, ya que existían determinados problemas estructurales que estaban pendientes de resolver, por lo que se estimaba que era muy improbable que el Tratado entrase en vigor el 1 de enero de 1993<sup>153</sup>. Tras dos meses (junio y julio) de esporádicos sobresaltos, pero de

---

<sup>151</sup> En el Reino Unido, el senador Lord Rees-Mogg, presentó una demanda ante el Tribunal Supremo por entender que existían irregularidades legales y constitucionales en el proceso de ratificación. Finalmente, el 2 de Agosto de 1993, el Reino Unido ratificó el Tratado pocas horas después de que el citado senador anunciase que no apelaría la decisión del Supremo de desestimar su demanda. A pesar de ello, se tardaron 15 meses en ratificar el Tratado.

<sup>152</sup> Una circunstancia que vino a agravar las fluctuaciones de las monedas durante este período, fue la relajación que se produjo en muchos países con respecto a las medidas de control de cambios existiendo, de hecho, cuasi-plena libertad de capitales.

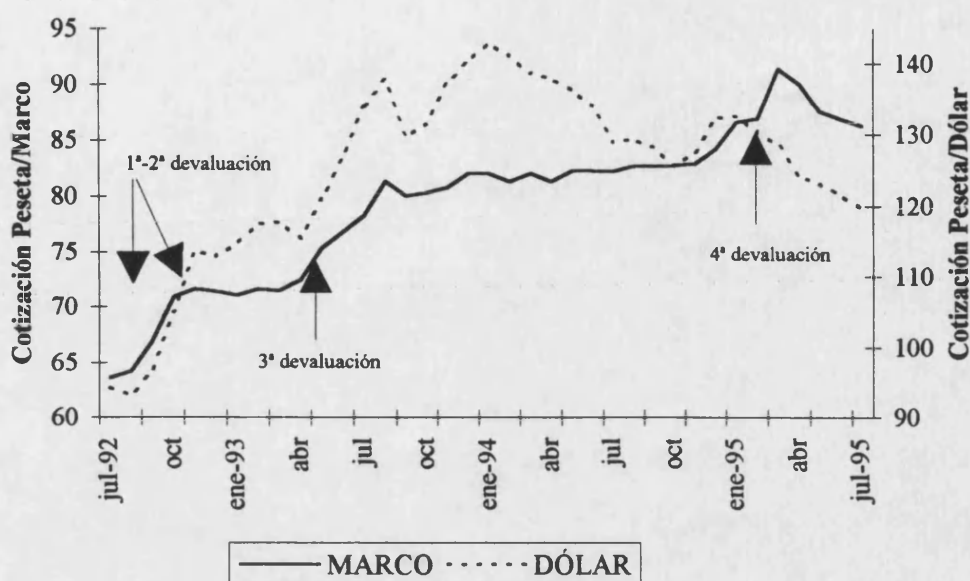
<sup>153</sup> En el Título VII, Artículo R.2 se dispuso que el Tratado entraría en vigor en dicha fecha, siempre que se hubiesen depositado todos los instrumentos de ratificación o, en su defecto, el primer día del mes siguiente al depósito del instrumento de ratificación del último Estado miembro signatario que cumpla dicha formalidad. Con la ratificación alemana a

mucha tensión en los mercados de divisas, durante el mes de agosto se incrementó de nuevo la incertidumbre que envolvía el futuro de la Unión Monetaria al barajarse la posibilidad de que en el Referéndum francés de ratificación del Tratado, el resultado fuese negativo.

La desconfianza que se generó entorno al sostenimiento del mecanismo de cambios provocó que los especuladores tomaran posiciones en el mercado a la espera de cualquier señal que considerasen oportuna. Como veremos a continuación, los acontecimientos se precipitaron rápidamente, produciéndose situaciones muy comprometidas para algunos Estados miembros. Concretamente, en el caso español, la crisis se saldó con la devaluación de la peseta en tres ocasiones en poco más de ocho meses, y una cuarta en marzo de 1995 (véase el gráfico 5.1, donde se muestra la evolución de las cotizaciones medias mensuales de la peseta frente al marco alemán y el dólar estadounidense).

A pesar de la conformidad manifestada por el pueblo francés al proyecto de Unión europea, la noticia no tranquilizó a los mercados. Así, el 14 de septiembre de 1992 se inicia la crónica de una crisis anunciada, ya que la lira italiana, acosada por el exceso de oferta frente al marco alemán, se devaluó en un 7%. Sin embargo, esta medida resultó ser insuficiente para paliar la extrema situación por la que atravesaba la moneda y motivó que al día siguiente la lira volviese a cotizar al borde de su límite máximo, lo que determinó su salida del mecanismo de cambios tres días después de la devaluación.

GRÁFICO 5.1  
EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE LA PESETA



Fuente: Datos tomados del Boletín Estadístico del Banco de España.

El día 16 de septiembre fue la libra esterlina la que sufrió los peores ataques, y a pesar de incrementar el tesoro británico los tipos de interés del 10% al 12%, el gobierno británico decidió excluirla voluntariamente del mecanismo de cambios, fluctuando desde entonces libremente frente al resto de monedas del Sistema Monetario Europeo.

En este verdadero desconcierto, el turno final le correspondió a España, cuyas autoridades monetarias se vieron obligadas a devaluar la peseta un 5% el día 17 de septiembre, con el fin de mantenerla dentro del mecanismo de cambios. En esos momentos, las autoridades económicas, con el fin de tranquilizar los ánimos, aseguraron que la crisis era pasajera y que en poco tiempo se reajustarían los tipos de cambio. El tiempo ha demostrado que en el fondo subyacía otra realidad que nos parece más compleja.

Transcurridos dos meses escasos desde la primera devaluación, y sin visos de que la libra esterlina y la lira italiana regresaran al mecanismo de cambios, en la madrugada del 22 al 23 de noviembre de 1992 el Comité Monetario decidió la devaluación en un 6% de la peseta española y del escudo portugués. Lógicamente, esta situación perjudicó más a aquellas empresas que tuviesen que importar bienes de equipo o materias primas, así como a aquellas que habían recurrido al endeudamiento en moneda extranjera en busca de tipos de interés más reducidos que los existentes en España.

Dentro de estas últimas se encuentran algunas empresas reguladas, y en especial las del sector eléctrico, que amparándose en la especificidad de su negocio presionaron al Ministerio de Economía para que se iniciasen las conversaciones necesarias que dieran lugar a la emisión de una norma contable concreta sobre el tratamiento de las diferencias negativas de cambio. Por lo que a nosotros respecta, será en el siguiente epígrafe donde nos referiremos a este cambio normativo.

Cuando parecía que la crisis en el seno del S.M.E. había concluido, tres nuevas devaluaciones volvieron a poner de manifiesto la fragilidad del sistema para contener los embates especulativos. En concreto, el 1 de febrero de 1993 se produjo la devaluación en un 10% de la libra irlandesa, mientras que el 13 de mayo del mismo año, la peseta española se devaluó un 8% y el escudo portugués un 6,5%. Como veremos posteriormente, la existencia de esta tercera devaluación para la peseta resulta de sumo interés para nuestro estudio, ya que cuando se produjo ésta ya era de aplicación la Orden Ministerial de 12 de marzo de 1993 sobre el tratamiento contable de las diferencias de cambio en moneda extranjera en empresas reguladas. De esta forma, podremos analizar si el efecto de la tercera devaluación tuvo las mismas consecuencias en los precios bursátiles de las empresas reguladas que las dos anteriores, o si por el contrario, la existencia de la nueva norma contable ha podido suavizar el impacto negativo de la devaluación.

Como se puede deducir por lo dicho hasta ahora, las sucesivas crisis por las que atravesó el S.M.E. han sido graves. Se llegó a decir que la de septiembre de 1992 fué la peor de toda su historia. Cuando casi nadie opinaba que se pudiese reproducir una crisis de tal magnitud, la realidad ha sido bien distinta. El viernes 30 de julio de 1993 el S.M.E. vivió sin duda alguna la jornada más negra de toda su existencia. En esta ocasión el franco francés cerró fuera de su límite permitido con rumores de que el Banco de Francia había agotado sus reservas.

Además, la peseta, el escudo, la corona danesa y el franco belga quedaron justo al límite, y el mercado se cerró con la duda de si el lunes 2 de agosto el S.M.E. estaría o no suspendido. La realidad fue que durante ese fin de semana el Comité Monetario estuvo analizando qué soluciones se podían adoptar para restablecer la calma en los mercados de divisas. El acuerdo definitivo consistió en ampliar transitoriamente (medida que aún perdura en la actualidad) las bandas de fluctuación fijadas para las monedas hasta el 15%, sustituyendo a las que existían en ese instante (el 2,25% y 6%, respectivamente, en función del país de que se tratase).

Aparentemente, la medida dió buenos resultados ya que el margen que tenían los especuladores se ha visto reducido, al no tener que intervenir con tanta celeridad los respectivos bancos centrales ante un ataque a una o varias monedas. A pesar de esa relativa tranquilidad, no consideramos que la crisis pueda darse por zanjada. Así, a principios de 1995 se reprodujo un nuevo episodio crítico que, como siempre, afectó en mayor medida a las monedas consideradas como «débiles». En concreto, el 7 de marzo de ese mismo año se produjo un realineamiento en la banda central de la peseta equivalente a un 7%, mientras que en el caso del escudo portugués sólo fue de un 3,5%.

La situación actual parece «controlada» debido, básicamente, a la mejor situación económica de los países europeos y al decidido impulso que de nuevo



se le está dando al proyecto de moneda única. De hecho nuestra divisa ha recuperado su valor de cotización anterior a la cuarta devaluación. Aún con todo, y en nuestra opinión, sería deseable la adopción de compromisos cambiarios algo menos ambiciosos que, aunque impliquen una mayor variabilidad de los tipos de cambio, sean lo bastante flexibles para merecer un grado suficiente de credibilidad. Además, no nos atreveríamos a descartar nuevas devaluaciones en alguna de las monedas que forman parte del mecanismo de cambios, o incluso la suspensión del mismo y la libre fluctuación de las monedas, si la crisis se recrudeciese.

Desde el punto de vista contable, las consecuencias de esta inestabilidad monetaria han supuesto la generación de cuantiosas diferencias de cambio, negativas o positivas, en función de la actividad que realicen las empresas afectadas. En el caso de las empresas reguladas, la crisis se ha saldado con el reconocimiento de un volumen considerable de diferencias negativas cambio, circunstancia que motivó la emisión de una norma contable específica para este tipo de industrias, con el fin de permitir su periodificación a lo largo de la vida del endeudamiento que las ha originado. Al análisis de esta norma nos referiremos en el siguiente apartado.

### **5.3 TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS DIFERENCIAS DE CAMBIO EN LAS EMPRESAS REGULADAS: RÉGIMEN TRANSITORIO E INFORMACIÓN EN LA MEMORIA.**

La internacionalización de la actividad económica, en la mayor parte de los países denominados «desarrollados», ha incrementado las relaciones comerciales entre empresas de distinta nacionalidad. Para la realización de estos negocios, se requiere que las partes implicadas determinen la moneda o monedas en que se fijarán los precios de los bienes y servicios a intercambiar. Así, la utilización de divisas incrementa el riesgo empresarial, debido

fundamentalmente, a la incertidumbre que genera la fluctuación de los tipos de cambio de las distintas monedas.

En el caso de España, el incremento de la presencia de nuestras empresas a nivel internacional, no sólo se ha limitado a los aspectos comerciales sino que también se ha recurrido con mayor asiduidad a los mercados financieros foráneos. En esta circunstancia han incidido de manera decisiva tanto la libertad de capitales promovida por los organismos comunitarios, como, y en especial, los elevados tipos de interés que se han venido negociando en nuestro país, desde la mitad de la década de los ochenta, en comparación con los de otros países. En consecuencia, algunas empresas optaron por la financiación de parte de su activo a través de la obtención de pasivos nominados en moneda extranjera.

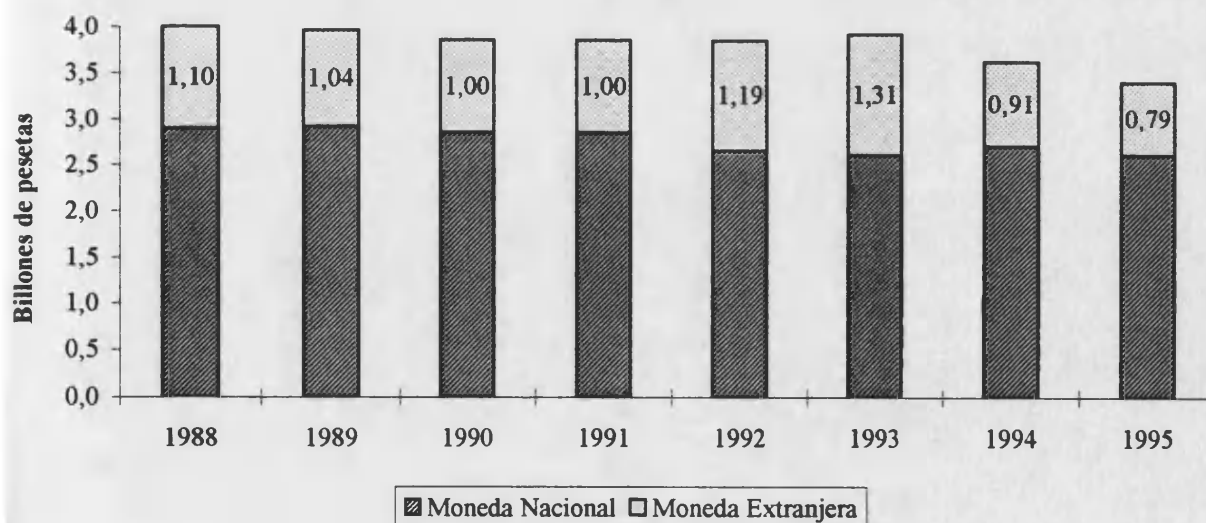
Sea como fuere, la realización de operaciones en una divisa distinta a la peseta generará diferencias de cambio (de no utilizar las empresas instrumentos de cobertura para este tipo de riesgo) que afectarán al resultado del ejercicio de diferente forma en función de la naturaleza del elemento patrimonial que resulte implicado<sup>154</sup>. Si nos centramos en aquellas empresas españolas que hayan decidido financiar sus actividades en moneda extranjera, la evolución de los tipos de cambio durante la vida de la deuda les podrá ocasionar incrementos o disminuciones del principal a devolver, con las repercusiones contables que ello conlleve tanto en el balance como en la cuenta de pérdidas y ganancias, teniendo en cuenta las indicaciones que dispone la norma de valoración 14<sup>a</sup> del Plan General de Contabilidad.

---

<sup>154</sup> El tratamiento de las operaciones en moneda extranjera es una de las prácticas contables que más polémicas ha suscitado, tanto entre la organismos normalizadores como entre la literatura especializada. En el trabajo de García (1992) se analizan en profundidad las distintas opciones que se han propuesto en el ámbito nacional e internacional y su incidencia en los estados financieros de las empresas que realizan operaciones en divisas distintas a la nacional.

Entre las empresas que han recurrido frecuentemente a una política de financiación en moneda extranjera, destacan aquéllas que pertenecen a algún sector económico intervenido por la autoridad gubernamental. En este sentido, predominan sobre el resto las pertenecientes al sector eléctrico ya que, debido a los elevados niveles de inversión en activos fijos que han de mantener, procuran recurrir a aquellos medios de financiación que les supongan un menor coste financiero. Como se puede observar en el gráfico 5.2, la evolución de la cifra de endeudamiento financiero del sector no ha registrado variaciones significativas desde 1988. Por otra parte, la proporción de deudas en moneda extranjera que mantienen en su pasivo estas empresas, aunque se ha ido reduciendo, todavía representa un volumen considerable. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que dicha evolución, al reflejar valores nominales de la deuda, encubre las devoluciones reales de fondos realizadas durante 1992 y 1993 como consecuencia del incremento de la deuda en divisas debido a las tres devaluaciones de la peseta.

GRÁFICO 5.2: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA EN EL SECTOR ELÉCTRICO



Fuente: U.N.E.S.A.

Por esta razón, la crisis por la que atraviesa el S.M.E., a la que nos hemos referido con anterioridad, ha influido negativamente en el montante total de la deuda representada en pesetas que mantienen estas empresas, surgiendo, en consecuencia, cuantiosas diferencias negativas de cambio que, con la normativa del P.G.C., deberían integrarse en la cuenta de pérdidas y ganancias como un gasto del ejercicio de naturaleza financiera. El efecto sobre la cifra de beneficios, e indirectamente, sobre los dividendos a repartir por las empresas eléctricas, y las consecuencias que las diferencias negativas podían ocasionar sobre las futuras tarifas, parecían razones suficientes para que la Administración emitiera algún procedimiento contable «a medida» de las características del sector en cuestión.

En realidad, el principal argumento que se suele utilizar en estos casos es que la repercusión a los clientes de los costes en que incurren las empresas reguladas en el propio ejercicio en que se producen los mismos, daría lugar a un incremento en los precios de los bienes o servicios que proveen dichas empresas a la ciudadanía. De esta forma, el órgano regulador, aplicando las normas establecidas al efecto, puede limitar los aumentos de las tarifas en un sólo ejercicio permitiendo que se produzca la compensación por los mayores costes incurridos a lo largo de futuros ejercicios. Con ello se facilita la recuperación de costes por parte de las empresas reguladas, estableciéndose al mismo tiempo un aumento limitado de los precios que deben de soportar los consumidores y evitando bruscos incrementos de las tarifas que tendrían efectos negativos para la economía nacional.

Debido al importante papel que representa el sector eléctrico entre el conjunto de empresas reguladas, vamos a dedicar un apartado específico al tratamiento contable que le conceden a las diferencias negativas de cambio, mientras que en otro epígrafe nos ceñiremos a la normativa concreta que solicitaron otras empresas reguladas a las que también les afectaron considerablemente las sucesivas devaluaciones de la peseta.

### **5.3.1 CONTABILIZACIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO EN EL SECTOR ELÉCTRICO.**

Antes de analizar la mencionada norma, consideramos conveniente exponer cuál ha sido la evolución temporal del tratamiento de las operaciones en moneda extranjera en este sector, ya que ello nos permitirá comprender la necesidad del cambio de criterio adoptado. En 1977, el por entonces Instituto de Planificación Contable, realizó una adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad de 1973, con el fin de reconocer las peculiaridades específicas de las empresas eléctricas.

El P.G.C. de 1973 no admitía la posibilidad de actualizar la valoración de las deudas en moneda extranjera, sino que la modificación, de producirse, se recogía únicamente a la cancelación del crédito o deuda correspondiente. El plan sectorial permitió la actualización de los créditos y deudas al final de cada ejercicio, si bien indicaba que «deberán registrarse al final del ejercicio» sin aclarar si las diferencias de cambio debían llevarse a resultados o reflejarse en el balance<sup>155</sup>. La práctica habitual, Rivero (1990, págs. 393-394), en la medida que existiesen garantías de que las diferencias negativas pudieran recuperarse a través de ingresos futuros, consistió en contabilizarlas como un gasto a distribuir en varios ejercicios hasta el momento del vencimiento de la deuda. En el caso de las diferencias positivas de cambio, respetando el principio de prudencia, se reconocían como ingresos a distribuir en varios ejercicios reflejándose en la cuenta de resultados en el momento del vencimiento de la deuda.

---

<sup>155</sup> Para un conocimiento más detallado del tratamiento de las diferencias de cambio en el P.G.C. de 1973 y la adaptación al sector eléctrico se puede consultar: Láinez (1988, págs. 209-223) y Larriba (1990, págs. 644-650)

A consecuencia de la práctica mencionada y a raíz de la aprobación del P.G.C. de 1990, en la Disposición Transitoria Tercera del Real Decreto 1643/1990 se estableció un período transitorio para que las pérdidas por diferencias de cambio negativas correspondientes a ejercicios anteriores a la entrada en vigor de la Ley 19/1989 de adaptación a las Directivas de la Comunidad Económica Europea, se amortizasen en un plazo no superior a tres años contados desde el inicio del primer ejercicio cerrado con posterioridad al 30 de junio de 1990 y con el límite del vencimiento de la operación correspondiente.

Por tanto, desde la entrada en vigor de la Ley 19/1989, las empresas eléctricas no pudieron activar las diferencias negativas de cambio, ya que como se establece en la Disposición Transitoria Segunda del Real Decreto por el que se aprobó el P.G.C. «las adaptaciones sectoriales en vigor a la fecha de publicación de este Real Decreto seguirán aplicándose en todo aquello que no se oponga a lo dispuesto en el Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas, disposiciones específicas y en el presente Plan General de Contabilidad».

En este sentido, y con anterioridad a la publicación de la Orden Ministerial que modificó el tratamiento contable de las diferencias de cambio, el Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuentas (I.C.A.C.), mediante Resolución de 15 de enero de 1991, ya había constituido un grupo de trabajo con la finalidad de elaborar un borrador de «adaptación del Plan General de Contabilidad al sector eléctrico» tal y como se preveía en la Disposición Final Primera del Real Decreto por el que se aprobó el P.G.C.<sup>156</sup>.

---

<sup>156</sup> Para un análisis del estado en el que se encuentra la discusión del borrador véase Cabellos y Martínez (1993).

No obstante, y a consecuencia de las dos devaluaciones que sufrió la peseta durante 1992, las empresas del sector reclamaron por parte de la Administración un tratamiento particular para las diferencias negativas de cambio que debían de reconocer por su dependencia del endeudamiento en moneda extranjera. La nueva normativa, que se implantó mediante la Orden Ministerial (O.M.) de 12 de marzo de 1993, establecía en su apartado primero que «la presente Orden será de aplicación para la contabilización de las diferencias de cambio en moneda extranjera que se produzcan en Empresas del sector eléctrico, Empresas concesionarias de autopistas de peaje y Telefónica de España S.A.». Por lo tanto queda excluida del tratamiento que se autoriza, cualquier empresa que no esté integrada en el colectivo anterior.

La O.M. especifica que «cuando alguna de las empresas antes mencionadas realice operaciones reguladas junto con otras que no lo sean, la presente Orden será de aplicación a las diferencias de cambio en moneda extranjera en la proporción en que estén las operaciones reguladas en relación con el total de operaciones». Aunque la O.M. no lo indica expresamente en sus apartados, en los casos en que el cambio esté cubierto con algún instrumento financiero (por ejemplo, seguro de cambio, opciones o futuros) se considerará únicamente la parte del riesgo no cubierto<sup>157</sup>.

El P.G.C. en su norma de valoración decimocuarta ya preveía la emisión de normas especiales aplicables a «industrias o sectores específicos con grandes endeudamientos a largo plazo en moneda extranjera». El propio P.G.C. admite la posibilidad de que estas situaciones concretas sean analizadas en las correspondientes adaptaciones sectoriales o «en otra normativa de aplicación específica».

---

<sup>157</sup> Este es el tratamiento que se reconoce en la norma de valoración 14ª del Plan General de Contabilidad.

Por lo que respecta a los aspectos formales de la citada norma, se pueden resumir en los siguientes<sup>158</sup>:

1º) Será de aplicación para los ejercicios económicos iniciados a partir de 1 de enero de 1992. Sin embargo, la Orden no indica si su aplicación esta restringida en el tiempo, por lo que cabría entender que su utilización se prolongará salvo que una nueva norma indicase lo contrario y, seguramente, este será el tratamiento que se utilizará para la moneda extranjera en el plan sectorial que esta en fase de estudio por el I.C.A.C..

2º) El tratamiento de las diferencias positivas de cambio no sufre ninguna modificación sustancial respecto al que ya se contemplaba en el Plan General de Contabilidad.

3º) La O.M. distingue entre aquellas diferencias negativas que correspondan al ejercicio en que se producen las mismas y a ejercicios anteriores, de las que correspondan a ejercicios futuros. En el primer caso, se imputarán a resultados como gastos financieros del ejercicio<sup>159</sup>. En el segundo, lucirán en el activo del balance como «gastos a distribuir en varios ejercicios», imputándose a resultados de acuerdo con el criterio financiero utilizado para la distribución.

---

<sup>158</sup> En el trabajo de Domínguez (1994) se lleva a cabo una simulación del efecto que las devaluaciones pueden tener sobre los resultados empresariales teniendo en cuenta la aplicación de esta norma.

<sup>159</sup> No obstante, en el Régimen Transitorio, se permite que las diferencias negativas de cambio de ejercicios anteriores que surjan en el primer ejercicio en el que sea de aplicación la Orden, se carguen, en la medida que existan, a reservas disponibles. Si en ejercicios posteriores se producen diferencias positivas de cambio imputables a resultados como ingresos financieros, se abonarán directamente a reservas hasta el importe cargado a las mismas.



4º) Sólo se podrán activar como «gastos a distribuir en varios ejercicios» aquellas diferencias negativas de cambio cuya recuperación esté razonablemente asegurada a través de aumentos futuros en las tarifas de precios; en caso contrario se imputarán a resultados.

5º) Deberá darse cumplida información en la Memoria respecto a la nueva normativa aplicable, incluidos los movimientos que se hubiesen producido en las reservas de las empresas.

De lo indicado por esta norma, una de las cuestiones más relevantes a dilucidar consistía en la confirmación por parte del órgano regulador de que el efecto de las devaluaciones de la peseta se tendría en cuenta en el cálculo de la tarifa, ya que de no ser así las diferencias negativas de cambio no deberían de permanecer activadas. En este sentido, la Dirección General de la Energía introdujo en su Resolución de 20 de enero de 1994 las correcciones necesarias para que el impacto de las citadas diferencias se repercutiese a lo largo de los cinco ejercicios siguientes<sup>160</sup>. La publicación de este nuevo criterio difiere del utilizado por el I.C.A.C., lo que planteó serias dudas a las empresas implicadas respecto a qué normativa contable tenían que aplicar al cierre del ejercicio 1993.

Las consecuencias contables que se desprenden de la Resolución pueden concretarse en las siguientes:

---

<sup>160</sup> La actualización de la citada Resolución para el cálculo de la tarifa de 1995 y 1996, puede consultarse en la normativa que emitió la Dirección General de la Energía con fecha 26 de enero de los respectivos años.

- Si al cierre del ejercicio 1993 las empresas aplicaban de nuevo la O.M. de 12-3-93, entonces el importe a amortizar de las diferencias de cambio activadas sería superior al que se contabilizaría como gasto en el supuesto de seguir el criterio de la Resolución. Esta circunstancia se produciría debido a que la vida media de las operaciones realizadas en moneda extranjera por las compañías resultaba inferior a cinco años. Además, y a pesar de que la O.M. reconoció con carácter excepcional la posibilidad de que durante 1992 se contabilizaran contra reservas disponibles las diferencias negativas de cambio producidas en ese ejercicio pero imputables a ejercicios anteriores, no parecía que ese criterio pudiese aplicarse en igualdad de condiciones para el año 1993. Este hecho suponía una reducción en la cifra de beneficios debido al reconocimiento de mayores gastos financieros.

- En el cálculo del efecto de la devaluación de la peseta sobre la tarifa, el Ministerio de Industria y Energía tomó como fechas comparativas las de final de 1992 y 1993, con lo que no tuvo en cuenta la evolución desfavorable por la que atravesó nuestra moneda durante 1992. No obstante, las empresas, de acuerdo con el criterio de la O.M., activaron las diferencias de cambio producidas en las dos devaluaciones sucedidas en 1992, por lo que es posible que alguna de ellas mantenga en el activo diferencias pendientes de amortizar, correspondientes a 1992, de las que existen dudas acerca de su recuperación futura a través de aumentos en las tarifas. En este caso, en aplicación del principio de prudencia valorativa, las compañías deberían de llevar directamente a la cuenta de pérdidas y ganancias dichas diferencias.

- Por lo dispuesto en la Resolución de 20-1-94 del Ministerio de Industria y Energía, a través de la tarifa eléctrica de los próximos años se compensará el quebranto debido a la devaluación en proporción a la deuda media en divisas del sector. Esto supone que aquellas empresas cuya deuda en divisas se sitúa por encima de la media del sector no verán compensadas, vía tarifa, las diferencias de cambio derivadas de su endeudamiento. En consecuencia, las

empresas más endeudadas en moneda extranjera deberían de reducir la participación en su pasivo de este tipo de financiación, ya que de no ser así habría una parte de las diferencias activadas que no recuperarían mediante el mecanismo de la tarifa, debiéndose de cargar a la mayor brevedad posible a la cuenta de resultados.

Por lo dicho hasta ahora, se puede observar que existía cierta confusión respecto a cuál era el criterio contable que debían de aplicar las compañías del sector para reconocer en su activo las diferencias negativas de cambio a distribuir en varios ejercicios. En este sentido, y del análisis de la información periódica que las sociedades cotizadas deben de presentar a la .C.N.M.V., Iberdrola, Sevillana y Unión Fenosa manifestaron utilizar, durante el primer semestre de 1993, el criterio de la Resolución de 20-1-94 ya que «se adaptaba mejor a la realidad empresarial por la que atravesaba el sector». La verdadera razón podría estar relacionada con el hecho de que éstas eléctricas eran las más endeudadas del sector y, mediante la aplicación del criterio de la Resolución, reducían significativamente la cuantía de las diferencias negativas de cambio que debían de imputar a resultados.

No obstante, durante los primeros meses de 1994 se discutió con la Administración una modificación de los criterios que se ajustase más a la «realidad» antes referida, si bien estas conversaciones resultaron infructuosas imponiéndose el criterio de la O.M. de 12-3-93. En consecuencia, las compañías citadas con anterioridad tuvieron que modificar sus estados financieros periódicos de acuerdo a esta última normativa, ya que de no ser así en sus informes de auditoría se hubiese incluido la oportuna excepción.

En páginas posteriores tendremos ocasión de analizar que la cuantía de las diferencias negativas de cambio generada en la mayor parte del sector eléctrico ha sido considerable, por lo que la utilización de uno u otro criterio podía tener consecuencias directas sobre la cifra de beneficios. Asimismo, la

homogeneidad en la utilización de la O.M. no fue absoluta, sobre todo por parte de aquellas empresas que no disponen de mucho endeudamiento en divisas, lo que todavía hace más difícil la comparabilidad entre los estados financieros de un sector, que por su propia naturaleza, se encuentra altamente regulado (con la complejidad que ello conlleva para interpretar determinados componentes del balance o de la cuenta de pérdidas y ganancias).

### **5.3.2 CONTABILIZACIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO EN OTRAS EMPRESAS REGULADAS.**

Como ya indicamos con anterioridad, las devaluaciones que ha sufrido la peseta han afectado considerablemente a otras empresas, al margen de las eléctricas, cuya actividad está sometida a regulación por parte de la Administración. Así, idéntico tratamiento al reconocido para el sector eléctrico se les concedió a las sociedades concesionarias de autopistas de peaje y a la compañía Telefónica. En ambos casos se trata de empresas que deben de realizar cuantiosas inversiones para que sus negocios funcionen adecuadamente, y que recurrieron a la financiación en moneda extranjera con el fin de aprovecharse de las ventajas que se podían obtener por la existencia de tipos de interés inferiores en otros países, con respecto a los vigentes en el nuestro. Por tanto, las características contables de la O.M. a la que nos referimos en el apartado anterior, tienen plena vigencia para estas otras empresas.

La emisión de normativa concreta sobre el tratamiento de las diferencias negativas de cambio no concluyó con la publicación de la O.M. de 12-3-93. Con fecha 18 de marzo de 1994 se aprobó una nueva Orden Ministerial, con similares características a la publicada con anterioridad, si bien en este caso la Orden era de aplicación para los ejercicios económicos iniciados a partir del 1 de enero de 1993, y sólo se podían beneficiar de la misma las siguientes empresas: Canal de Isabel II, Hispasat S.A. y Ferrocarrils de la Generalitat de

Catalunya. Asimismo, con fecha 23 de marzo de 1994, se aprobó una nueva Orden Ministerial sobre el tratamiento contable de las diferencias de cambio en moneda extranjera en determinadas empresas del sector del transporte aéreo.

Esta última norma se aplica a partir del 1 de enero de 1993 a las compañías Iberia, Aviaco y Viva Air, si bien los aspectos contables de la misma difieren de las dos anteriores. En concreto, y amparándose en la posibilidad que se reconoce en el apartado sexto de la norma decimocuarta del P.G.C. respecto a la inclusión como mayor precio de adquisición del inmovilizado de las diferencias de cambio, la norma reconoce en su disposición primera que el importe neto de estas últimas que se produzcan en cada ejercicio y que correspondan a las deudas incurridas para financiar la adquisición de aeronaves que se hayan incorporado al patrimonio en ese mismo ejercicio o en los cuatro anteriores, se imputarán como mayor o menor valor de las mismas.

En nuestra opinión, este tratamiento no es el más adecuado por cuanto admite la posibilidad de que se incorporen al activo de las empresas gastos financieros en momentos posteriores a la puesta en condiciones de funcionamiento del inmovilizado, lo que entra en contradicción con el principio de correlación de ingresos y gastos. Téngase en cuenta que las aeronaves entregadas en ejercicios anteriores ya habrán generado ingresos con regularidad, por lo que no tiene sentido que se modifique la valoración de las mismas, siendo este criterio contrario al propio P.G.C., pues entre las condiciones que impone para admitir la activación de las diferencias negativas indica que «la variación en el tipo de cambio deberá de producirse antes de que inmovilizado se encuentre en condiciones de funcionamiento». Además, la norma reconoce que «... se imputarán como mayor o menor valor del inmovilizado», lo que puede generar cierta inestabilidad en la valoración contable de los elementos de activo fijo debido a las fluctuaciones que se produzcan en las divisas que utilicen las compañías.

En la disposición tercera de la Orden se establece que la cuantificación de las diferencias que se puedan incorporar como mayor o menor valor del inmovilizado, serán las producidas tanto por el endeudamiento en moneda extranjera que haya sido obtenido específicamente para financiar las correspondientes aeronaves, como por las que se produzcan por la utilización de financiación a largo plazo que no tenga una asignación concreta en el activo de la empresa, en la proporción que resulte de comparar el valor contable de las aeronaves con el valor del conjunto de activos y una vez deducido el importe de la financiación específica que a ambos les corresponda. A este respecto, se tendrán en cuenta los saldos existentes al final del ejercicio netos de las amortizaciones y, en ningún caso, el valor contable de las aeronaves, una vez imputadas las correspondientes diferencias de cambio, puede superar el valor menor entre el de mercado o el de reposición.

En definitiva, y por lo que hace referencia a la aprobación de la norma para las empresas del sector aéreo, no la consideramos del todo afortunada y parece tener como finalidad primordial la reducción de las cuantiosas pérdidas en las que estaba incurriendo la compañía Iberia, con las ventajas que ello comportaba para facilitar el plan de viabilidad que tenía pendiente de aprobación en ese momento la empresa.

#### **5.4 CONSECUENCIAS DE LAS DEVALUACIONES DE LA PESETA SOBRE LAS EMPRESAS REGULADAS.**

Como ya se ha indicado a lo largo de anteriores apartados, la crisis del S.M.E. perjudicó notablemente a aquellas empresas que hubiesen recurrido durante sucesivos ejercicios a la financiación en moneda extranjera. En este grupo de sociedades destacan algunos sectores que se encuentran sometidos a cierto tipo de supervisión por parte de la Administración. El objetivo de este epígrafe consiste precisamente en analizar cómo afectaron las mencionadas

devaluaciones a determinadas magnitudes de los estados financieros, así como en examinar cuál ha sido la incidencia real de la crisis cambiaria sobre las empresas reguladas a las que se dotó de una normativa contable específica para reconocer las diferencias negativas de cambio.

La muestra de empresas con la que hemos trabajado viene determinada por las condiciones específicas del estudio y aparece ordenada alfabéticamente en la cuadro 5.1. Respecto a las empresas que podían acogerse a la utilización del criterio contable específico, no hemos podido obtener la información financiera de la empresa Ferrocarrils de la Generalitat de Catalunya, ya que el Registro Mercantil de Barcelona no tiene constancia de que hayan depositado la citada información, y la que nos suministro la propia sociedad no cumplía los requisitos mínimos necesarios para poder ser utilizada. Idéntico inconveniente se produjo al solicitar las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 1994 de la empresa Hispasat en el Registro Mercantil de Madrid. En cualquier caso, los datos que hemos empleado se han obtenido a partir de las cuentas anuales de las empresas en cuestión. Por lo tanto, hemos adoptado una posición similar a la de cualquier eventual usuario de la información financiera que recurre a los estados contables para formarse una opinión documentada acerca de la evolución de los resultados y la situación del patrimonio empresarial.

El análisis de la información contable se ha efectuado bajo una triple perspectiva: en primer lugar, se estudia cuál ha sido la incidencia que las devaluaciones hayan ocasionado sobre el nivel de endeudamiento de las empresas de la muestra; en segundo lugar, se examina el efecto cuantitativo que las diferencias de cambio hayan tenido sobre la cuenta de pérdidas y ganancias; y, en tercer lugar, se analiza como se ha modificado el activo de las empresas reguladas al tener que reconocer como gasto a distribuir en varios ejercicios parte de las diferencias negativas de cambio generadas a raíz de las devaluaciones

**CUADRO 5.1**  
**RELACIÓN DE EMPRESAS REGULADAS CON NORMATIVA**  
**CONTABLE ESPECÍFICA**

<b>EMPRESA</b>	<b>ACTIVIDAD</b>
ACESA	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
AVIACO	TRANSPORTE AÉREO
AUMAR	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
CANAL DE ISABEL II	TRANSPORTE DE AGUA
ENDESA	ELECTRICA
ENHER	ELECTRICA
ERZ	ELECTRICA
EUROPISTAS	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
FECSA	ELECTRICA
FENOSA	ELECTRICA
FERROCARRILS DE LA GENERALITAT DE CATALUNYA	TRANSPORTE URBANO
GESA	ELECTRICA
HIDROCANTABRICO	ELECTRICA
HIDRUÑA	ELECTRICA
HISPASAT	COMUNICACIONES
IBERDROLA	ELECTRICA
IBERIA	TRANSPORTE AÉREO
SEVILLANA	ELECTRICA
TELEFONICA	COMUNICACIONES
VIESGO	ELECTRICA
VIVA AIR	TRANSPORTE AÉREO

#### **5.4.1 ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN QUE PRESENTAN LAS EMPRESAS REGULADAS SOBRE OPERACIONES EN MONEDA EXTRANJERA.**

Uno de los rasgos característicos que presentan todas las empresas analizadas, con independencia de cuál sea el sector regulado al que pertenezcan, es el elevado volumen de recursos financieros del que necesitan disponer para incrementar o mantener su nivel de inversiones. En general, se trata de sectores en los que o bien la tecnología influye de manera decisiva en el negocio empresarial (caso de Telefónica o Hispasat) o bien los inmovilizados



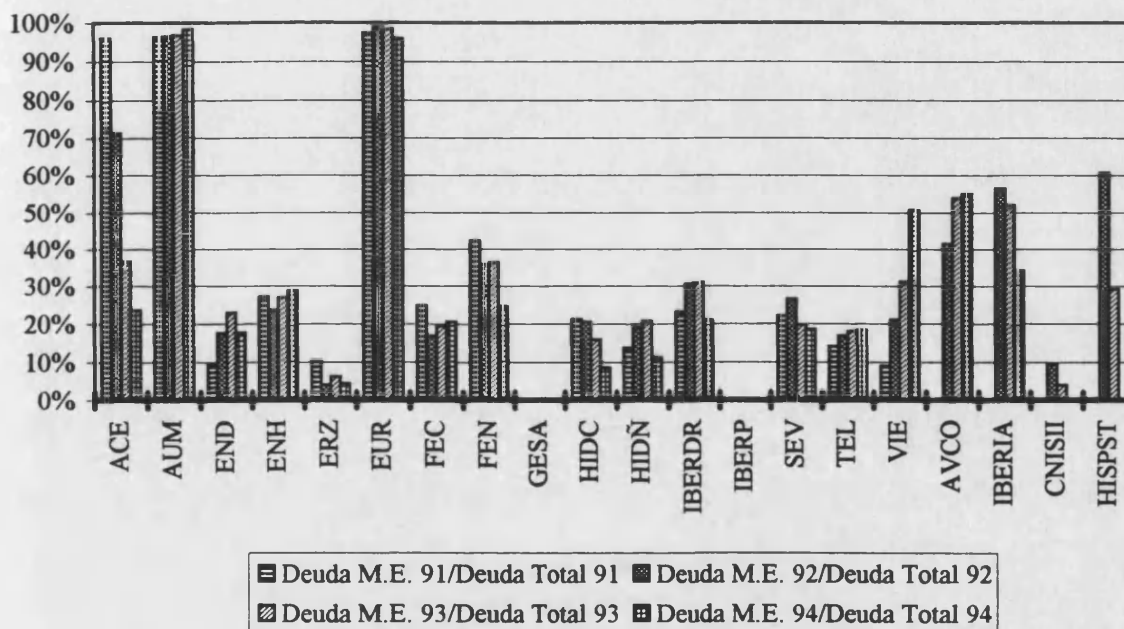
que se utilizan para explotar la actividad productiva representan inversiones multimillonarias (por ejemplo, las eléctricas o las concesionarias de autopistas). En consecuencia, si el disponer de una adecuada estructura financiera se considera imprescindible para gestionar adecuadamente cualquier negocio, en el caso de que las necesidades financieras sean cuantiosas urgirá optimizar los recursos con el fin de conseguir aquélla financiación que le suponga un menor coste a la empresa.

En este sentido, los elevados tipos de interés que se dieron en el sistema financiero español desde mediados de los ochenta hasta principios de los noventa, motivaron el que las empresas recurriesen al endeudamiento en moneda extranjera. Como puede observarse en el gráfico 5.3 la proporción que representa sobre la deuda total de las empresas la financiación en divisas, es en algunos casos nada despreciable. Destaca sobre el resto la elevada participación de la deuda en moneda extranjera (prácticamente del 100%) en el caso de las concesionarias de autopistas, Aumar, Europistas y Acesa (esta última ha reducido progresivamente la proporción). Esta circunstancia tiene su explicación en las condiciones estipuladas para las concesiones, ya que tanto los reembolsos de los principales como los pagos por intereses de los préstamos en moneda extranjera, se efectúan mediante la entrega de divisas obtenidas del Estado a los mismos tipos de cambio con que se perfeccionaron dichos préstamos. Por lo tanto, todas las transacciones y saldos a pagar de los préstamos en moneda extranjera se valoran a los tipos de cambio originales, obteniendo una cobertura total del riesgo de cambio. La pequeña diferencia hasta el 100%, se debe a las diferencias de cambio que surgen por comisiones en moneda extranjera a pagar en contraprestación por la garantía del seguro de cambio.

En el caso de las empresas eléctricas el mayor volumen de endeudamiento en divisas se da en Unión Fenosa, Iberdrola y Sevillana, si bien se observa que, en general, la mayoría del sector ha reducido la proporción a

pesar del incremento que se produjo durante 1992 y 1993 debido a la actualización de las deudas a los nuevos tipos de cambio. Por lo que se refiere a las otras empresas de la muestra, se observa una reducción paulatina en el papel que desempeña en el pasivo la financiación en moneda extranjera, disminución que estaría motivada por la rebaja de tipos de interés que se está produciendo en nuestro país y por el miedo a que cualquier otra crisis cambiaria pueda incrementar los compromisos de pago futuros.

**GRÁFICO 5.3: NIVEL DE ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA EN LAS EMPRESAS REGULADAS**



Ante esta composición del pasivo cabría esperar un comportamiento previsor por parte de las empresas en relación a la variación de los tipos de cambio que se pueda producir. Desde el punto de vista de la información financiera pública que deben ofrecer las empresas acerca de la gestión del riesgo de cambio que realicen, en el apartado 15.2 del contenido de la memoria del P.G.C. se exige que se lleve a cabo un «desglose de las deudas en moneda extranjera según los tipos de moneda en que estén contratadas y, en su caso,

*cobertura de diferencias de cambio existente, distinguiendo por empresas del grupo, asociadas y otros».*

En la tabla 5.2 se indica, para cada empresa regulada, qué tipo de información ofrecían en sus memorias respecto a la utilización de instrumentos de cobertura para el riesgo de cambio. El mayor grado de cumplimiento en la observancia de este requisito se da en el caso de las empresas concesionarias de autopistas y en el de Unión Fenosa. Las primeras informan en su memoria que la totalidad de su endeudamiento en divisas está cubierto mediante un seguro de cambio contratado con el Estado, mientras que la segunda incluye esta información en la memoria de las cuentas anuales aunque dicho dato no coincide con el que ofrece en la información de carácter general que entregó a los accionistas de la sociedad (lo que en términos coloquiales se ha venido denominado Memoria de la empresa).

El resto de empresas analizadas no mencionan en sus memorias información alguna respecto a la utilización de algún tipo de cobertura, lo cual nos parece sorprendente teniendo en cuenta el elevado volumen de endeudamiento en divisas que ostentan. No obstante, en algunos casos (aquéllos en los que aparece un asterisco) las empresas, al referirse a las normas de valoración en moneda extranjera que utilizan, afirman que «... *la parte de la deuda no reembolsada se refleja en los balances de situación al tipo de cambio en vigor a esa fecha o al tipo de cambio asegurado, para las operaciones que tienen concertado seguro de cambio*». Asimismo, Endesa, Erz y Telefónica reconocieron utilizar instrumentos financieros para cubrirse del riesgo de tipos de interés, lo que en cierta medida estaría relacionado con el riesgo de cambio si admitimos la correlación existente entre ambas magnitudes.

**TABLA 5.2**  
**DEUDAS CUBIERTAS DEL RIESGO DE CAMBIO**

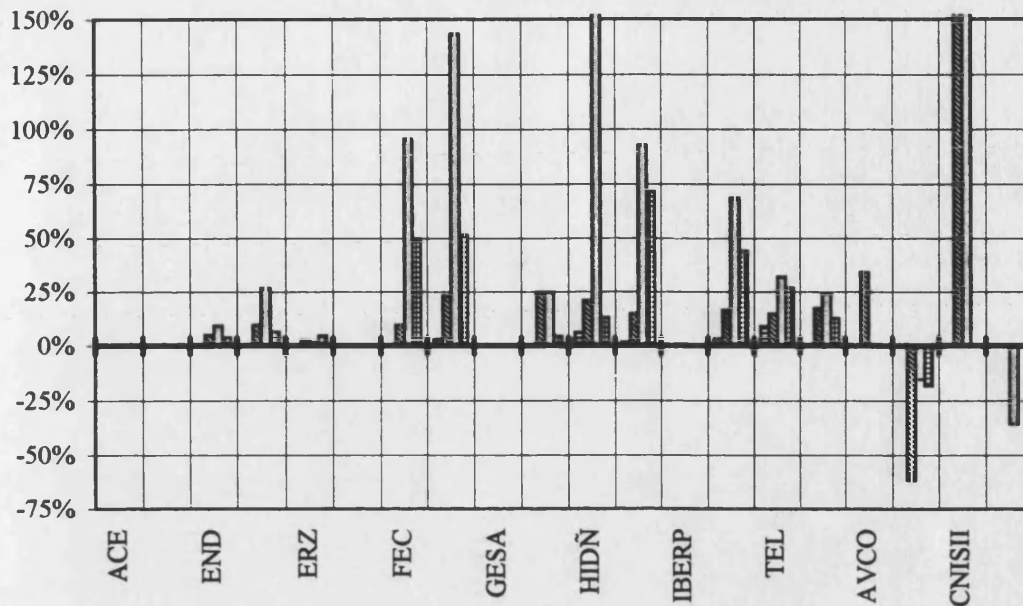
EMPRESAS	DEUDA EN DIVISAS CUBIERTA (millones de pesetas)		
	1992	1993	1994
ACESA	TODO	TODO	TODO
AUMAR	TODO	TODO	TODO
AVIACO	NADA	NADA	NADA
CANAL ISABEL II	NADA*	NADA*	NADA*
ENDESA	NADA	TIPOS INTS.	TIPOS INTS.
ENHER	NADA*	NADA*	50%
ERZ	NADA	TIPOS INTS.	TIPOS INTS.
EUROPISTAS	TODO	TODO	TODO
FECSA	NADA*	NADA*	NADA*
FENOSA	72.000	77.000	100.310
GESA	-----	-----	-----
HIDROCANTABRICO	NADA*	NADA*	NADA*
HIDRUÑA	NADA*	NADA*	NADA*
HISPASAT	NADA	NADA*	-----
IBERDROLA	NADA*	NADA*	NADA*
IBERIA	NADA	NADA	NADA
IBERPISTAS	-----	-----	-----
SEVILLANA	NADA	NADA	NADA
TELEFÓNICA	TIPOS INTS.	TIPOS INTS.	TIPOS INTS.
VIESGO	NADA	NADA	NADA

(\*) Mencionan que tienen coberturas pero no indican que instrumentos utilizan ni la cantidad asegurada.

En cualquier caso, entendemos que a un lector de estados financieros (como hemos sido nosotros) no le es indiferente el conocimiento de las medidas que una empresa esté utilizando para cubrirse ante cualquier eventualidad que se pueda producir en la cotización de una determinada divisa, máxime si se tiene en cuenta el efecto negativo que una evolución adversa de los tipos de cambio puede tener en la cifra de beneficios y en los flujos de caja futuros. A la vista de la tabla 5.2 habría que suponer que las empresas no gestionan su riesgo de cambio, lo cual teniendo en cuenta la importancia de alguna de ellas nos parece poco probable, por lo que la información que suministran en los estados financieros sobre este aspecto puede considerarse como deficiente.

Además del incremento de pasivo que se produjo como consecuencia de las devaluaciones de la peseta, la cuenta de pérdidas y ganancias también se vió afectada al tener que incluirse como gastos financieros las diferencias negativas de cambio generadas. Como se puede observar en el gráfico 5.4 la proporción que representan las diferencias negativas respecto a los beneficios de cada empresa, desde el ejercicio 1991 hasta 1994, es en algunos caso considerable. Destacan en este sentido los valores obtenidos para 1992 y 1993 en Canal de Isabel II, Iberdrola, Unión Fenosa, Sevillana y Fecsa. No obstante, este ratio puede verse afectado, no sólo porque se incrementen las diferencias negativas de cambio, sino también porque disminuya la cifra de beneficios. Del análisis del porcentaje de variación de los beneficios que realizamos en todas las empresas de la muestra, no observamos disminuciones importantes en esas cifras, salvo para Telefónica, Enher y Viesgo. Los valores negativos que se dieron para Iberia e Hispasat son debidos a las pérdidas que obtuvieron estas empresas durante dichos ejercicios.

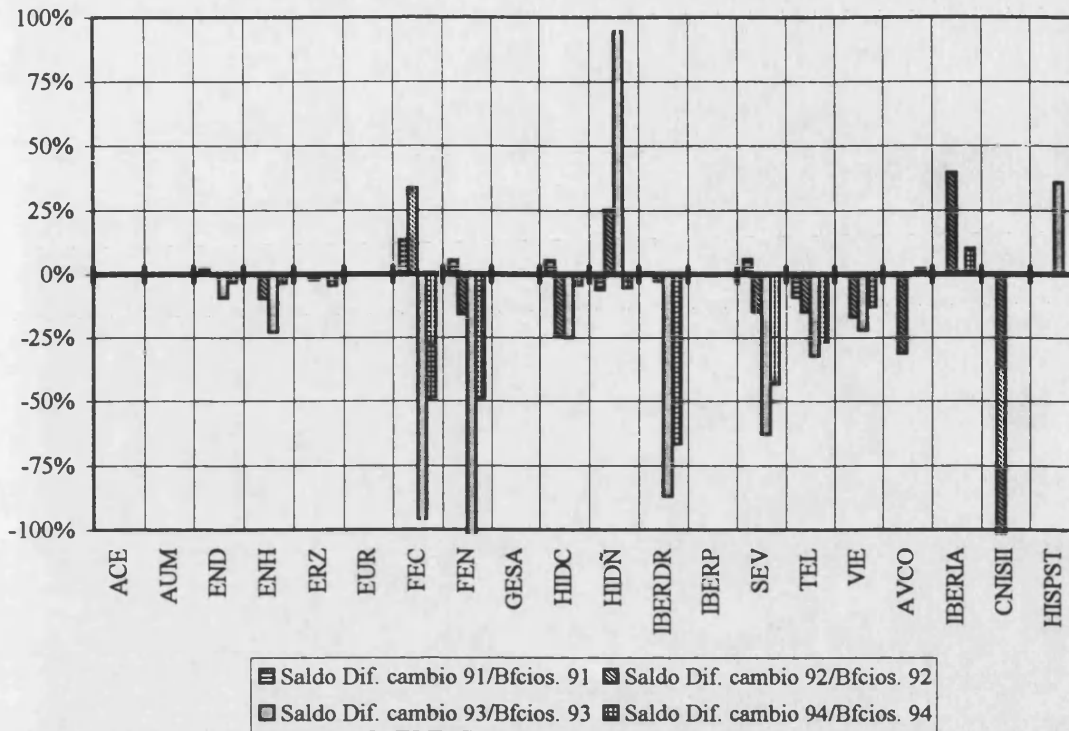
**GRÁFICO 5.4: PROPORCIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO RESPECTO A LA CIFRA DE BENEFICIOS**



■ Dif. neg. 91/Bfcios. 91 ■ Dif. neg. 92/Bfcios. 92 □ Dif. neg. 93/Bfcios. 93 ▨ Dif. neg. 94/Bfcios. 94

Pero, quizás analicemos mejor cómo se ha visto afectada la cuenta de resultados, si tenemos en cuenta el saldo neto de las diferencias de cambio que se ha reconocido en cada ejercicio. En el gráfico 5.5 se presenta para el período 1991-1994, la participación relativa que tenía sobre la cifra de beneficios el importe de las diferencias de cambio (tanto positivas como negativas). En este sentido, es de esperar que la crisis monetaria habrá afectado en menor cuantía a aquellas empresas que dispusieran en su pasivo de diferencias positivas en moneda extranjera no realizadas, ya que a partir de 1992 las habrán podido imputar a resultados (al tener que reconocer como gasto las diferencias negativas que se han ido generando).

**GRÁFICO 5.5: PROPORCIÓN ENTRE EL SALDO NETO DE LAS DIFERENCIAS DE CAMBIO Y LA CIFRA DE BENEFICIOS**



Dicho saldo resultó negativo para todas las empresas que tenían endeudamiento en divisas a partir de 1992 excepto para Telefónica e Hidruña. Durante 1992 algunas empresas, como Fecsa, Hidruña e Iberia, presentaron un saldo positivo, aunque como luego veremos, debido a la capitalización de gran parte de las diferencias negativas totales. Este aspecto merece un comentario especial, ya que la O.M. no ha sido aplicada por todas las empresas reguladas. En la tabla 5.4 se indican qué empresas se han acogido a la O.M. y el importe capitalizado en millones de pesetas. Observándola conjuntamente con el gráfico 5.5 se puede apreciar el efecto atenuante que tuvo la capitalización de las diferencias sobre los beneficios de Iberdrola, Fecsa, Sevillana, Telefónica, Unión Fenosa e Iberia. En el caso de Fecsa la activación, unida a la incorporación a los beneficios de cerca de 10.000 millones de pesetas de diferencias positivas acumuladas de ejercicios anteriores, permitieron indirectamente que esta compañía repartiese dividendos en 1992 por primera vez desde la crisis que sufrió en 1987.

De la información que se recoge en la tabla 5.3, respecto a la aplicación de la norma, destaca el que algunas empresas a las que expresamente se les reconoció este derecho no lo hayan ejercido. Por la influencia real de las devaluaciones sobre la cuenta de pérdidas y ganancias de ciertas empresas, no es de extrañar esta decisión en el caso de las concesionarias de autopistas, ya que al estar cubiertas del riesgo de cambio no han generado diferencias negativas. No obstante, hubo otras empresas que sí reconocieron disponer de diferencias negativas de cambio y que no hicieron uso de la norma. Entre las que se pudieron acoger a la O.M. de 12-3-93 y no lo hicieron se encuentran Erz, Gesa e Hidrocántabrico, mientras que entre las afectadas por las dos órdenes emitidas en 1994, y que hicieron caso omiso de ellas, están Canal de Isabel II e Hispasat.

Por lo que se refiere a las tres primeras, Hidrocántabrico no aplicó la O.M. en 1992 a pesar de tener unas diferencias negativas de 1.602 millones, tal vez debido a saneada estructura financiera y al buen comportamiento de sus beneficios, que en dicho año se incrementaron un 14,42%. Por otra parte Gesa no tuvo que reconocer diferencias negativas al no disponer de endeudamiento en moneda extranjera y las que generaron en Erz fueron insignificantes respecto al volumen de negocio.



**TABLA 5.3**  
**APLICACIÓN DE LA NORMA E IMPORTES ACTIVADOS POR LAS**  
**DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO (en millones de pesetas)**

EMPRESAS	1992	DIF. ACTV.	1993	DIF. ACTV.	1994	DIF. ACTV.
ACESA	NO	-----	NO	-----	NO	-----
AUMAR	NO	-----	NO	-----	NO	-----
AVIACO	---	-----	SI	1.329	SI	145
CANAL ISABEL II	---	-----	NO	-----	SI	0
ENDESA	NO	-----	SI	9.738	SI	2.120
ENHER	NO	-----	SI	575	SI	0
ERZ	NO	-----	NO	-----	NO	-----
EUROPISTAS	NO	-----	NO	-----	NO	-----
FECSA	SI	8.102	SI	13.685	SI	0
FENOSA	SI	7.993	SI	21.507	SI	1.725
FERROCARRILS	---	-----	---	-----	---	-----
GESA	NO	-----	NO	-----	NO	-----
HIDROCANTABRICO	NO	-----	NO	-----	NO	-----
HIDRUÑA	SI	558	NO	1.620(*)	---	-----
HISPASAT	---	-----	NO	-----	---	-----
IBERDROLA	SI	17.031	SI	67.315	SI	5.650
IBERIA	---	-----	SI	27.270	SI	0
IBERPISTAS	NO	-----	NO	-----	NO	-----
SEVILLANA	SI	5.136	SI	11.778	SI	1.666
TELEFÓNICA	SI	15.429	SI	65.392	SI	0
VIESGO	NO	-----	SI	1.715	SI	327

(\*) Indica en la Memoria que aplica la Resolución de 20-1-94 al minorar en 250 millones de pesetas el importe de las diferencias negativas que tenía que periodificar.

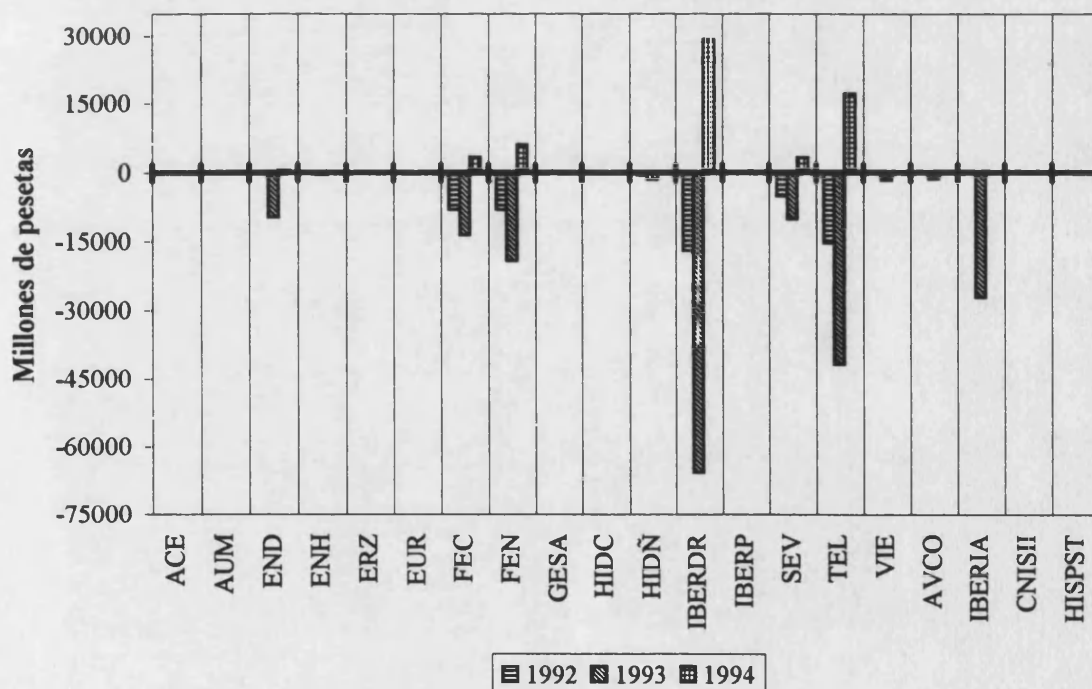
El caso de las segundas merece un comentario adicional. Canal de Isabel II tuvo unas diferencias negativas de cambio durante 1992 de 577 millones, siendo su beneficio únicamente de 9 millones de pesetas. Durante ese ejercicio no dispuso de ninguna normativa específica para reducir el impacto sobre los beneficios de las diferencias negativas, sin embargo, en 1993 únicamente reconoció 27 millones por este concepto, y aunque podía aplicar la norma no lo hizo. No acabamos de explicarnos qué motivos pueden justificar la emisión de una norma contable para una empresa concreta, con el fin de salvaguardar su nivel de ingresos, y que con posterioridad ésta opte por no aplicarla. Además, lo que todavía tiene menos justificación será la decisión de emitir la norma con retraso respecto al momento en el que convenía que sí se hubiese aplicado. No obstante, en las normas de valoración utilizadas por esta compañía para elaborar las cuentas anuales de 1994, se menciona la existencia de la O.M. de 18-3-94 como el criterio contable a seguir para valorar las operaciones en moneda extranjera, aunque en este ejercicio tampoco se aplica (si bien en 1994 sólo se generó 1 millón de pesetas en diferencias negativas de cambio).

No obstante, el caso más llamativo de todos es el de Hispasat. Durante el ejercicio 1992 esta sociedad reconoció como gasto a distribuir en varios ejercicios unas diferencias negativas de cambio de 1.091 millones de pesetas, activación que le permitió alcanzar un beneficio de 7 millones. Lo sorprendente es que en ese ejercicio la empresa no estaba acogida a ninguna normativa específica para el tratamiento de la moneda extranjera, por lo que debería de haber utilizado el procedimiento descrito en el Plan General de Contabilidad (a pesar de ello en el informe de auditoría no se recoge ninguna salvedad). Sin embargo, lo más curioso es que para el ejercicio 1993 (donde ya podía aplicar el criterio especial de la O.M. de 18-3-94), no hizo uso de la normativa particular y contabilizó 1.359 millones de pesetas como gasto por diferencias negativas de cambio (en ese montante se incluyeron los millones activados durante el ejercicio anterior). En nuestra opinión, la inclusión de Hispasat entre las empresas que podían aplicar el criterio de la norma se produjo con el fin de

evitar males mayores debido a la traslación de gastos que se dió de un ejercicio a otro, y para legalizar una situación, de hecho, no correctamente contabilizada.

Para finalizar este análisis, y como un medio para valorar los efectos reales de la aplicación de la nueva norma contable sobre los beneficios de las empresas reguladas, hemos calculado cuál hubiera sido el importe de dicha cifra durante los ejercicios 1992, 1993 y 1994 de no haberse aplicado la misma. Como se puede observar en el gráfico 5.6, la no utilización del nuevo criterio contable hubiese reducido los beneficios contables durante 1992 y 1993, aunque a partir de 1994 éstos se incrementarían ya que no estarían soportando las periodificación de gastos que supone la activación de las diferencias negativas.

**GRÁFICO 5.6: INFLUENCIA DE LA CAPITALIZACIÓN DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS SOBRE LOS BENEFICIOS**



La imagen presentada en el gráfico 5.6 nos lleva a cuestionarnos la necesidad real de un nuevo criterio contable, ya que consideramos que únicamente seis empresas, Fecsa, Unión Fenosa, Sevillana, Iberia y, sobre todo, Telefónica e Iberdrola han sufrido variaciones sustanciales en la estabilidad de su corriente de beneficios. Un claro ejemplo de «oportunidad» en la aplicación de la norma es el de Iberia. Así, en 1993 su cuenta de resultados se vió liberada de contabilizar 27.270 millones de pesetas como gasto por diferencias negativas de cambio, lo que le permitió reducir sus pérdidas hasta los 35.824 millones de pesetas. Esta reducción era muy deseable dado que la aprobación del plan de viabilidad de la compañía aérea estaba en fase de discusión durante dicho ejercicio.

En definitiva, y a pesar de la generalidad con la que parecía que se iba a aplicar la nueva norma, la realidad ha sido distinta. Tal vez en el fondo se haya querido diluir la importante presión que las empresas más afectadas por las devaluaciones habrán ejercido para que se aprobaran las O.M., debido a la influencia que ello ocasionaría sobre su imagen patrimonial o sobre su gestión empresarial. No obstante, queda por determinar si el principal objetivo perseguido por las normas, a saber, la reducción del impacto sobre los beneficios de la crisis cambiaria, con la consiguiente estabilización de los mismos, ha sido o no alcanzado. Al estudio de la evolución de la variabilidad de los beneficios de las empresas dedicamos el siguiente epígrafe.

## 5.5 ANÁLISIS DE LA VARIABILIDAD EN LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS REGULADAS.

Una de las consecuencias directas que persigue la Administración cuando decide intervenir en un sector regulado de la economía mediante la emisión de cualquier norma *ad-hoc*, consiste en minorar los efectos sobre los precios, que deberán de soportar los consumidores finales por los bienes o servicios que reciban, ante cualquier eventualidad que pudiese alterarlos significativamente. Estas decisiones tendrán a su vez una incidencia inmediata sobre la evolución de los negocios de las empresas que formen parte del sector regulado, por lo que las medidas a implantar estarán mediatizadas, en cierto modo, por la presión que ejercerán las empresas en cuestión para que el cambio normativo sea lo más favorable posible a sus intereses, arguyendo para ello, las desventajas a las que se enfrentan como consecuencia de las injerencias a que están sometidas por parte del organismo regulador.

En previsión de los conflictos que se pudiesen ocasionar, el ente encargado de controlar el marco legal y económico donde desarrollan sus actividades las empresas reguladas suele optar por reconocer en las tarifas de los bienes o servicios todas aquellas modificaciones necesarias para que el sector pueda recuperar el sobrecoste en que haya incurrido, como consecuencia del suceso acaecido, no en un sólo ejercicio, sino más bien a lo largo de un número determinado de años. De esta forma las empresas podrán recuperar gran parte del quebranto que les haya supuesto el cambio en su entorno económico y, por otro lado, al repartir en la tarifa de varios ejercicios el efecto correspondiente, se pretende salvaguardar el bienestar de los consumidores finales.

Precisamente esta ha sido la justificación que se argumentaba en el texto introductorio de las O.M. que se emitieron para contabilizar las diferencias negativas de cambio en determinadas empresas reguladas. De no activarse

dichas diferencias, los beneficios de estas empresas se verían sensiblemente reducidos como consecuencia de la elevada cuantía de las mismas. Por tanto, con la aplicación de la normativa contable se perseguía estabilizar los beneficios de las empresas implicadas al permitir distribuir en varios ejercicios las diferencias negativas surgidas a raíz de las devaluaciones de la peseta.

El objetivo de este epígrafe consiste en analizar cuál ha sido la evolución de la variabilidad en los beneficios de las empresas reguladas como una forma de contrastar si la promulgación de la norma contable ha permitido que la volatilidad de los beneficios no se haya visto afectada por las devaluaciones de nuestra moneda. El interés por el estudio de la estabilización de los beneficios hay que atribuírselo a los innumerables trabajos que se han realizado a partir del análisis de los medios y las causas que pueden motivar a que la gerencia considere más adecuada una determinada política contable que le permita «alisar» su cifra de beneficios<sup>161</sup>.

Por lo que a nosotros se refiere, vamos a centrarnos en la relevancia que tiene para los directivos de las empresas el tratamiento de las operaciones en moneda extranjera y como este puede alterar la variabilidad de la cifra de beneficios. En este sentido, existen diversos trabajos en los que se pone de manifiesto que la dirección de la empresa se muestra favorable a la existencia de una normativa contable sobre operaciones en divisas, que le permita reducir el impacto sobre la volatilidad de los beneficios que puedan ocasionar las variaciones en los tipos de cambio<sup>162</sup>.

---

<sup>161</sup> Para un mayor conocimiento de los trabajos teóricos y empíricos relacionados con el alisado de beneficios, pueden consultarse, entre otros, los trabajos de Koch (1981), Ronen y Sadan (1981), Trueman y Titman (1988), Brayshaw y Eldin (1989) y el de Buckmaster (1992).

<sup>162</sup> Véanse sobre este particular, los estudios de Evans et al. (1978), Dukes (1978), Griffin (1982), Ijiri (1983), Ndubizu (1987, 1988) y Ndubizu y Tsetsekos (1992).

En lo que resta de epígrafe, vamos a desarrollar, en primer lugar, los aspectos metodológicos relacionados con la medida de la variabilidad de los beneficios que hemos utilizado para contrastar estadísticamente si se ha producido o no alguna alteración en dicha variable. Asimismo, y en segundo lugar; analizamos los principales resultados obtenidos a partir de la aplicación de la metodología antedicha.

### **5.5.1 MEDIDA DE LA VARIABILIDAD DE LOS BENEFICIOS E HIPÓTESIS A CONTRASTAR.**

El estudio de la volatilidad que presente la cifra de beneficios de una empresa, se considera interesante debido a que la presencia continuada de este fenómeno, por causas ajenas a las meramente estacionales o coyunturales, podría interpretarse como un incremento del riesgo a que está sometida la actividad empresarial. En concreto, y por lo que se refiere a la incidencia que dicha volatilidad pueda tener sobre el riesgo de mercado de las sociedades que cotizan en una bolsa de valores, son varias las aportaciones que documentan la correlación existente entre la variabilidad que presentan los beneficios de las empresas y la volatilidad del riesgo de mercado de los títulos, medido este último por la beta del modelo de mercado<sup>163</sup>.

Dado que el beneficio contable es una magnitud resultante de la confrontación entre los ingresos y los gastos originados a lo largo del período temporal considerado, cualquier alteración que sufran estos componentes, ya sea provocada por causas económicas reales o por modificaciones en los criterios contables de reconocimiento de los mismos, incidirá directamente sobre la variabilidad del resultado. En consecuencia, cualquier modificación

---

<sup>163</sup> Como muestra de esta afirmación, pueden consultarse los trabajos de Beaver y Manegold (1975), Givoly y Lakonishok (1984) y Comiskey et al. (1986).

sustancial en la aplicación de un criterio contable determinado podría alterar las expectativas de los individuos sobre los beneficios futuros, así como las predicciones que pudiesen realizar sobre dicha cifra los analistas especializados<sup>164</sup>.

El objetivo primordial de este apartado consiste en analizar si la aplicación de la normativa contable específica que emitió el I.C.A.C. permitió que el comportamiento de los beneficios de las empresas reguladas se mantuviese, en términos de variabilidad, estable durante los períodos anterior y posterior a la promulgación de la norma. De no existir diferencias sustanciales entre ambos períodos se podría concluir que el nuevo criterio contable ha reducido la volatilidad de los beneficios, ya que en el supuesto de no haber sido emitido, se hubiese incrementado considerablemente dicha variabilidad a raíz de la crisis del Sistema Monetario Europeo.

Metodológicamente, el proceso a seguir será el siguiente: i) determinar una medida de la variabilidad de los beneficios de las empresas; ii) contrastar estadísticamente si existe alguna diferencia entre los períodos en los que no se disponía de la norma contable y aquellos otros en los que sí; y, iii) verificar si hay divergencias significativas entre la volatilidad de los beneficios de las empresas que sí aplicaron el nuevo criterio de reconocimiento de las diferencias negativas de cambio, y las que, capacitadas para hacerlo, no lo utilizaron. A lo largo de los siguientes subepígrafes describimos la naturaleza de la muestra de empresas y los datos que hemos utilizado, determinamos una medida para

---

<sup>164</sup> En trabajos como los de Ajinkya y Gift (1985), Givoly (1985) o Elliot y Philbrick (1990), se analiza cual es el papel que desempeñan las predicciones de los analistas en las expectativas de beneficios que se formen los inversores, considerándose, además, que la precisión de las mismas estará relacionada con la incertidumbre que acompañe al binomio rentabilidad-riesgo de las empresas. Por lo que se refiere a la incidencia del tratamiento contable de las operaciones en moneda extranjera sobre las expectativas de beneficios y sobre la volatilidad de las predicciones de los analistas, destacan los estudios de Griffin y Castanias (1987), Jaggi y Chhatwal (1990), Cho y Pitcher (1994) y Ayres y Rodgers (1994).



cuantificar la variabilidad de los beneficios y enunciamos las hipótesis que pretendemos contrastar.

### **5.5.1.1 MUESTRA DE EMPRESAS Y NATURALEZA DE LOS DATOS.**

El conjunto de empresas reguladas que hemos utilizado en la realización de nuestro estudio empírico, está supeditada a su condición de sociedades cotizadas en bolsa (véase cuadro 5.2). La razón para la elección de este tipo de sociedades estriba en que, como veremos en el siguiente subepígrafe, la medida de la variabilidad que aplicamos depende de los beneficios trimestrales de las empresas, por lo que, de acuerdo con las exigencias normativas actuales para la publicación de información contable con periodicidad distinta a la de las cuentas anuales, únicamente aquéllas que cotizan en un mercado secundario organizado están legalmente obligadas a presentar dicha información periódica.

Para la obtención de los beneficios trimestrales de cada una de las empresas de la muestra, recurrimos a la información disponible en la bolsa desde el primer trimestre de 1989 hasta el segundo semestre de 1994. La selección de este intervalo temporal estuvo motivada por las fechas en las que se produjeron las devaluaciones de la peseta. Además, y dado que a partir de 1992 se admitía como válida la aplicación del criterio específico para la contabilización de las diferencias negativas de cambio (contenido en la O.M. de 12 de marzo de 1993), fraccionamos el período total de análisis en dos subperíodos; el primero abarca desde principios de 1989 hasta finales de 1991 (durante estos ejercicios no existía una normativa particular para las empresas reguladas); el segundo se inicia en 1992 y concluye en 1994 (en este subperíodo sí que podían optar por uno u otro método de reconocimiento para las diferencias de cambio).

**CUADRO 5.2**  
**EMPRESAS REGULADAS COTIZADAS EN BOLSA CON NORMATIVA**  
**CONTABLE ESPECÍFICA SOBRE MONEDA EXTRANJERA**

EMPRESA	ACTIVIDAD
ACESA	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
AUMAR	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
ENDESA	ELÉCTRICA
ENHER	ELÉCTRICA
ERZ	ELÉCTRICA
EUROPISTAS	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
FECSA	ELÉCTRICA
FENOSA	ELÉCTRICA
GESA	ELÉCTRICA
HIDROCANTABRICO	ELÉCTRICA
HIDROLA (*)	ELÉCTRICA
HIDRUÑA (*)	ELÉCTRICA
IBERDUERO (*)	ELÉCTRICA
IBERDROLA (*)	ELÉCTRICA
IBERPISTAS	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
SEVILLANA	ELÉCTRICA
TELEFONICA	COMUNICACIONES
VIESGO	ELÉCTRICA

(\*) Su naturaleza jurídica se ha visto modificada durante el período de estudio al intervenir en procesos de fusión.

No obstante, durante la toma de datos surgieron algunos inconvenientes que nos han obligado a realizar varios supuestos con el fin de homogeneizar la serie de beneficios trimestrales que las empresas reguladas habían publicado en bolsa. Básicamente, las principales dificultades que se presentaron para obtener la serie de beneficios, junto con las soluciones que tuvimos que adoptar en cada caso, fueron las siguientes:

1ª) La no consideración como gasto del impuesto sobre beneficios durante 1989. Dado que en aquél ejercicio no era de aplicación el nuevo P.G.C., las empresas no contabilizaban como gasto el impuesto sobre beneficios, y lo que es peor, en la información contable presentada a la bolsa no se precisaba cuál había sido el importe del impuesto sobre sociedades devengado fiscalmente. Para solventar esta eventualidad hemos supuesto que dado que las diferencias entre criterios contables y fiscales con anterioridad a la aprobación del P.G.C. de 1990 eran reducidas, para obtener el resultado después de impuestos, el gasto devengado contablemente por estos últimos coincidiría (aproximadamente) con el 35% de la cifra de beneficios que las sociedades publicaron en cada trimestre. En consecuencia, y una vez restado este valor al beneficio reconocido, obtuvimos el resultado neto de impuestos.

2ª) Desde el primer trimestre de 1990 hasta idéntico período de 1993, los beneficios trimestrales que se publicaron lo eran «antes de impuestos». No obstante, esta situación se diferencia de la anterior en que sí disponíamos del gasto por impuesto sobre beneficios devengado contablemente al cierre de cada ejercicio, ya que este dato se suministraba con la información contable que se presentaba en el segundo semestre (que es coincidente con las cifras de las cuentas anuales). Con el fin de obtener una serie homogénea de beneficios después de impuestos, repartimos el impuesto total generado a lo largo de cada el ejercicio entre cada uno de los trimestres que lo integran. El criterio de reparto que nos ha parecido más adecuado, y que es el que hemos utilizado, consiste en distribuir el gasto teniendo en cuenta la proporción que representa el beneficio antes de impuestos obtenido en cada trimestre respecto al beneficio anual (antes de impuestos). De esta forma se supone que el beneficio de cada trimestre soporta el gasto por impuesto que le corresponde en función de la capacidad que tenga la sociedad para generar ganancias. Este ajuste resultó innecesario a partir del segundo trimestre de 1993, ya que desde ese instante todas las empresas (a excepción de Acesa e Iberpistas que lo hicieron en el

siguiente trimestre) presentaron su beneficio trimestral o semestral neto de impuestos.

3ª) En el caso de las empresas concesionarias de autopistas, los beneficios trimestrales o semestrales se determinaban sin incluir entre los gastos de cada período la dotación al fondo de reversión que debían de efectuar obligatoriamente en cada ejercicio. La norma habitual por parte de estas sociedades, consistía en cargar la totalidad del gasto en el resultado del segundo semestre (coincidente con el beneficio anual), con lo que la variabilidad de los beneficios de estas empresas, de no corregir esta omisión, resultaría desvirtuada debido a la sobrestimación de beneficios que se estaría produciendo durante los tres primeros trimestres, así como al reducido beneficio que, aparentemente, se habría obtenido en el cuarto. Esta circunstancia se mantuvo así hasta el segundo trimestre de 1993, donde, a excepción de Acesa e Iberpistas (que lo hicieron en el tercero de ese mismo año), ya se suministraba el beneficio trimestral una vez imputada la dotación al fondo de reversión.

En aquellos ejercicios en los que se tuvo que ajustar la carencia de información trimestral el criterio que utilizamos fue similar al empleado para el caso del impuesto sobre beneficios, solo que en esta ocasión el importe del gasto que teníamos que repartir era la dotación anual que las empresas habían considerado al cierre del ejercicio para dicho fondo.

4ª) Durante el período temporal de análisis, se produjo la modificación de la naturaleza jurídica de algunas empresas de la muestra. Concretamente, en 1991 se culminó la fusión entre Iberduero e Hidroeléctrica Española, lo que originó el nacimiento de Iberdrola, y en 1993 Hidroeléctrica de Catalunya (Hidruña) fue absorbida por Endesa e Iberdrola. Esto supone en el primer caso, que durante 1989 y 1990 se han utilizado los valores trimestrales tanto de Iberduero como de Hidrola, mientras que a partir de 1991 se han tenido en cuenta los de Iberdrola. En el caso de Hidruña, no se ha dispuesto de

información para los ejercicios 1993 y 1994. Hemos optado por esta solución con el fin de preservar el mayor número posible de empresas en la muestra y, además, porque por el tipo de análisis estadístico que se ha utilizado no era necesaria una muestra «pareada» entre cada subperíodo temporal. Asimismo, consideramos inadecuada la eliminación de una empresa como Iberdrola, debido al peso específico que ostenta dentro del sector eléctrico.

Al margen de estas dificultades, también queremos resaltar que la información periódica que presentan las sociedades cotizadas no se determina para el trimestre en cuestión, sino que los cifras del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias se va acumulando en cada subperíodo. En consecuencia, para determinar los beneficios a partir del segundo trimestre tuvimos que hacerlo por diferencia entre un trimestre y el anterior. En cierto modo, los problemas detectados evidencian las carencias que presenta la información periódica en bolsa, si bien queremos resaltar que la cantidad y calidad de los datos que se aportan ha ido evolucionando favorablemente con el transcurso del tiempo, siendo prácticamente nulos los ajustes que hemos realizado a partir del primer trimestre de 1994.

#### 5.5.1.2 MEDIDA DE LA VARIABILIDAD DE LOS BENEFICIOS TRIMESTRALES EN LAS EMPRESAS REGULADAS.

La medida que hemos utilizado para cuantificar la variabilidad que presentan los beneficios trimestrales de las empresas reguladas, que han dispuesto desde 1992 de un criterio particular para reconocer las diferencias negativas de cambio, ha sido el *coeficiente de variación*. Este estadístico se

determina a partir del cociente entre la desviación típica de los beneficios y su media aritmética<sup>165</sup>. Analíticamente:

$$CV_i = \left[ \frac{\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (B_{it} - \bar{B}_i)^2}{T-1}}}{\bar{B}_i} \right] \times 100$$

donde

$CV_i$  = Coeficiente de variación

$\bar{B}_i$  = Beneficios medios de la empresa «i»

$B_{it}$  = Beneficios trimestrales de la empresa «i» durante el período  $t$  ( $t = 1989, \dots, 1994$ )

La principal ventaja que tiene el empleo de esta medida frente a otras, como por ejemplo la varianza de los beneficios, consiste en su capacidad para aminorar el efecto que se produciría sobre la variabilidad de los beneficios empresariales si existiesen diferencias sustanciales entre cada trimestre. Así, al dividir la desviación típica de los beneficios de cada empresa por la media de los mismos generados durante todo el ejercicio, se obtiene una serie menos sensible a los impactos que podrían producir la presencia de datos erráticos o extremos en la serie de beneficios. Además, con esta corrección se reduce la posible estacionalidad consustancial a gran parte de las actividades empresariales (Snedecor y Cochran, 1980).

<sup>165</sup> Idéntica medida han utilizado Ndubizu (1988, 1990) y Ndubizu y Tsetsekos (1992), para examinar la incidencia que la aplicación del S.F.A.S. 52 ha tenido sobre la volatilidad de los beneficios, así como sobre los incentivos que pueda tener la gerencia para suavizar el resultado contable de acuerdo con sus intereses particulares.

### 5.5.1.3 HIPÓTESIS A CONTRASTAR.

Como supuesto genérico para poder plantear los contrastes estadísticos, hemos considerado que de existir un cambio sustancial en la variabilidad de los beneficios entre los dos subperíodos propuestos (1989-1991 y 1992-1994), éste se debió al efecto de las devaluaciones de la peseta. Aunque admitimos que este supuesto puede interpretarse como excesivamente simplificador para describir las causas que pudieron incidir en la evolución futura de los beneficios, hay que tener en cuenta que las empresas analizadas pertenecen a sectores económicos regulados donde, al estar condicionados los ingresos que obtienen a los dictámenes del ente regulador y no concurrir en libre competencia empresarial, existirá un componente «permanente» en la cifra de beneficios que se alterará con dificultad ante los diversos cambios que se pudiesen producir en el entorno económico de las empresas (vaivenes a los que serían más proclives aquéllas empresas que actuasen en mercados competitivos).

Además, la cuantía de las diferencias negativas de cambio generadas como consecuencia de las devaluaciones de la peseta ha sido tal que, como vimos con anterioridad, el beneficio de las empresas se hubiese reducido considerablemente de no haberse modificado el criterio contable para las operaciones en moneda extranjera. En consecuencia, y a partir de la adopción de esta premisa, las hipótesis que nos proponemos contrastar son las siguientes:

1ª) La variabilidad de los beneficios de las empresas reguladas es la misma en los dos subperíodos considerados, es decir, durante los ejercicios anteriores o posteriores al que resultó de aplicación la Orden Ministerial de 12 de marzo de 1993. Esta hipótesis se puede expresar de la siguiente forma:

$$H_N: CV_{antes\ O.M.} = CV_{despues\ O.M.}$$

$$H_A: CV_{antes\ O.M.} < CV_{despues\ O.M.}$$

De aceptar la hipótesis nula se admitiría la utilidad de la nueva norma contable, ya que la no inclusión de la totalidad de las diferencias negativas como gasto financiero habría favorecido la estabilidad de los beneficios. En el caso de que se rechazase dicha hipótesis, la alternativa la hemos enunciado en términos de desigualdad, lo que equivaldría a considerar inadecuada la emisión del pronunciamiento contable ya que habría resultado incapaz de atenuar el impacto sobre la variabilidad de los beneficios de las devaluaciones de nuestra moneda.

2ª) La variabilidad entre períodos no ha sufrido modificaciones significativas, tanto en aquéllas empresas que no aplicaron la O.M. como entre las que sí lo hicieron. En realidad, las hipótesis que se pretenden contrastar en este caso serán dos:

$$H_N: CV_{antes\ O.M.}^{No\ aplican} = CV_{despues\ O.M.}^{No\ aplican}$$

$$H_A: CV_{antes\ O.M.}^{No\ aplican} < CV_{despues\ O.M.}^{No\ aplican}$$

$$H_N^*: CV_{antes\ O.M.}^{Si\ aplican} = CV_{despues\ O.M.}^{Si\ aplican}$$

$$H_A^*: CV_{antes\ O.M.}^{Si\ aplican} < CV_{despues\ O.M.}^{Si\ aplican}$$



Como se recordará (véase tabla 5.3) no todas las empresas reguladas decidieron hacer uso de la O.M., por lo que el objetivo de estos contrastes consistirá en poner de manifiesto la influencia que habrá ejercido, sobre la variabilidad de los beneficios de los dos grupos de empresas, la aplicación del nuevo criterio contable.

3ª) Con independencia de la utilización o no de la O.M. por parte de las empresas reguladas, la variabilidad de sus beneficios en los períodos anterior y posterior al año de aplicación de la nueva norma contable se ha mantenido aproximadamente en términos constantes. Formalmente estas hipótesis se pueden enunciar del siguiente modo:

$$H_N: \quad CV_{\text{antes O.M.}}^{\text{No aplican}} = CV_{\text{antes O.M.}}^{\text{Si aplican}}$$

$$H_A: \quad CV_{\text{antes O.M.}}^{\text{No aplican}} < CV_{\text{antes O.M.}}^{\text{Si aplican}}$$

$$H_N^*: \quad CV_{\text{despues O.M.}}^{\text{No aplican}} = CV_{\text{despues O.M.}}^{\text{Si aplican}}$$

$$H_A^*: \quad CV_{\text{despues O.M.}}^{\text{No aplican}} < CV_{\text{despues O.M.}}^{\text{Si aplican}}$$

A través de estos contrastes podremos examinar cuál ha sido la sensibilidad de las empresas ante el cambio de procedimiento contable, lo que en cierto modo nos indicará qué necesidades reales tenían los dos grupos de empresas para que dispusiesen de una regulación específica sobre la contabilización de las diferencias negativas de cambio.

Una vez enunciadas las principales hipótesis que nos proponemos contrastar, tendremos que precisar qué pruebas estadísticas hemos utilizado para comprobar la veracidad de las mismas. El tipo de estudio que nos planteamos requiere, básicamente, de la comparación entre dos series de valores que pertenecen a poblaciones distintas y que se distribuyen independientemente, siendo las dos submuestras que confrontemos distintas en función del tipo de hipótesis planteada. Así, por ejemplo, al contrastar si la variabilidad de los beneficios de la totalidad de empresas de la muestra ha sufrido alguna modificación, establecemos dos períodos de comparación, antes y después de la emisión de la Orden Ministerial.

La comprobación de las hipótesis planteadas se ha realizado a partir del contraste de independencia entre dos muestras, basado en la prueba de *Mann-Whitney* y en la de *Kolmogorov-Smirnov*. La elección de estos contrastes no paramétricos esta motivada por el reducido número de premisas que deben de cumplir para que se puedan extraer conclusiones relevantes de la muestra analizada. La principal ventaja de estas pruebas frente a las paramétricas (como la de la igualdad de medias, basada en la *t* de student) consiste en que las primeras no necesitan imponer excesivas restricciones a las observaciones de la muestra objeto de estudio, sobre todo en cuanto a la naturaleza de la distribución probabilística (en las paramétricas, generalmente, debe de cumplirse la hipótesis de normalidad). Por tanto, los resultados de los contraste nos indican, con un nivel de probabilidad determinado, que confianza podemos depositar en que los datos comparados (en nuestro caso la variabilidad de los beneficios) provengan de una misma población o, por el contrario, deban de considerarse procedentes de poblaciones distintas, con el consiguiente rechazo de la hipótesis nula y la aceptación de la alternativa<sup>166</sup>.

---

<sup>166</sup> El fundamento estadístico de los contrastes mencionados puede consultarse en la obra de Siegel (1979).

Por otra parte, la utilización de la prueba de *Kolmogorov-Smirnov* esta justificada por su sensibilidad ante cualquier diferencia que se produzca en las distribuciones de las poblaciones de donde se sacaron las muestras, ya fuera en tendencia (valores medios) como en dispersión. Además, tanto este contraste como el de *Mann-Whitney* han sido utilizados en trabajos de parecidas características al nuestro (Ndubizu, 1988, 1990).

### 5.5.2 RESULTADOS OBTENIDOS.

En la tabla 5.4 se presentan los coeficientes de variabilidad calculados para cada empresa de la muestra durante los períodos temporales considerados. Como ya indicamos anteriormente, hemos optado por no eliminar los resultados de aquellas sociedades cotizadas que han visto modificada su naturaleza jurídica debido a procesos de fusión, ya que de esta forma la muestra contendrá un mayor número de datos. Además, para facilitar la comprensión de los contrastes que se comentarán a posteriori, hemos agrupado los coeficientes de variabilidad en dos grupos de empresas en función de que hayan optado o no por la aplicación del criterio contable contenido en la O.M. de 12-3-93.

Entre los coeficientes obtenidos destacan los que presenta, durante el primer período (1989-1991), la eléctrica Fecsa. La elevada variabilidad de sus beneficios está relacionada con la crisis que venía arrastrando esta compañía desde 1987 y que estuvo a punto de ocasionar su desaparición. Asimismo, y sin que ello suponga ninguna representatividad estadística, se observa en un principio que los valores de coeficientes obtenidos durante el segundo período (sobre todo en 1992 y 1993) suelen ser superiores a los alcanzados a lo largo del primero, en especial en el caso de las empresas que aplicaron la Orden Ministerial.

**TABLA 5.4**  
**COEFICIENTES DE VARIABILIDAD DE LOS BENEFICIOS PARA LAS**  
**EMPRESAS REGULADAS**

EMPRESAS	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>NO APLICARON O.M.</b>						
ACESA	27,73%	29,10%	29,59%	25,67%	47,13%	19,72%
AUMAR	42,48%	45,06%	84,14%	46,52%	72,83%	69,24%
ERZ	51,25%	66,62%	20,96%	27,87%	36,36%	31,08%
EUROPISTAS	26,46%	35,53%	36,06%	22,50%	31,18%	19,96%
GESA	20,61%	80,05%	28,61%	26,51%	40,82%	35,58%
HIDROCANTÁBRICO	25,01%	35,04%	46,46%	43,83%	84,08%	17,35%
IBERPISTAS	20,38%	26,25%	5,20%	54,80%	15,43%	25,82%
<b>SI APLICARON O.M.</b>						
ENDESA	17,85%	13,58%	8,48%	11,16% (*)	28,32%	20,80%
ENHER	89,97%	60,45%	59,97%	88,56% (*)	118,56%	67,77%
FECSA	214,65%	50,03%	144,41%	71,86%	80,44%	17,56%
UNIÓN FENOSA	43,56%	45,75%	35,15%	54,02%	84,22%	74,79%
HIDRUÑA	23,14%	68,13%	77,94%	69,38%	---	---
HIDROLA	8,24%	42,90%	---	---	---	---
IBERDUERO	38,23%	31,29%	---	---	---	---
IBERDROLA	---	---	97,68%	51,33%	82,07%	77,94%
SEVILLANA	27,66%	44,38%	40,89%	44,33%	62,18%	47,25%
TELFÓNICA	18,12%	35,33%	40,68%	40,96%	25,59%	25,04%
VIESGO	53,70%	29,39%	51,76%	116,63% (*)	131,76%	42,69%

(\*) En ese ejercicio no aplicaron la O.M.

Por lo que se refiere a los resultados para cada uno de los contrastes estadísticos planteados, se han obtenido a través de la versión 6.1.2 del programa estadístico SPSS™ y se muestran en las tablas 5.5 a 5.7.

**TABLA 5.5**  
**COMPARACIÓN DE LA VARIABILIDAD DEL BENEFICIO DE LAS**  
**EMPRESAS REGULADAS ANTES Y DESPUES DE LA O.M.**

<b>PRUEBA DE MANN-WHITNEY</b>			
<i>RANGO MEDIO</i>		<i>Valor del Estadístico Z</i>	<i>Nivel de Significación</i>
<i>ANTES O.M.</i>	<i>DESPUES O.M.</i>		
45,40	51,87	-1,1368	0,1278

**PRUEBA DE KOLMOGOROV-SMIRNOV**

<i>DIFERENCIAS EXTREMAS</i>		<i>Valor del Estadístico Z</i>	<i>Nivel de Significación</i>
0,19304	-0,04087	0,9449	0,3338

**TABLA 5.6**  
**COMPARACIÓN DE LA VARIABILIDAD DEL BENEFICIO DE LAS**  
**EMPRESAS REGULADAS SEGÚN QUE APLIQUEN O NO LA O.M.**

<b>PRUEBA MANN-WITHNEY</b>				
<i>EMPRESAS</i>	<i>RANGO MEDIO</i>		<i>Valor del Estadístico Z</i>	<i>Nivel de Significación</i>
	<i>1989-1991</i>	<i>1992-1994</i>		
<b>NO APLICAN O.M.</b>	21,38	21,62	-0,0629	0,9499
<b>SI APLICAN O.M.</b>	24,31	31,20	-1,6047	0,0543

**PRUEBA DE KOLMOGOROV-SMIRNOV**

<i>EMPRESAS</i>	<i>DIFERENCIAS EXTREMAS</i>		<i>Valor del Estadístico Z</i>	<i>Nivel de Significación</i>
<b>NO APLICAN O.M.</b>	0,09524	-0,09524	0,3086	1,0000
<b>SI APLICAN O.M.</b>	0,31310	-0,06897	1,1473	0,1438

**TABLA 5.7**  
**GRADO DE SIMILITUD ENTRE LA VARIABILIDAD DE LOS**  
**BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS REGULADAS**

<b>PRUEBA MANN-WITHNEY</b>				
<i>PERÍODO</i>	<i>RANGO MEDIO</i>		<i>Valor del Estadístico Z</i>	<i>Nivel de Significación</i>
	<i>NO O.M</i>	<i>SI O.M.</i>		
<b>1989-1991</b>	22,14	27,93	-1,3858	0,0829
<b>1992-1994</b>	18,19	27,96	-2,4589	0,0069

<b>PRUEBA DE KOLMOGOROV-SMIRNOV</b>				
<i>PERÍODO</i>	<i>DIFERENCIAS EXTREMAS</i>		<i>Valor del Estadístico Z</i>	<i>Nivel de Significación</i>
<b>1989-1991</b>	0,12479	-0,28736	1,0029	0,2669
<b>1992-1994</b>	0,04000	-0,42667	1,4414	0,0314

En el caso de la prueba de *Mann-Whitney*, se presentan los rangos medios del coeficiente de variabilidad que se han obtenido para cada período considerado, junto con el valor del estadístico de contraste y su correspondiente nivel de significación crítico. Este último dato será el que nos permitirá decidir acerca de la credibilidad que tengamos sobre la hipótesis nula, ya que nos indica cuál es el nivel de probabilidad que le corresponde al estadístico según su distribución probabilística (en este caso, y dado el número de datos que utilizamos, el ajuste se realiza a una distribución normal). En definitiva, el nivel de significación crítico nos proporciona el grado de confianza que podemos depositar en la hipótesis nula, por lo que cuanto mayor sea este más seguridad tendremos de que la decisión correcta será aceptar dicha hipótesis. En el supuesto de su valor sea inferior a una cifra predeterminada por el investigador, entonces se rechazará la hipótesis nula y, en consecuencia, se aceptará la alternativa.

En la prueba de *Kolmogorov-Smirnov* se están comparando las frecuencias acumuladas de cada una de las muestras consideradas y, mediante ellas, se

calcula la diferencia máxima y la probabilidad de que esta última se pueda haber obtenido a causa del azar. En las tablas se incluyen los valores extremos, positivos y negativos, para las diferencias entre las frecuencias acumuladas de las muestras utilizadas, así como el valor del estadístico de contraste y su nivel de significación crítico. De aceptar la hipótesis nula, se estará admitiendo que los valores comparados pertenecen a una misma distribución poblacional con lo que no existirán diferencias significativas entre las dos muestras consideradas.

La primera hipótesis que nos planteamos contrastar consistía en verificar si la variabilidad de los beneficios de las empresas reguladas había sufrido alguna alteración significativa a raíz de la crisis del Sistema Monetario Europeo. Como se puede comprobar en tabla 5.5, y a pesar del incremento experimentado por el rango medio de la variabilidad en el período posterior a la emisión de la O.M., podemos aceptar la hipótesis nula de igualdad de los coeficientes de variación de los beneficios entre los dos períodos.

Este resultado puede interpretarse como una prueba de la utilidad que habría tenido la nueva regulación en materia de contabilización de las diferencias negativas de cambio, ya que de no haber existido la norma contable la variabilidad del beneficio de las empresas reguladas hubiese sido mucho mayor (sobre todo durante 1992 y 1993, ejercicios en los que se produjo gran parte de la pérdida de valor de nuestra divisa). En consecuencia, la norma habría servido para aminorar el impacto sobre los beneficios de la crisis cambiaria y estaría favoreciendo la estabilidad de los mismos, con las ventajas que ello acarrea en cuanto a la predicción de cifras futuras, tales como los beneficios o los dividendos.

Sin embargo, no todas las empresas reguladas hicieron uso del criterio contable contenido en la O.M., lo cual nos permite contrastar, antes y después del ejercicio de aplicación de la nueva norma, si se ha producido alguna modificación sustancial entre los coeficientes de variación de cada grupo de

empresas. A la vista de los resultados de la tabla 5.6, para aquéllas empresas reguladas que no aplicaron la norma contable la diferencia de variabilidad entre períodos es prácticamente imperceptible. En cierto modo se trata de un resultado esperable, por cuanto en el caso de las empresas concesionarias de autopistas no se produjeron diferencias negativas de cambio, y por lo que se refiere a las tres eléctricas que tampoco utilizaron la O.M. (Hidrocantábrico, Gesa y Erz) el volumen de las reconocidas como gasto no fue cuantioso, al no estar excesivamente endeudadas en moneda extranjera.

Ahora bien, si nos centramos en aquéllas empresas que sí utilizaron el pronunciamiento contable los resultados no parecen tan claros. El valor del estadístico de contraste nos indica que existe poca confianza en que la variabilidad de los beneficios de uno a otro período haya sido la misma. En consecuencia, y a pesar de la consideración como gastos a distribuir en varios ejercicios de parte de las diferencias negativas de cambio generadas, podemos considerar que la variabilidad durante el segundo período ha sido superior a la registrada en el primero.

Una posible interpretación a este resultado nos llevaría a considerar como insuficiente al criterio de diferimiento de la O.M., ya que no habría conseguido estabilizar adecuadamente los beneficios de las empresas que recurrieron a él. Tal vez esta circunstancia nos permita comprender, en cierto modo, las quejas de algunas empresas eléctricas (sobre todo las más endeudadas) que, como vimos en el epígrafe anterior, reclamaban un criterio más acorde con la «realidad» por la que estaba atravesando el sector. Téngase en cuenta que el criterio que deseaban aplicar, y en algunos casos utilizaron momentáneamente, era el que proporcionaba la Orden del Ministerio de Industria de 20-1-94, que como se recordará permitía periodificar las diferencias negativas de cambio ya activadas a través de un horizonte temporal superior al autorizado por la O.M., lo que suponía reconocer en cada ejercicio una menor cuantía de gastos financieros.



Al margen de esta interpretación, podría ser que el interés que pudiesen tener las empresas por mantener lo más estable posible su cifra de beneficios, no se centrara en los beneficios trimestrales sino en los anuales. En este caso tendríamos que haber escogido un mayor número de años para la muestra de empresas y realizado el estudio basándonos en la variabilidad de los beneficios anuales y no en la de los trimestrales. El principal inconveniente que presenta una investigación de este tipo radica en que a medida que retrocedamos en el tiempo, la comparabilidad de la información contable entre empresas tenderá a disminuir ya que al no existir una normativa contable concreta hasta la adaptación española de las directivas comunitarias, las posibilidades de que las políticas contables sean discrecionales se incrementarán.

Los resultados obtenidos nos llevan a cuestionarnos si en realidad los dos grupos de empresas, a pesar de pertenecer todas a sectores regulados, pueden considerarse como partes integrantes de una misma población. Como se puede observar en la tabla 5.7, queda patente que la variabilidad de los beneficios en el grupo de empresas que aplicaron la O.M. es superior al de las que no lo hicieron (incluso durante el período 1989-1991 existen serias dudas de que ambos grupos formasen una unidad). Por tanto, parece claro que la sensibilidad del beneficio de ambos grupos a las diferencias negativas de cambio era distinta, siendo sin embargo idéntico el tratamiento contable que se les reconoció a los uno y otros.

Aún con todo, quizás lo más sorprendente de la emisión de la O.M. sea la inclusión de las empresas concesionarias de autopistas entre el conjunto de sociedades que estaban autorizadas a aplicarla. Como ya indicamos anteriormente, estas empresas no reconocieron diferencias negativas debido al seguro de cambio que tienen concertado con el Estado y, por tanto, la estabilidad de su beneficio no se veía amenazada.

---

## **CAPÍTULO VI**

---

# **REACCIÓN DEL MERCADO ANTE LA MODIFICACIÓN DEL TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CAMBIO**

## **6.1 OBJETIVO DEL ESTUDIO EMPÍRICO Y ESTRUCTURA DE LOS DATOS.**

Como ya se indicó en el segundo capítulo, una de las áreas de investigación contable que más se ha desarrollado, desde principios de la década de los setenta, ha sido la que ha utilizado al mercado de capitales como un medio para contrastar determinadas hipótesis relacionadas con la información financiera. La inmensa mayoría de las aportaciones empíricas se han llevado a cabo en el mercado norteamericano, si bien con el transcurso del tiempo, y de manera paulatina, se han ido incorporando estudios realizados en otros mercados. Sin embargo, en el caso de nuestro país son más bien escasas las investigaciones, orientadas desde una perspectiva empírica, que analicen el efecto de la información contable sobre el mercado de capitales.

Concretamente, y en lo que se refiere al estudio del impacto que la regulación contable pueda tener sobre los precios de mercado de los títulos, sólo conocemos el trabajo realizado por Arcas (1992) en relación con la emisión de normativa, por parte del Banco de España, sobre la contabilización de la provisión para insolvencias y riesgo-país en las entidades financieras. Las razones que justifican esta insuficiencia de trabajos empíricos podrían estar relacionadas con la escasa normalización contable que ha existido en nuestro país hasta la aprobación del P.G.C. de 1990 (a excepción de algunos sectores económicos concretos, como el bancario), con las dificultades, en algunos casos insalvables, que tienen los investigadores para poder construir bases de datos completas y actualizadas, o con la reducida dimensión del mercado de capitales español que hace complicado poder establecer estudios relevantes sobre un número adecuado de sectores empresariales y, en consecuencia, con poca capacidad para generalizar los resultados a todos los agentes que intervienen él.

El trabajo empírico que vamos a desarrollar a lo largo de este capítulo, tiene como finalidad analizar cuál ha sido la reacción del mercado ante la modificación del tratamiento contable de las operaciones en moneda extranjera para determinadas empresas, como un medio para evaluar la relevancia para los inversores de la nueva normativa. En un principio, nos planteamos estudiar únicamente el posible efecto que la emisión de la O.M. de 12 de marzo de 1993 pudo tener sobre el precio de mercado de las empresas reguladas. No obstante, consideramos adecuado analizar, asimismo, si las diferentes devaluaciones producidas en la peseta habían provocado algún efecto en el mercado.

En consecuencia, el objetivo de esta investigación se centrará en determinar cuál ha sido el comportamiento bursátil de las empresas reguladas, definidas como tales en la O.M., en cada una de las devaluaciones producidas, así como a raíz del cambio contable experimentado. Del análisis de todos estos acontecimientos se considera especialmente relevante el estudio del posible efecto que la tercera devaluación hubiese tenido sobre el precio de mercado de las empresas reguladas, ya que con anterioridad a esta se había emitido la nueva normativa contable, lo que podría indicarnos si su existencia contribuyó a suavizar el impacto bursátil de la inestabilidad cambiaria.

La muestra de empresas con la que hemos trabajado viene determinada por la posibilidad que tengan las mismas de acogerse al tratamiento específico para las diferencias negativas de cambio, y está formada por la mayor parte de sociedades a las que nos referimos en el anterior capítulo, si bien en este caso sólo utilizamos aquellas que cotizan en el mercado continuo de valores. La relación de empresas cotizadas que forman parte de la muestra aparece en la cuadro 6.1.

Para realizar las estimaciones de los parámetros del modelo de mercado, hemos utilizado las cotizaciones semanales de los títulos, corregidas por dividendos y ampliaciones de capital, siendo el primer valor de la serie la cotización del 3 de agosto de 1990 y la última la del 25 de junio de 1993, viernes en ambos casos. Lo habitual al trabajar con datos que no sean diarios (por ejemplo, semanales o mensuales) es tomar la cotización de un día específico del período y mantenerla a lo largo del total muestral. En nuestro caso, hemos utilizado la cotización del viernes, de tal forma que la diferencia entre las cotizaciones de dos viernes consecutivos se puede interpretar como la rentabilidad acumulada a lo largo del período semanal. Además, y para idéntico período temporal que el de las empresas reguladas, hemos considerado como índice de mercado al «Índice General de la Bolsa de Madrid», ya que es el más representativo del conjunto de las bolsas nacionales.

La elección del período semanal para la estimación de los parámetros estriba en la búsqueda de una posición intermedia entre la utilización de datos diarios y mensuales. En el primer caso existe cierta controversia en cuanto al poder estadístico de los resultados obtenidos<sup>167</sup>. Por otra parte, si se emplean rentabilidades mensuales para analizar el efecto de la emisión de normativas contables, no conviene elegir períodos de estimación excesivamente amplios ya que podría no estar detectándose adecuadamente el instante en el que el mercado reacciona ante la norma (no tanto en lo que se refiere al día exacto de su emisión, sino más bien durante el proceso de discusión de la misma).

---

<sup>167</sup> Puede consultarse, en este sentido, Brown y Warner (1985).

CUADRO 6.1

**RELACIÓN DE EMPRESAS REGULADAS COTIZADAS EN BOLSA CON  
NORMATIVA CONTABLE ESPECÍFICA SOBRE MONEDA EXTRANJERA**

<b>EMPRESA</b>	<b>ACTIVIDAD</b>
ACESA	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
AUMAR	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
ENDESA	ELECTRICA
ENHER	ELECTRICA
ERZ	ELECTRICA
EUROPISTAS	CONCESIONARIA AUTOPISTAS
FECSA	ELECTRICA
FENOSA	ELECTRICA
GESA	ELECTRICA
HIDROCANTABRICO	ELECTRICA
HIDRUÑA	ELECTRICA
IBERDROLA	ELECTRICA
SEVILLANA	ELECTRICA
TELEFONICA	COMUNICACIONES
VIESGO	ELECTRICA

## 6.2 METODOLOGÍA.

A lo largo de este epígrafe vamos a analizar detalladamente la metodología que hemos utilizado para la realización de nuestro trabajo empírico. Como veremos a continuación, existen multitud de investigaciones, en el ámbito internacional, que han recurrido a este procedimiento para analizar el impacto que determinadas informaciones tienen sobre la valoración bursátil de las empresas. En definitiva, se tratará de examinar cuál será el alcance de un determinado suceso a través de su efecto sobre las cotizaciones

de los títulos, de ahí que en terminología anglosajona se denomine a las investigaciones basadas en esta metodología, *Event Studies*. Conviene distinguir entre este tipo de estudios y los denominados de *asociación* (association), ya que en estos últimos el objetivo fundamental no será tanto verificar el contenido informativo de una noticia, sino más bien, analizar en qué medida los datos contables, en especial la cifra de beneficios, son coherentes con la información reflejada en los precios<sup>168</sup> (Collins y Kothari, 1989). De forma sintética, el planteamiento de la investigación se realiza a través de las siguientes etapas<sup>169</sup>:

1ª) Existe un suceso que se supone que afectará a la evolución de los precios de mercado de los títulos.

2ª) Se selecciona un intervalo temporal, generalmente a corto plazo, en torno a la fecha en que tuvo lugar el evento.

3ª) Se supone que la rentabilidad de los valores y la del mercado están relacionadas. Dicha relación se formalizará en un modelo, cuyas variables se estimarán teniendo en cuenta el período temporal seleccionado.

4ª) Hay que analizar las diferencias entre la rentabilidad que el modelo predice para los títulos en el intervalo temporal donde su produce el suceso y la rentabilidad realmente obtenida en dicho período.

---

<sup>168</sup> Para una revisión de los diferentes modelos que se utilizan para establecer las posibles relaciones existentes entre la información contable y los precios de mercado de las acciones, pueden consultarse, entre otros, los trabajos de Monterrey y Pineda (1995) y Kothari y Zimmerman (1995).

<sup>169</sup> Una buena muestra de las características de esta metodología, así como de su utilización en diferentes áreas de investigación, se encuentra en los trabajos de Dyckman et al. (1984), Bernard (1990), Chandra y Balachandran (1990) y Strong (1992).

Los trabajos que han utilizado o utilizan esta metodología no son patrimonio exclusivo de los estudios empíricos de carácter contable, sino que existen diferentes líneas de investigación, en otras áreas de conocimiento, que también se sirven de ella. Al margen de una gran parte de los trabajos de orientación contable que mencionamos en el segundo capítulo, existen otros que de igual forma centran sus aspectos metodológicos en las alteraciones que sufran los precios de mercado ante un evento concreto. Mención destacada por su precocidad e importancia sobre investigaciones posteriores, merecen los artículos de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968) sobre la relación entre el anuncio de la cifra de beneficios y la evolución bursátil de los títulos. Asimismo, Gonedes (1974) analizó la correlación entre los beneficios y otras variables contables (fundamentalmente ratios) a fin de determinar cuál de ellas poseía mayor contenido informativo. Hagerman et al. (1984) estudiaron cómo incorporaba el mercado el anuncio trimestral de beneficios. Atiase (1985) investigó la incidencia que el tamaño de la empresa puede tener en el contenido informativo de las cifras contables, el denominado *Efecto Tamaño*<sup>170</sup>.

Los trabajos citados hasta ahora hacen referencia a aspectos contables o financieros relacionados con las empresas, pero esta metodología no sólo se ha empleado a esas informaciones. Como ejemplos curiosos de aplicación, cabe destacar el estudio de Liu et al. (1990) en el que analizaron el impacto que la publicación en el Wall Street Journal de la columna «Oído en la Calle», tenía

---

<sup>170</sup> Este efecto postula, *Ceteris Paribus*, que la cantidad de información suministrada al mercado por las cifras de beneficios está relacionada inversamente con el tamaño de la empresa (medido por la capitalización bursátil), por lo que la importancia relativa de los ajustes producidos en los precios de las acciones en respuesta a tales beneficios mantiene, también, una relación inversa con tal tamaño. Esto supondrá que el beneficio de las empresas de mayor tamaño proporciona una menor información que el de las de menor tamaño, ya que estas últimas suministran, en general, menos información al mercado, con lo que el impacto informativo de sus cifras de beneficios, y por tanto, las alteraciones que producen en los precios, son mayores.



sobre el precio de mercado de los títulos sobre los que se hacían comentarios<sup>171</sup>. De su trabajo se desprende que los dos días anteriores y el posterior a la publicación de la columna se produjeron cambios significativos en las rentabilidades de esos títulos, por lo que concluyen que esas informaciones disponen de contenido informativo para el mercado (la existencia de cambios significativos durante los dos días anteriores a la publicación de la noticia, podría justificarse por la posible existencia de información privilegiada).

Otro trabajo, más curioso si cabe que el anterior, es el de Etebari et al. (1987) sobre la reacción del precio de mercado ante los anuncios de fallecimiento o enfermedad grave de los presidentes y principales ejecutivos de las empresas cotizadas. Los autores afirman encontrar evidencia de cambios significativos de signo negativo el mismo día del anuncio de la noticia en el caso del fallecimiento de los presidentes, pero no así en el supuesto de que la defunción afectase a los ejecutivos, aunque indican que la edad de los «sujetos a estudio» podría influir en el impacto sobre los precios, ya que a menor edad debería ser más inesperada la defunción, y por lo tanto mayor dicha reacción.

La mayor parte de los estudios realizados sobre los *event studies* se han elaborado por autores extranjeros y referidos, en general, a la Bolsa de Nueva York. En el caso de nuestro país la bibliografía existente no es tan numerosa, aunque con el desarrollo del mercado de capitales y la mejora en las bases de datos, han ido creciendo con el tiempo. En este sentido, los trabajos que hemos considerado como más relevantes han sido el de Bergés et al. (1985) sobre el efecto que la regulación bancaria ha tenido en la valoración bursátil de la banca; el de Rubio (1987) sobre el comportamiento de los precios de los activos financieros el año posterior a los anuncios de ampliaciones de capital, de acuerdo con la información disponible sobre la contratación de los derechos de

---

<sup>171</sup> Con anterioridad, Foster (1979) ya había estudiado cuál era el contenido informativo de los informes que Abraham Briloff, un conocido analista financiero, publicaba en la revista *Barron's*.

suscripción preferente; el ya mencionado de Arcas (1992) sobre los efectos de la regulación contable en el sector bancario; el de Azofra y Vallelado (1993) que analiza si ha existido algún cambio en la rentabilidad y riesgo de los valores bursátiles al negociarse el contrato de opción sobre el IBEX-35 en MEFFSA; y, por último, el de González (1995) sobre el efecto del anuncio de dividendos en el valor de mercado de las empresas admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid.

A pesar de la ingente cantidad de artículos existentes sobre este tipo de estudios, la metodología que vamos a desarrollar a continuación no está exenta de críticas. La mayoría de ellas se centran en la utilización de un modelo teórico concreto para establecer las rentabilidades inesperadas de los títulos y en la elección del período de tiempo alrededor del cuál se estudiará el comportamiento del mercado. En el primer caso, el uso de otros modelos no parece que facilite mejores estimaciones que las obtenidas a través del modelo de mercado<sup>172</sup>, si bien es cierto que pueden mejorarse en algunos casos los procedimientos de contrastación con el empleo de modelos de regresión múltiple (Binder, 1985).

El segundo tipo de críticas se dirige hacia la discrecionalidad que puede introducir el investigador en la selección del intervalo temporal de estudio en el que se produjo el suceso en cuestión. Ante esta circunstancia sólo nos cabe afirmar que la búsqueda de dicho período debe de estar presidida por el sentido común, es decir, por la elección de un intervalo acorde a la naturaleza de los datos que han servido para la estimación del modelo. No será lo mismo que se hayan utilizado datos diarios, semanales, mensuales o anuales; lógicamente, cuanto mayor sea la periodicidad, la amplitud del intervalo deberá de aumentar, y viceversa.

---

<sup>172</sup> Véase, en este sentido, el artículo de Thompson (1989).

Además, tal y como vimos en el capítulo anterior, se da el caso de que algunas empresas que podían beneficiarse de la utilización de la norma no lo hicieron. Por esta razón hemos analizado no sólo el comportamiento conjunto de todas las empresas de la muestra, sino que también hemos agrupado en dos carteras a los valores, tomando como criterio discriminador la aplicación real de la nueva normativa contable, con el fin de examinar si existía alguna diferencia significativa entre ambos ante la emisión del pronunciamiento contable. En este sentido, queremos destacar que aunque esta práctica es la habitual en la mayor parte de estudios realizados en el mercado norteamericano, en nuestro caso tal vez adolezca de una limitación, a saber, el reducido número de empresas a las que les podía afectar el cambio de criterio contable, con la consiguiente repercusión sobre el tamaño de los grupos que se puedan formar. No obstante, consideramos que la concentración en unos pocos sectores de la aplicabilidad de la norma, puede favorecer la comparabilidad de los resultados ya que se tratará de empresas dedicadas a una misma actividad.

La exposición de la metodología la hemos agrupado en tres apartados; en el primero examinamos el modelo econométrico utilizado para la estimación de las rentabilidades esperadas de los títulos, haciendo hincapié en los diferentes criterios a los que se suele recurrir para plantear el modelo de regresión lineal; en segundo lugar establecemos de qué forma analizar la existencia de una posible respuesta anómala en las rentabilidades de los títulos ante una determinada noticia; por último, en tercer lugar, planteamos el contraste estadístico que debe de realizarse para comprobar cuál es la significatividad de las rentabilidades anormales observadas.

### 6.2.1 EL MODELO DE MERCADO DE SHARPE.

El modelo de mercado, introducido por Sharpe (1963), no es más que una simplificación del Modelo de Cartera de Markowitz, en el cual se pretende relacionar la rentabilidad y el riesgo de un determinado activo. Sharpe (1963), con el fin de facilitar la estimación de dichas variables, supuso que la dependencia estadística entre los rendimientos de los distintos títulos que formasen una cartera no era directa, sino derivada de la relación existente entre esos títulos y un grupo fundamental de índices representativos de la evolución de la actividad económica. El modelo más aceptado, y que perdura hasta nuestros días, es el que relaciona la rentabilidad de un título con la de un índice bursátil, obteniéndose de esta relación una clasificación de los valores en función de su riesgo y rentabilidad. En el campo de las finanzas, el primer trabajo que utilizó este modelo para determinar la reacción del mercado de capitales ante un suceso concreto (el anuncio de una serie de ampliaciones de capital) fue el de Fama et al. (1969).

La forma funcional del modelo de Sharpe es la siguiente:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it} \quad ; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad [6.1]$$

donde:

$R_{it}$  = Rendimiento del título  $i$  durante el período de tiempo  $t$  (puede ser anual, mensual, semanal, diario, etc.).

$R_{Mt}$  = Rendimiento del mercado, medido por el rendimiento del índice considerado, durante el mismo período de tiempo. Por lo general, el índice estará corregido por anuncios de pago de dividendos y ampliaciones de capital.

$\varepsilon_i$  = Error o perturbación aleatoria que recoge todos aquellos factores, considerados irrelevantes individualmente, que influyen en el valor de  $R_{it}$ . Estos errores dependen de las características propias de cada título, y por tanto son independientes del comportamiento del mercado. Su varianza,  $\sigma_i^2$ , constituye una medida del riesgo «propio» o «específico» del título «i», también llamado riesgo «diversificable» o «no sistemático».

$\beta_i$  = Parámetro a estimar que nos indica el peso o grado de intensidad con que las variaciones de  $R_{Mt}$  afectan a  $R_{it}$ . Se le llama riesgo «sistemático» o de «mercado» del título «i». Su interpretación permitirá construir carteras con mayor o menor riesgo, ya que a mayor  $\beta_i$  más aumentará  $R_i$  cuando el mercado esté en alza y, lógicamente, en caso contrario mayor será también el descenso, de ahí el incremento de riesgo que se soporta. Si un inversor quiere formar una cartera con poco riesgo, incluirá en ella aquellos títulos cuyas  $\beta_i$  sean inferiores a la unidad.

$\alpha_i$  = Parámetro a estimar que refleja la parte de la rentabilidad del título «i» que es independiente del mercado. Será la ordenada en el origen de la regresión.

T = Tamaño muestral. Será el período temporal que se toma en consideración para obtener observaciones del par  $(R_{it}, R_{Mt})$  y estimar en base a ellas el valor de los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$ .

La estimación de los parámetros del modelo [6.1] se puede realizar a través de mínimos cuadrados ordinarios<sup>173</sup>, aunque para ello se exige el cumplimiento de algunas hipótesis básicas respecto a la perturbación aleatoria, las variables y los parámetros a estimar<sup>174</sup>. Por lo que se refiere a las condiciones que deben de cumplir las perturbaciones, pueden agruparse en las siguientes (Uriel et al., 1990, págs. 55-57):

1ª)  $\varepsilon_{it}$  es una variable aleatoria no observable. Esto supone que a través de ella se incluye a un conjunto de variables que tienen un efecto individual irrelevante sobre la variable dependiente o regresando, pero cuyo efecto conjunto no es despreciable, además de contener una parte debida exclusivamente al azar. Por tanto, es razonable suponer que la perturbación tiene un comportamiento aleatorio y, en consecuencia, debe de ser tratada como una variable aleatoria que toma diferentes valores con una determinada probabilidad.

No obstante, esta hipótesis no es contrastable empíricamente, puesto que, si bien los residuos mínimo-cuadráticos  $u_{it}$  que se pueden considerar estimaciones de  $\varepsilon_{it}$ , sí son observables, las verdaderas perturbaciones aleatorias  $\varepsilon_{it}$  no lo son en ningún caso. Como corolario a la aleatoriedad de las perturbaciones del modelo, la variable dependiente ( $R_{it}$  en el modelo de Sharpe) también será aleatoria al ser una combinación lineal de  $\varepsilon_{it}$ .

2ª) La esperanza matemática de  $\varepsilon_{it}$  es cero. En este caso se adopta el supuesto de que los efectos individuales de las variables incluidas en el término de la

---

<sup>173</sup> En Jain (1986) se puede encontrar una discusión sobre métodos alternativos de estimación si se dispone de datos diarios, y en Morse (1984) si fuesen mensuales. Además, en Karafiath (1994) se examinan las ventajas e inconvenientes de adoptar diferentes métodos de regresión, incluido el de mínimos cuadrados ordinarios.

<sup>174</sup> En Maddala (1985, págs. 76-108) se puede encontrar un análisis exhaustivo del modelo lineal básico.

perturbación tienden a compensarse en media. Formalmente esta hipótesis se puede expresar del siguiente modo:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad ; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad [6.2]$$

3ª) *Homocedasticidad*. Esta hipótesis implica que la varianza de las perturbaciones aleatorias es constante. Además, las perturbaciones tendrán una distribución de probabilidad independiente del regresor del modelo,  $R_{Mt}$  en el modelo de Sharpe. Matemáticamente:

$$E(\varepsilon_{it}^2) = \sigma_i^2 \quad ; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad [6.3]$$

$$Cov(\varepsilon_{it}, R_{Mt}) = 0 \quad ; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad [6.4]$$

4ª) *No Autocorrelación*. Las perturbaciones aleatorias serán independientes entre sí a lo largo del tiempo. Analíticamente:

$$Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{it'}) = 0 \quad ; \quad t \neq t' \quad ; \quad t, t' = 1, 2, \dots, T \quad [6.5]$$

5ª) *Normalidad*. Se puede demostrar que  $\varepsilon_{it}$  sigue una distribución normal, de media cero y varianza  $\sigma_i^2$ .

$$\varepsilon_{it} \Rightarrow N(0, \sigma_i^2) \quad ; \quad t = 1, 2, \dots, T \quad [6.6]$$

Si aceptamos que se cumplen todas y cada una de las anteriores hipótesis, se pueden estimar los parámetros del modelo teniendo en cuenta que

la rentabilidad de cada título, así como la del mercado, se calcula a partir de las siguientes expresiones<sup>175</sup>:

$$R_{it} = \frac{P_{it}}{P_{it-1}} \quad [6.7]$$

$$R_{Mt} = \text{Ln} \left( \frac{P_{Mt}}{P_{Mt-1}} \right) \quad [6.8]$$

donde:

$P_{it}$  = Cotización del título «i» en el instante t

$P_{it-1}$  = Cotización del título «i» en el instante t-1

$P_{Mt}$  = Valor del índice de mercado en el instante t

$P_{Mt-1}$  = Valor del índice de mercado en el instante t-1

Por otra parte, la varianza de las perturbaciones del modelo se estimará a través de la varianza de los residuos de la regresión. La expresión de este último estadístico es la siguiente:

$$S_i^2 = \frac{\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2}{T-2} \quad [6.10]$$

<sup>175</sup> La utilización en el denominador de estos cocientes de los precios de los títulos o del valor del índice de mercado en un momento anterior, tiene implicaciones estadísticas, ya que se reducirá la posibilidad de que se produzca heterocedasticidad en los residuos del modelo. No obstante, en otro tipo de trabajos donde se relacione la rentabilidad del título con el resultado contable, el empleo de este «deflactor» permite homogeneizar el tamaño de las empresas que formen parte de la muestra (véase en este sentido, Christie, 1987).



Una vez determinado el método para conseguir las estimaciones del modelo, queda todavía por precisar cuál será el período temporal que se tendrá en cuenta para calcular las regresiones y el que se utilizará, posteriormente, para analizar la existencia de rentabilidades anormales. Antes de responder a esta cuestión, conviene resaltar que en este tipo de investigaciones es muy importante determinar tanto en qué momento se produce el suceso que puede influenciar en el precio de mercado de los valores, como la relevancia de ciertas informaciones que se hayan difundido que a lo largo del período de estudio, ya que los inversores pueden haberlas descontado con anterioridad a la fecha exacta del suceso.

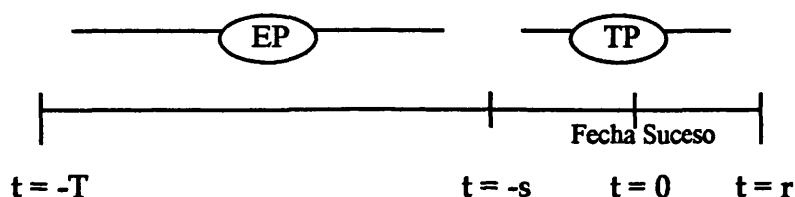
En general, los períodos de estimación y de contrastación se suelen seleccionar de acuerdo con los siguientes criterios:

1º) Utilizar datos desde una fecha anterior y hasta una fecha posterior, incluyendo al propio suceso. En este caso el análisis de las rentabilidades anormales será el de los propios residuos del modelo, ya que el valor cierto de la rentabilidad de cada título se habrá utilizado para realizar la estimación de los parámetros. Además, de adoptar este criterio, se estará suponiendo que los parámetros del modelo serán estables a lo largo de todo el período de tiempo considerado, incluso aunque en algún momento del mismo se vaya a producir el propio suceso, lo que debería de traducirse en alguna inestabilidad en los coeficientes estimados de los parámetros. A este respecto, coincidimos con Thompson (1985), en que este método sería el adecuado si la correlación entre la rentabilidad del mercado y el anuncio del o de los sucesos fuese nula. En el supuesto de que no fuese así, el período de análisis no debería de incluir al propio evento.

2º) Establecer un intervalo temporal alrededor del instante en el que se produzca el suceso y utilizar, para estimar los valores esperados de la rentabilidad que les correspondería a los títulos (según el modelo de mercado),

un lapso de tiempo anterior a dicho intervalo. En este caso, la rentabilidad anormal se determinaría por la diferencia entre la rentabilidad real, obtenida durante el período de análisis considerado, y la que predijese el modelo.

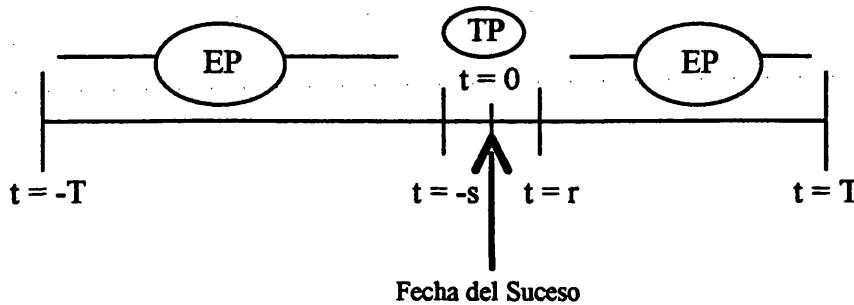
Esta planteamiento es el que más se ha implantado en la práctica, si bien admite diferentes posibilidades. En concreto, una de las variantes a las que se ha recurrido con mayor frecuencia sería la que se presenta en el siguiente gráfico:



Los pasos a seguir para esquematizar este proceso consistirán, en primer lugar, en fijar en el eje temporal ( $t = 0$ ) el instante en el que se produce el suceso que se pretende estudiar. En segundo lugar, y según cuál sea la periodicidad de los datos que se vayan a utilizar, se seleccionará el intervalo que servirá para contrastar si se ha producido o no un cambio en el precio de mercado. A ese intervalo (TP) se le conoce en los trabajos empíricos, como *Test Period* o período de contraste. En tercer lugar, y también a partir de cuál sea la periodicidad de los datos, se tomará el período que servirá para estimar los parámetros del modelo (EP)<sup>176</sup>. A ese período se le denomina *Estimated Period* o período de estimación.

<sup>176</sup>Strong (1992, pág. 538) afirma que el número de observaciones utilizado en la práctica para estimar los parámetros del modelo es variable. Para datos diarios se suelen utilizar entre 60 y 600, entre dos y cuatro años para los semanales, mientras que cinco años es lo habitual cuando se tienen observaciones mensuales.

Si se dispone de suficiente información acerca del comportamiento del precio de los títulos en un período posterior al suceso, existe un método alternativo al anterior, que consiste en utilizar como período de estimación, no sólo los datos anteriores al evento, sino también los posteriores, quedando fuera del período de estimación el intervalo de contraste o TP<sup>177</sup>. Gráficamente:



Con la elección de este período de estimación, se estaría favoreciendo el análisis de un posible cambio en la variabilidad de las rentabilidades anormales, ya que sería de esperar que el comportamiento fuese estable en los dos EP, mientras que en el TP la variabilidad debería ser superior precisamente a consecuencia del suceso acaecido.

## 6.2.2 ANÁLISIS DE LAS RENTABILIDADES ANORMALES.

Una vez determinado el modelo de comportamiento de las rentabilidades de los títulos, tendremos que plantear un análisis que nos permita detectar una posible respuesta anómala ante el anuncio de una determinada noticia. Con las estimaciones obtenidas para  $\alpha$  y  $\beta$ , se procederá al cálculo de la rentabilidad anormal, cuya expresión será:

<sup>177</sup> Por ejemplo, Olsen y Dietrich (1985), para analizar el efecto que el anuncio de la cifra de ventas de una cadena de tiendas al por menor tenía en el precio de mercado de las acciones de sus proveedores, utilizaron un EP de 238 días subdivididos en (-121, -2) y (+2, +121) y dejando un TP de (-1, +1).

$$RA_{it} = R_{it} - \left( \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt} \right) \quad [6.11]$$

donde:

$\hat{\alpha}_i$  = Es la estimación del parámetro « $\alpha$ » del modelo de mercado

$\hat{\beta}_i$  = Es la estimación del parámetro « $\beta$ » el modelo de mercado

Por tanto, la rentabilidad anormal surge por diferencia entre el valor cierto de la rentabilidad del título «i», y la que el modelo de mercado predice que le correspondería en función de su riesgo<sup>178</sup>. Con el fin de poder observar el comportamiento de las rentabilidades anormales (RA), a continuación se procedería a calcular su media para cada período temporal considerado (día, semana, mes, etc.) utilizando para ello todos los títulos que formen parte de la muestra. En nuestro trabajo empírico, el cálculo de este valor se realizará además de para el total muestral, para los dos grupos en que separamos a las empresas en función de que hubiesen aplicado o no la Orden Ministerial sobre la contabilización de las diferencias negativas de cambio. Denotaremos dicha media por RAM (rentabilidad anormal media):

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it} \quad [6.12]$$

<sup>178</sup> Existen otras posibilidades para estimar la rentabilidad esperada del título, al margen del modelo de mercado. Se puede determinar a partir de un modelo que presuponga que dicho valor coincidirá con la rentabilidad media de la acción, calculada durante un período de tiempo concreto. Una segunda variante podría consistir en considerar que la rentabilidad esperada se podrá estimar a partir de la rentabilidad obtenida por el mercado. Si además de admitir el comportamiento antedicho, se ajusta la estimación en función del riesgo de cada título, entonces estaríamos ante el método propuesto. Para un análisis de las ventajas e inconvenientes que plantea el uso de unos u otros modelos, puede consultarse el trabajo de Chandra et al. (1990).

donde:

N = Número de títulos considerados en la muestra

Una vez obtenidos los RAM para cada uno de los días del período de contrastación, y para cada grupo de empresas considerado, se calcularán las rentabilidades anormales medias acumuladas (RAMAC):

$$\text{RAMAC}_L = \sum_{t=s}^r \text{RAM}_t \quad [6.13]$$

En este caso el subíndice «L» indica la amplitud del TP, existiendo por lo tanto, tantas RAMAC como subperíodos tenga el período de contraste.

La  $\text{RMA}_t$  se puede interpretar como la desviación media de la rentabilidad de los títulos estudiados con respecto a la que el mercado predice que le correspondería. Del mismo modo, las  $\text{RAMAC}_t$  serán las desviaciones medias acumuladas desde el momento «b» y hasta «r».

Conviene reseñar que en este tipo de trabajos, y una vez determinadas las  $\text{RAMAC}_t$ , suele ser habitual que se representen gráficamente con el fin de analizar si existe alguna tendencia a lo largo de su evolución. Además, el estudio del gráfico nos permite observar si el mercado ha descontado la información anticipadamente o si, por el contrario, lo ha hecho en el mismo instante de producirse el suceso en cuestión, ya que de esta forma se puede obtener alguna evidencia acerca del efecto que ha tenido sobre el precio de mercado el suceso acaecido.

### 6.2.2.1 CONTRASTE DE SIGNIFICATIVIDAD.

Hasta este momento el análisis que hemos expuesto sobre las rentabilidades anormales podríamos calificarlo como descriptivo. En realidad, la evidencia a la que antes aludíamos no deja de ser un concepto puramente subjetivo que, implícitamente, puede estar condicionado por la capacidad que tenga el investigador para interpretar el resultado en el que él este interesado. Con el fin de reducir al máximo dicha subjetividad, resulta conveniente plantearse algún contraste estadístico que permita, con un mayor grado de neutralidad, discernir qué cambios producidos en las rentabilidades anormales deben de considerarse como significativos y cuáles no<sup>179</sup>.

Por tanto, el contraste estadístico se utilizará para verificar cuál será la significatividad de las rentabilidades anormales que se hayan producido. En concreto, las hipótesis nula y alternativa que se pretenden comprobar son:

$$H_N : E(RA) = 0$$

$$H_A : E(RA) \neq 0$$

Para verificar estas hipótesis, puede plantearse un contraste estadístico idéntico al que se utiliza cuando se quiere comprobar la igualdad a cero del valor medio de una serie de valores. En este caso el estadístico de contraste se distribuye como una *t-student* con N-1 grados de libertad, y su expresión formal es la siguiente:

---

<sup>179</sup> En bastantes trabajos, sobre todo en los primeros, no se solían utilizar contrastes de significatividad, siendo la única herramienta de análisis que se empleaba el estudio del gráfico de las rentabilidades medias acumuladas.

$$t = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it}}{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (RA_{it} - \overline{RA}_{it})^{1/2}} = \frac{RAM}{\sigma_{RAM}} \Rightarrow t(N-1) \quad [6.14]$$

Sin embargo, y a pesar de la concordancia entre las hipótesis a comprobar y el planteamiento del contraste, este estadístico no es el adecuado para realizar la verificación, ya que como indican Collins y Dent (1984, págs. 60-61), mediante la aplicación de este procedimiento se está asumiendo que todas las empresas tienen la misma varianza residual, y que la covarianza entre ellas es cero, es decir, que en media el efecto que pueda producir el suceso será idéntico para todos los títulos, de ahí la constancia de las varianzas residuales. En este sentido, la norma habitual consiste en considerar que la alteración que produzca el evento objeto de estudio en cada título pueda ser distinta, por lo que si se utilizan rentabilidades anormales que sean heterocedásticas o que estén correlacionadas de forma cruzada (entre los títulos), el anterior test no sirve.

Patell (1976, págs. 255-256) indica que los parámetros del modelo de mercado son estimados con observaciones ajenas al TP, por lo que las RA son errores de predicción más que verdaderos residuos. En esa situación, y como ya se indicó con anterioridad, no sería correcto suponer que la varianza de los errores de predicción permanece constante, sino que se debería de introducir algún tipo de corrección para que se tenga en cuenta la diversidad de la misma. Como señalan Pindyck y Rubinfeld (1980, pág. 201), los mejores pronósticos de  $Y$ , en nuestro caso de la rentabilidad del título «i», serán los correspondientes a aquellos valores de  $X$ , la rentabilidad del mercado para nosotros, en torno a los cuales se disponga de la mayor información muestral.

El corrector para la varianza de los errores de predicción que se incorpora a esta clase de estudios es el siguiente (Theil, 1971, págs. 122-123):

$$C_{it} = 1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mL} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{mt} - \bar{R}_m)^2} \quad [6.15]$$

donde:

$T$  = Número de observaciones del EP

$R_{mL}$  = Rentabilidad del mercado a lo largo del TP

$\bar{R}_m$  = Rentabilidad media del mercado en el EP

Con esta corrección, a medida que el nuevo valor  $R_{mL}$  se aleje de  $\bar{R}_m$  se desplaza del «recorrido de experiencia» utilizado para estimar el modelo, generándose predicciones menos fiables.

En consecuencia, el estadístico, ya corregido, que se utiliza para contrastar la significatividad de las RAM en cada título se determina a partir de la siguiente expresión (Patell, 1976):

$$V_{it} = \frac{RA_{it}}{S_i \sqrt{C_{it}}} \Rightarrow t(T-2) \quad [6.16]$$

donde:



$$S_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T \hat{u}_{it}^2}{T-2}} \Leftrightarrow \text{Es la desviación típica de los residuos del modelo estimado durante EP}$$

En definitiva, cada  $V_{it}$  será la rentabilidad anormal estandarizada teniendo en cuenta el factor  $C_{it}$ . Conviene señalar que para que la distribución de las  $V_{it}$  sea la indicada, se está presuponiendo que las  $RA_{it}$  se distribuyen de acuerdo con una normal<sup>180</sup>.

Del análisis de cada uno de los  $V_{it}$  podremos averiguar si algún título se ha comportado de forma significativamente distinta al resto a lo largo del TP. No obstante, si queremos observar la evolución de un conjunto de títulos durante dicho período, acumulando los  $V_{it}$  y dado el comportamiento asintótico de la *t-student*, podremos construir el siguiente estadístico:

$$Z_{Vi} = \frac{\sum_{i=1}^N V_{it}}{\left( \sum_{i=1}^T \frac{T_i - 2}{T_i - 4} \right)^{1/2}} \Rightarrow N(0,1) \quad [6.17]$$

donde:

$T_i$  = Número de observaciones utilizadas en el EP del título «i»

<sup>180</sup> En Marais (1984) se analiza el «Bootstrap Method» que no presupone la normalidad de la  $RA_{it}$  (para un análisis de esta técnica de remuestreo en modelos de regresión, puede consultarse el trabajo de Romo, 1994). Además, Thompson II et al. (1988) estudiaron el comportamiento de la distribución de los  $V_{it}$  para diferentes períodos de estimación.

Por lo tanto, para aquellos valores de  $Z_{Vt}$  que superen un valor previamente establecido por el investigador, en general 1,96 (que es el valor que le corresponde en tablas a un nivel de probabilidad del 5%), se rechazará la hipótesis nula y, en consecuencia, la variación producida en la rentabilidad anormal resultará significativa.

### **6.3 ANÁLISIS Y CONSECUENCIAS DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS.**

A lo largo de este epígrafe se van a ir presentando los resultados que hemos obtenido en nuestra investigación teniendo en cuenta la metodología anteriormente descrita. El orden que hemos establecido para su discusión ha sido el siguiente; en primer lugar, se mostrarán los valores obtenidos para los parámetros del modelo de mercado con su respectivo estadístico de contraste, así como el coeficiente de determinación para cada una de las regresiones; en segundo lugar, y para cada uno de los períodos de contraste, se comentarán los gráficos de las rentabilidades medias acumuladas, tanto para todos los títulos que forman parte de la muestra como para los dos grupos integrados según que hayan aplicado o no el nuevo criterio contable; por último, en tercer lugar, y como una segunda posibilidad para analizar el impacto en el mercado de cada uno de los sucesos, se estudiará la evolución que han experimentado los coeficientes del modelo de mercado a lo largo de cada uno de los períodos, observando de esta forma si existe o no estabilidad temporal en los parámetros estimados.

### **6.3.1 ESTIMACIÓN DE LOS PARÁMETROS DEL MODELO.**

Para poder estudiar cuál ha sido el comportamiento de los precios de mercado de las empresas reguladas ante las turbulencias monetarias por las que atravesó el S.M.E. (como consecuencia de las cuales se emitió la nueva normativa contable), hemos estimado cuatro modelos diferentes para otros tantos períodos temporales distintos. En concreto, uno de ellos se utilizará para analizar el impacto de la aprobación de la Orden Ministerial por la que modificaba el tratamiento contable de las diferencias negativas de cambio, y los otros tres para examinar el efecto de las devaluaciones que se produjeron durante 1992 y 1993. Además, la elección de estos períodos de estudio también estuvo motivada por las distintas consecuencias que se derivaban sobre los flujos de caja futuros de las sociedades cotizadas:

- En el caso de las tres devaluaciones de la peseta se verán modificados cuantitativamente, ya que se incrementará el pasivo a reembolsar.

- Por lo que se refiere a la emisión de la norma contable, no deberían de modificarse, a pesar del efecto que sí tendrá sobre la cifra de beneficios.

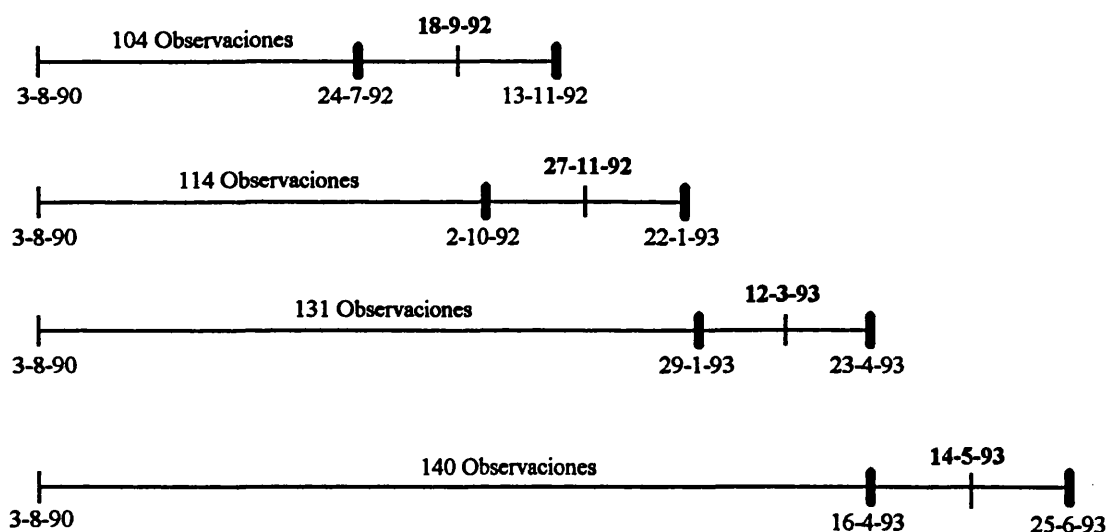
La elección del EP, que recordemos era el período de estimación, estará en función del intervalo que consideremos adecuado para analizar el posible efecto de la noticia, es decir, del TP. En este sentido, y una vez examinadas diferentes alternativas, para el caso de las dos primeras devaluaciones tomaremos un TP de ocho semanas, anteriores y posteriores al viernes de la semana en que se produjo cada devaluación. El período de estimación para la O.M. y la tercera devaluación será de seis semanas, también anteriores y posteriores al viernes de la semana en que se produjo el suceso.

Los cálculos estadísticos de las cinco regresiones que hemos realizado para cada título, se han llevado a cabo con la versión 7.03 del programa *MICROTSP™*.

Gráficamente, los distintos períodos de estimación y contrastación que utilizaremos serán los siguientes:

### GRÁFICO 6.1

#### PERÍODOS DE ESTIMACIÓN Y CONTRASTACIÓN



En las tablas 6.1 y 6.2 aparecen los valores de las betas, con sus estadísticos «t» de contraste para cada título y período, así como los coeficientes de determinación de cada regresión. La regresión que incluye el período de estimación completo y que nos servirá para poder contrastar la estabilidad del modelo, contendrá 153 observaciones y le hemos asignado el parámetro  $\beta_5$ . Con el fin de distinguir los resultados de esta regresión de los del resto, los valores obtenidos se presentan en negrita en la tabla 6.2.

**TABLA 6.1**  
**PARÁMETROS ESTIMADOS DEL MODELO (I)**

EMPRESA	$\beta_1$	t	R <sup>2</sup>	$\beta_2$	t	R <sup>2</sup>	$\beta_3$	t	R <sup>2</sup>
ACESA	0,80732	7,5795	0,3603	0,88034	9,1567	0,4282	0,91687	10,050	0,4391
AUMAR	0,73302	6,9682	0,3225	0,80873	7,8897	0,3572	0,82443	8,7200	0,3708
ENDESA	0,75171	8,5970	0,4202	0,87365	10,802	0,5102	0,92462	11,802	0,5192
ENHER	0,50627	4,5893	0,1711	0,56597	5,4329	0,2086	0,49543	5,0345	0,1642
ERZ	0,76972	6,4358	0,2888	0,83310	7,6053	0,3406	0,87312	7,7872	0,3198
EUROPT	0,79197	6,9185	0,3194	0,88633	8,2129	0,3759	0,86492	8,4679	0,3573
FECSA	0,92615	10,249	0,5073	0,89778	10,643	0,5028	0,91199	11,587	0,5100
FENOSA	0,76756	10,990	0,5422	0,81315	12,520	0,5832	0,85358	12,181	0,5349
GESA	0,97630	9,5478	0,4719	0,94143	10,248	0,4839	0,91214	10,169	0,4449
HIDROC	0,83242	10,437	0,5165	0,83137	10,421	0,4923	0,81864	10,953	0,4818
HIDRU	0,57982	4,6575	0,1754	0,65797	5,8993	0,2371	0,64896	4,5280	0,1371
IBERDR	0,62837	8,4223	0,4102	0,74142	10,031	0,4732	0,80137	11,488	0,5057
SEVILLA	0,86375	10,035	0,4968	0,87036	10,755	0,5081	0,84205	10,517	0,4616
TELEFO	0,5835	5,1107	0,2039	0,66687	6,3627	0,2655	0,72334	7,4914	0,3032
VIESGO	0,0083	0,0846*	0,00007	0,17422	1,6328*	0,0233	0,17567	1,6273*	0,0201

(\*) Valores del estadístico no significativos al 5%.

**TABLA 6.2**  
**PARÁMETROS ESTIMADOS DEL MODELO (II)**

EMPRESA	$\beta_4$	t	R <sup>2</sup>	$\beta_5$	t	R <sup>2</sup>
ACESA	0,9339	10,462	0,4423	<b>0,9249</b>	<b>10,882</b>	<b>0,4412</b>
AUMAR	0,8347	9,0771	0,3738	<b>0,8378</b>	<b>9,4520</b>	<b>0,3733</b>
ENDESA	0,9238	11,925	0,5075	<b>0,9331</b>	<b>12,581</b>	<b>0,5134</b>
ENHER	0,4876	4,7179	0,1389	<b>0,5033</b>	<b>4,9042</b>	<b>0,1382</b>
ERZ	0,8847	8,1324	0,3239	<b>0,9006</b>	<b>8,2399</b>	<b>0,3116</b>
EUROPISTAS	0,8608	8,7460	0,3566	<b>0,8379</b>	<b>9,0498</b>	<b>0,3532</b>
FECSA	0,9058	11,937	0,5080	<b>0,8886</b>	<b>12,056</b>	<b>0,4921</b>
FENOSA	0,8619	12,350	0,5250	<b>0,8674</b>	<b>12,564</b>	<b>0,5128</b>
GESA	0,9213	10,426	0,4406	<b>0,9148</b>	<b>10,762</b>	<b>0,4357</b>
HIDROCANT	0,8108	11,079	0,4707	<b>0,8112</b>	<b>11,673</b>	<b>0,4760</b>
HIDRUÑA	0,6887	4,8854	0,1475	<b>0,7106</b>	<b>5,285</b>	<b>0,1570</b>
IBERDROLA	0,7928	11,481	0,4886	<b>0,7924</b>	<b>12,002</b>	<b>0,4899</b>
SEVILLANA	0,8520	10,839	0,4598	<b>0,8792</b>	<b>10,900</b>	<b>0,4420</b>
TELEFONICA	0,7415	7,8944	0,3111	<b>0,7474</b>	<b>8,4688</b>	<b>0,3235</b>
VIESGO	0,1742	1,6513*	0,0194	<b>0,2514</b>	<b>2,2993</b>	<b>0,0340</b>

(\*) Valores del estadístico no significativos al 5%.

En las dos tablas anteriores no se han incluido los valores del parámetro  $\alpha_i$  del modelo de mercado. La razón para no hacerlo radica tanto en el valor prácticamente despreciable de dichos parámetros, como en su no significatividad para la mayoría de títulos y períodos.

Los resultados obtenidos para las betas de los títulos analizados a lo largo de los cinco períodos, muestran en todos los casos, a excepción de los registrados para la eléctrica Viesgo, que el valor de los parámetros es significativo hasta niveles del 1%, alcanzando en algunos títulos cifras cercanas

al 1%. Por lo que respecta a Viesgo, únicamente la beta calculada para todo el período resulta significativa al 5%, si bien el valor de su coeficiente de determinación ( $R^2$ ) no sobrepasa en ningún caso el 4%.

En nuestra opinión, estos resultados ponen de manifiesto que el modelo de mercado no se ajusta en absoluto a la evolución de la rentabilidad de esta empresa, lo que implicaría la existencia de una o varias variables que la explicarían en mayor medida ya que no parece que la relación con el índice de la Bolsa de Madrid sea la que el modelo teórico predice. Ante esta insuficiencia detectada, hemos considerado conveniente desestimar la inclusión de este título en el análisis de los distintos sucesos procediendo, en consecuencia, a su eliminación de la muestra de sociedades cotizadas que van a ser estudiadas.

### **6.3.2 RENTABILIDADES ANORMALES Y SUCESOS ACAECIDOS.**

Una vez conseguidos los valores de las betas, el siguiente paso consiste en determinar los valores medios de las rentabilidades anormales para, a continuación, obtener el valor acumulado de las mismas. El objetivo de este apartado radica en analizar el comportamiento de las RAMAC en cada uno de los períodos en los que hemos subdividido el estudio y para cada conjunto de títulos examinado. Para ello mostramos los valores de ambas rentabilidades y del estadístico utilizado para contrastar la significatividad de las mismas, así como los gráficos obtenidos para todos los intervalos objeto de análisis. Asimismo, en el Apéndice 1, se incluyen los resultados obtenidos para los  $V_{it}$  de todos los títulos, ya que en cierto modo a través de dichos valores se puede determinar cuál ha sido el efecto concreto de los sucesos sobre cada sociedad cotizada y, por tanto, cuál ha resultado más perjudicada por los mismos.

### 6.3.2.1 PRIMERA DEVALUACIÓN (17-9-92).

En la tabla 6.3 se muestran los valores del estadístico  $Z_{Vi1}$  para cada una de las semanas que forman parte del período de contraste. En dicha tabla, a aquéllos valores de  $Z_{Vi1}$  que resulten estadísticamente significativos a un 5% se les asocia un asterisco. Por otra parte, en el gráfico 6.2 se representa la tendencia que sigue la rentabilidad media acumulada, durante el intervalo de contrastación, para todos los títulos de la muestra y para los dos grupos en que escindimos el total muestral en función de la utilización o no que hubiesen hecho de la nueva norma sobre la contabilización de las operaciones en moneda extranjera. En este último caso, y como ya vimos en el capítulo anterior, las empresas que sí aplicaron la O.M. fueron la mayor parte de las que forman el sector eléctrico y Telefónica, mientras que las que no lo hicieron fueron las concesionarias de autopistas, Hidrocantábrico, Gesa y Erz. En definitiva, a través del análisis de estos resultados, se pretende comprobar cuál haya sido el efecto de la primera devaluación en las empresas implicadas por el cambio normativo.

A la vista de los valores del estadístico  $Z_{V1}$  y del gráfico de las RAMAC, parece evidente que nos encontramos ante un período de elevada inestabilidad para las empresas consideradas. En concreto, y si nos centramos en los datos relativos al total muestral, a finales del mes de agosto se produjo una caída en la RAM del 1,6%, estadísticamente significativa, que probablemente estuvo relacionada con ciertos movimientos especulativos ocasionados a raíz del agravamiento de la crisis del Sistema Monetario Europeo. No obstante, el permanente fluir de informaciones que se vertieron al mercado acerca de las turbulencias que se estaban produciendo sobre la mayor parte de las monedas europeas, puede considerarse como una posible causa del descuento progresivo que realizó el mercado bursátil desde la primera devaluación, que se anunció en jueves, hasta que el 25-9-92 se detecta un cambio realmente significativo. En plena crisis monetaria, durante la semana posterior se recrudeció la



inestabilidad cambiaria, fruto de la cual se produjo una nueva caída significativa de la RAM. Téngase en cuenta que en dos semanas se perdió cerca de un 6% más de lo que el modelo de mercado predijo.

Si consideramos por separado a las empresas, en función de la aplicación real de la norma que con posterioridad fue aprobada, se puede observar como la tendencia de las RAMAC para el grupo de empresas que sí utilizaría la O.M., es claramente negativa, justo lo contrario que ocurre en el caso de las que no aplicaron la citada norma. En cierto modo, este hecho viene a confirmar lo que ya adelantábamos en el anterior capítulo, a saber, la disparidad existente entre las magnitudes financieras de ambos conjuntos de empresas que hacía presagiar que el efecto de las devaluaciones de la peseta les afectaría de forma desigual. Además, a pesar de que en el grupo de las que no aplicaron la O.M. se dan valores significativos para algunos  $Z_{VNI}$ , los cambios de carácter más negativo se dieron entre el de las que sí la utilizarían posteriormente.

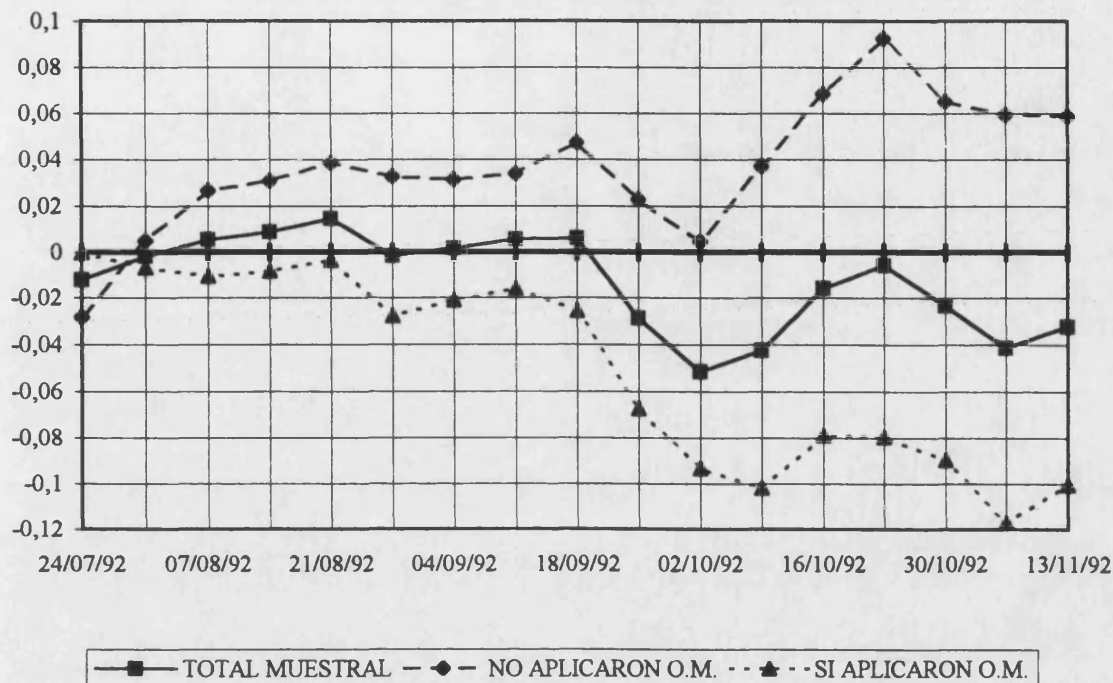
No obstante, nuestro interés no se centró únicamente en comprobar si durante este primer período se produjeron rentabilidades anormales significativas, sino que, además, consultamos diversas fuentes informativas con el fin examinar qué noticias se publicaban relacionadas con los efectos que tendrían sobre la cuenta de pérdidas y ganancias, las diferencias negativas de cambio que deberían de reconocer las empresas de nuestra muestra. Como ya indicamos con anterioridad, en los estudios de sucesos es conveniente «controlar» la información pública que esté relacionada con él o los eventos en cuestión, ya que ello nos ayudará a comprender la relevancia de las decisiones que se adopten en materia contable.

**TABLA 6.3**  
**RENTABILIDADES ANORMALES EN LA PRIMERA DEVALUACIÓN**

FECHA	TOTAL MUESTRAL			NO APLICARON O.M.			SI APLICARON O.M.		
	RAM	RAMAC	Z <sub>vTi</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>vNi</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>vSi</sub>
24/07/92	-0,01224	-0,01224	-1,7630	-0,028	-0,028	-2,3410*	-0,0004	-0,0004	-0,3049
31/07/92	0,010242	-0,002	1,3295	0,03274	0,00473	2,7351*	-0,00663	-0,0070	-0,6099
07/08/92	0,007362	0,005365	0,9471	0,02202	0,02676	1,8860	-0,00363	-0,0107	-0,3834
14/08/92	0,003209	0,008574	0,5251	0,00423	0,03099	0,4673	0,00244	-0,0082	0,2899
21/08/92	0,00579	0,014364	0,7599	0,00755	0,03855	0,8440	0,00447	-0,0038	0,2743
28/08/92	-0,01603	-0,00167	-2,2057*	-0,0058	0,032729	-0,6280	-0,02369	-0,0275	-2,3741*
04/09/92	0,003229	0,001562	0,7447	-0,0012	0,03152	-0,0004	0,00655	-0,0209	0,9856
11/09/92	0,003801	0,005363	0,6773	0,0024	0,03393	0,2576	0,004849	-0,0161	0,6729
18/09/92	0,000472	0,005835	-0,2393	0,01336	0,04729	1,1148	-0,00919	-0,0253	-1,2820
25/09/92	-0,03449	-0,02866	-5,2581*	-0,02435	0,02294	-2,3483*	-0,04210	-0,0674	-4,9228*
02/10/92	-0,02276	-0,05141	-2,8254*	-0,01834	0,0046	-0,8241	-0,02607	-0,0934	-3,024*
09/10/92	0,009111	-0,0423	1,5818	0,03249	0,03708	2,9295*	-0,00842	-0,1018	-0,4445
16/10/92	0,02656	-0,01574	3,4821*	0,03139	0,06848	2,2927*	0,02293	-0,0789	2,6208*
23/10/92	0,009857	-0,00589	1,2392	0,02417	0,09265	1,7478	-0,00087	-0,0798	0,1257
30/10/92	-0,01738	-0,02326	-2,4676*	-0,02752	0,06512	-2,3242*	-0,00976	-0,0896	-1,2515
06/11/92	-0,01812	-0,04138	-2,8031*	-0,0058	0,05932	-0,3954	-0,02736	-0,1169	-3,3657*
13/11/92	0,009122	-0,03226	1,6298	-0,0005	0,58833	0,0929	0,01633	-0,1006	2,0757*

(\*) Valores del estadístico significativos al 5%.

GRÁFICO 6.2: EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA PRIMERA DEVALUACIÓN



En este sentido, la fuente de información a la que hemos recurrido para analizar los acontecimientos que afectaban a las empresas reguladas ha sido el diario económico «Expansión». Concretamente, en el ejemplar del día 19 de septiembre de 1992 publicaba un artículo (pág. 5) donde advertía en titulares: «Unión Fenosa e Iberdrola, las eléctricas más perjudicadas por la devaluación de la Peseta». En dicha información se afirmaba que «los efectos no serán muy graves sobre la cuenta de resultados ya que en prácticamente todos los casos juega el seguro de cambio de la peseta<sup>181</sup>, instrumento empleado por las compañías que operan con divisas para asegurarse contra los riesgos de movimientos desfavorables de la moneda española con relación a otras monedas». Sin embargo, no fue hasta el 28 de ese mismo mes

<sup>181</sup> Desde el punto de vista de la información que se debe proporcionar en las cuentas anuales respecto a la cobertura que se realice del riesgo de cambio, que como ya vimos en el anterior capítulo era escasa, caben al menos tres alternativas: o bien los periodistas han tenido acceso a información confidencial sobre la gestión del riesgo de cambio de las

(pág. 8) cuando apareció la primera noticia en la que se cuestionaba qué criterios contables deberían de aplicarse al contabilizar las diferencias negativas de cambio surgidas como consecuencia de la devaluación de la peseta<sup>182</sup>.

Finalmente, el 1 de octubre de ese mismo año, en otro artículo (pág. 9), se menciona por primera vez que *«las eléctricas podrán diferir el coste de la devaluación, según una norma especial que prepara Economía»*. Si observamos el gráfico 6.1, a partir del día 2 de octubre se produce un repunte alcista para el total muestral aunque, a tenor del estadístico calculado para esa fecha, no parece que pueda considerarse significativo (de hecho si consideramos únicamente a las empresas que sí aplicarían la O.M., se dió una leve bajada en las RAMAC para el mismo período). La confirmación definitiva del alza se produjo la semana siguiente, con una recuperación de cerca del 50% de todo lo perdido hasta ese momento. Por nuestra parte, no creemos que este incremento se debiese a la discusión de la norma contable, ya que en caso de ser así, la variación debería de haberse producido el día 2 y no el 9, a no ser que el mercado haya sido «lento» en la incorporación de la información. En nuestra opinión, el cambio de tendencia podría deberse a una corrección tal vez provocada por las propias empresas, mediante la adquisición de acciones propias con el fin de mejorar la rentabilidad de los títulos, o incluso obtener un rendimiento adicional a medio plazo si la evolución bursátil les fuese favorable.

Por otra parte, a finales de octubre y principios de noviembre se produjeron nuevas reducciones significativas en las RAM de todos los grupos considerados, coincidiendo con un nuevo aumento de la inestabilidad cambiaria en Europa, que en cierto modo estaban relacionadas con la, cada vez

---

empresas, o presuponen algo que a la luz de la información contable no es cierto, o bien se creen lo que las empresas les cuentan.

<sup>182</sup> En dicho artículo se cita la adaptación sectorial sobre la que trabaja el I.C.A.C. en el sentido de poder diferir temporalmente las diferencias negativas de cambio. Sin embargo, aún no se mencionaba explícitamente el borrador que se estaba gestando sobre la futura Orden Ministerial.

más plausible, posibilidad de que se diese una segunda devaluación de nuestra moneda.

Por lo que se refiere al comportamiento individual de las empresas, lo podemos observar a través del análisis del Apéndice 1. A la vista de los resultados, entendemos que el valor más perjudicado bursátilmente fue Iberdrola, ya que mostraba tres  $V_{it}$  consecutivos de signo negativo y significativos estadísticamente (desde el 25-9 hasta 2-10) llegando además a acumular, cerca de un 19% de su rentabilidad anormal en ese período (véase Apéndice 2). En sentido contrario, Hidrocántabrico tuvo un comportamiento anormal de signo negativo el 25 de septiembre pero, sin embargo, en las dos semanas posteriores lo tuvo de signo positivo, lo que interpretamos como un «premio» a su saneada situación financiera respecto al resto del sector eléctrico.

En cuanto a la situación de las sociedades concesionarias de autopistas, no parece que el suceso en cuestión les afectase considerablemente, lo que parece coherente con su política de cobertura total del riesgo de cambio. Por último, Telefónica presenta un comportamiento curioso ya que el día 18 de septiembre tuvo un  $V_{it}$  significativo de signo positivo, y hasta el 16 de octubre no se encuentra otro de signo contrario e igualmente significativo. Una posible explicación a este hecho, sería el arbitraje que con sus acciones se pudo realizar entre el mercado español y la bolsa de Nueva York, aprovechando la revaluación del dólar estadounidense.

En definitiva, parece ser que el mercado incorporó a sus precios, como una noticia adversa, el efecto que la devaluación de la peseta iba a tener sobre los flujos de caja futuros de aquéllas empresas que habían recurrido en mayor medida al endeudamiento en moneda extranjera, en especial las pertenecientes a algunos sectores regulados (sobre todo las empresas que posteriormente optarían por utilizar la nueva normativa contable sobre las diferencias de cambio). Sin embargo, no estamos en condiciones de afirmar lo mismo respecto

al impacto que tuvieron las informaciones publicadas acerca de la discusión del borrador de O.M., a no ser que rechazásemos de pleno el concepto de eficiencia del mercado.

### 6.3.2.2 SEGUNDA DEVALUACIÓN (23-11-92).

Durante este intervalo de contraste la mayor parte de la inestabilidad se produjo en la primera mitad, existiendo dos  $Z_{VT2}$  consecutivos y de signo negativo el 30 de octubre y el 6 de noviembre (véase tabla 6.4). En nuestra opinión, esta reacción pudo deberse a una anticipación, por parte del mercado, respecto a la posibilidad de que se diese una segunda devaluación. Obsérvese que ni en la semana que se decidió ésta ni en la posterior, se produjo ningún cambio estadísticamente significativo. Por lo que se refiere a la segunda mitad del período de contraste, no se produjeron movimientos dignos de destacar a excepción del comportamiento alcista que tuvieron las RAMAC, para el total muestral, a partir del inicio de 1993, y que culminó la semana del 22 de enero (véase gráfico 6.3). En este sentido cabe destacar la evolución ascendente que tuvieron las empresas que sí aplicarían la O.M., particularmente a partir del 15 de enero. Una posible justificación a esta evolución de las rentabilidades estaría relacionada con la existencia del denominado «efecto enero».

En principio, tal y como hemos definido el modelo de eficiencia, no se acepta la existencia de estacionalidad en los rendimientos bursátiles. No obstante, existen determinadas «anomalías», a las que ya nos referimos en el segundo capítulo, que no parecen corroborar esta condición. Uno de los primeros incumplimientos que se detectó, de forma evidente, fue precisamente el comportamiento anormal de los rendimientos durante el mes de enero, ya que en dicho mes las rentabilidades obtenidas en el mercado por los títulos son significativamente superiores a las de los restantes meses del año. Las explicaciones propuestas para este fenómeno hasta la fecha son muy dispares,

destacando entre ellas, la incidencia de las normas fiscales o los incrementos en los niveles de riesgo.

Sea cual fuere la posible interpretación, lo cierto es que la anomalía existe y que podría ser la causa del movimiento anormal detectado en nuestro análisis. Además, existe evidencia empírica de que la Bolsa de Madrid también se comporta en consonancia con este fenómeno (véase Peiró, 1990, 1993).

TABLA 6.4

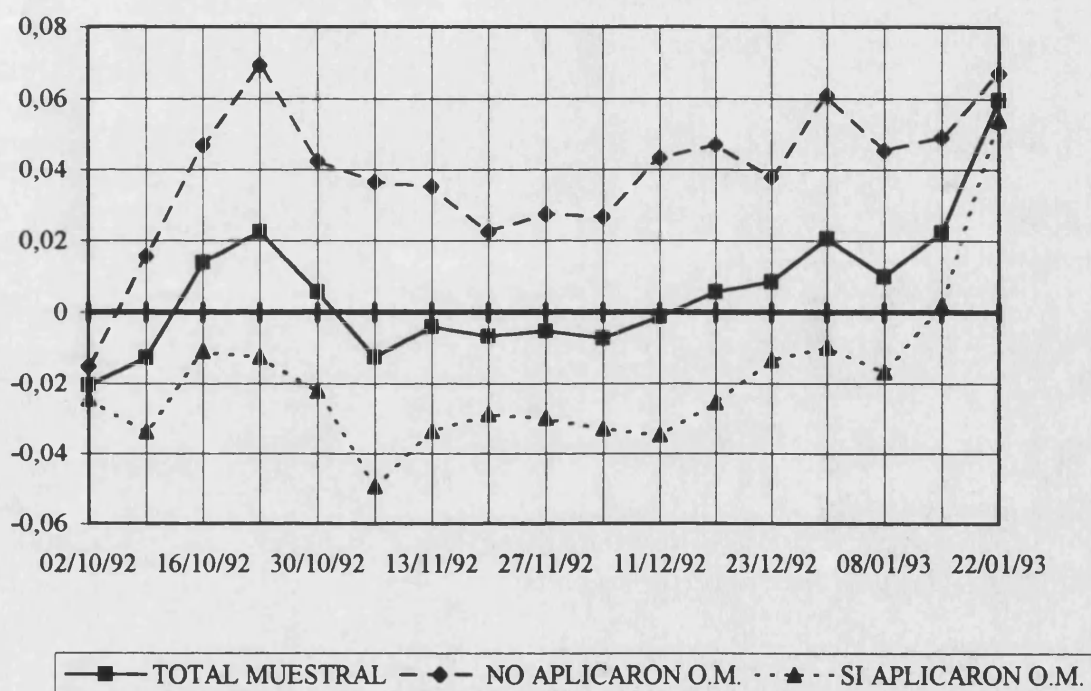
## RENTABILIDADES ANORMALES EN LA SEGUNDA DEVALUACIÓN

FECHA	TOTAL MUESTRAL			NO APLICARON O.M.			SI APLICARON O.M.		
	RAM	RAMAC	Z <sub>VT2</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>VN2</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>VS2</sub>
02/10/92	-0,02051	-0,02051	-2,5263*	-0,01519	-0,01519	-0,7328	-0,02450	-0,02450	-2,7404*
09/10/92	0,007822	-0,01269	1,2559	0,03067	0,01548	2,6423*	-0,0093	-0,03382	-0,6285
16/10/92	0,026552	0,013863	3,4504*	0,03138	0,04687	2,2895*	0,02292	-0,01089	2,5815*
23/10/92	0,008683	0,022546	1,0278	0,02252	0,06939	1,5807	-0,00169	-0,01259	-0,0105
30/10/92	-0,01694	0,005605	-2,3266*	-0,02691	0,04247	-2,2100*	-0,00946	-0,02205	-1,1611
06/11/92	-0,01823	-0,01263	-2,7420*	-0,00596	0,03652	-0,4015	-0,02744	-0,04948	-3,2764*
13/11/92	0,008563	-0,00406	1,4590	-0,00127	0,03524	-0,0020	0,01594	-0,03354	1,9300*
20/11/92	-0,00272	-0,00679	-0,1710	-0,0127	0,02256	-1,1534	0,00474	-0,02880	0,7728
27/11/92	0,001419	-0,00537	0,4043	0,00480	0,02736	0,4355	-0,00112	-0,02992	0,1572
04/12/92	-0,00197	-0,00734	-0,1377	-0,0006	0,02674	-0,0103	-0,00298	-0,03289	-0,1731
11/12/92	0,006063	-0,00127	0,6238	0,01656	0,04332	1,2864	-0,00182	-0,03472	-0,2896
18/12/92	0,006949	0,005675	1,163078	0,00379	0,04711	0,3598	0,00932	-0,02540	1,2256
23/12/92	0,002867	0,008543	0,4989	-0,00923	0,03788	-0,7503	0,01193	-0,01347	1,3092
31/12/92	0,011905	0,020448	1,4381	0,02925	0,06081	1,9457*	0,00364	-0,00982	0,2157
08/01/93	-0,01053	0,00992	-1,3342	-0,01527	0,04554	-1,1748	-0,00697	-0,01680	-0,7460
15/01/93	0,012341	0,022262	1,8615	0,00370	0,04924	0,2999	0,01882	0,00203	2,2005*
22/01/93	0,037374	0,059636	4,5367*	0,01784	0,06708	1,3136	0,05202	0,05405	4,8585*

(\*) Valores del estadístico significativos al 5%.

Asimismo, queremos hacer constar que a lo largo de este período no se difundió ninguna información concreta que hiciese referencia explícita a la discusión del borrador sobre la nueva normativa contable de las diferencias negativas de cambio en las empresas reguladas, por lo que no hemos podido analizar su potencial impacto sobre las rentabilidades de los títulos.

**GRÁFICO 6.3: EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA SEGUNDA DEVALUACIÓN**





### 6.3.2.3 PUBLICACIÓN DE LA ORDEN MINISTERIAL (12-3-93).

El cambio contable que originó este trabajo se produjo en este intervalo. Para el caso del total muestral, sólo hubo dos valores significativos y de signo contrario a lo largo del mismo (tabla 6.5). El positivo se produjo justo la semana anterior a la publicación de la O.M., y el negativo la misma semana de su aprobación. Se podría conjeturar que el cambio positivo fué fruto de la alteración contable y que el mercado sí reaccionó ante dicha información, afirmando que la hipótesis que se cumple es la mecanicista. Sin embargo, creemos que hay que ser prudentes en la interpretación del suceso, ya que aún suponiendo que el cambio contable afectase al mercado, este dispuso de seis meses para poder incorporar dicha información a los precios, y no creemos que el mercado sea tan ineficiente en cuanto a velocidad de transmisión de las noticias que le afecten se refiere. De cualquier modo, resulta cuanto menos sugerente el resultado obtenido, y hubiese sido conveniente contrastar si la evolución de esas dos semanas fué similar en el resto de títulos, de empresas no reguladas, con una cartera de control. A este respecto, en el caso de las empresas que no hicieron uso de la norma que ahora se acababa de emitir no se dió ningún cambio significativo en las RAMAC de este período, mientras que para las que sí la utilizaron se detecta una disminución significativa, dos semanas antes de la aprobación de la Orden Ministerial (véase gráfico 6.4).

Del comportamiento individual que se observa en los Apéndices 1 y 2, no merece destacarse nada en especial, si acaso la disminución de RA negativas después de la O.M. para Enher, Gesa e Hidruña sin que creamos pueda interpretarse como un efecto de la norma. En principio, y si hay que contestar a la pregunta *¿afectó la emisión de la nueva norma a los precios de mercado de las empresas reguladas?*, nuestra respuesta sería negativa.

No obstante, se podría dar una interpretación alternativa para argumentar el comportamiento de las rentabilidades anormales en el instante de la publicación de la O.M. y durante la semana anterior. La posible decisión, por parte del órgano regulador, de considerar como un gasto de distribución plurianual a las diferencias negativas de cambio generadas por el endeudamiento en divisas que presentaban las empresas reguladas, debía supeditarse a que su futura recuperación estuviese razonablemente asegurada a través de aumentos futuros en las tarifas de precios; o en caso de no ser así, por prudencia valorativa se deberían de imputar directamente a resultados.

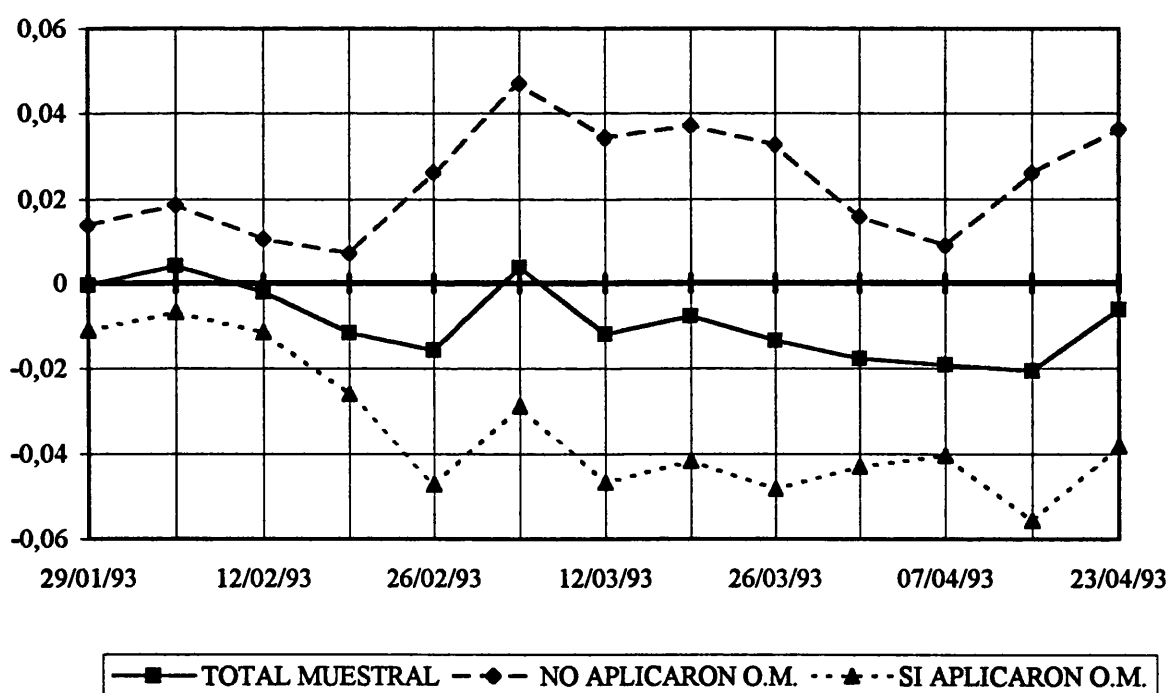
**TABLA 6.5**  
**RENTABILIDADES ANORMALES EN LA ORDEN MINISTERIAL**

FECHA	TOTAL MUESTRAL			NO APLICARON O.M.			SI APLICARON O.M.		
	RAM	RAMAC	Z <sub>VT3</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>VNS</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>VNS</sub>
29/01/93	-0,00045	-0,00045	0,3418	0,01381	0,01381	1,1661	-0,01115	-0,01115	-0,5587
05/02/93	0,004476	0,004026	0,3551	0,00482	0,01863	0,2504	0,00422	-0,00693	0,2520
12/02/93	-0,00618	-0,00215	-0,6160	-0,00816	0,01047	-0,5816	-0,00469	-0,01163	-0,3096
19/02/93	-0,0096	-0,01175	-1,0573	-0,00334	0,00712	-0,2181	-0,01429	-0,02592	-1,2069
26/02/93	-0,00399	-0,01574	-0,4663	0,01906	0,02618	1,5898	-0,02127	-0,04719	-1,9924*
05/03/93	0,019379	0,00363	2,2423*	0,02074	0,04692	1,7509	0,018358	-0,02884	1,4438
12/03/93	-0,01559	-0,01196	-2,0515*	-0,01264	0,03429	-1,1017	-0,01779	-0,04663	-1,7540
18/03/93	0,004047	0,00791	0,5397	0,00280	0,03709	0,2315	0,00498	-0,04166	0,5120
26/03/93	-0,0056	-0,01351	-0,8772	-0,00441	0,03268	-0,3381	-0,00649	-0,04815	-0,8652
02/04/93	-0,00426	-0,01777	-0,8894	-0,01691	0,01577	-1,3606	0,00522	-0,04293	0,0042
07/04/93	-0,00147	-0,01924	-0,2327	-0,00685	0,00892	-0,5459	0,00257	-0,04036	0,1656
16/04/93	-0,00135	-0,02059	-0,3846	0,01717	0,02609	1,2807	-0,01525	-0,05560	-1,6167
23/04/93	0,014307	-0,00628	1,2391	0,01014	0,03623	0,6385	0,017429	-0,03817	1,0829

(\*) Valores del estadístico significativos al 5%.

Por tanto, el hecho de que el Ministerio admitiese este tratamiento suponía implícitamente que las sociedades afectadas, fundamentalmente, las eléctricas, iban a recuperar mediante el mecanismo tarifario el mayor importe de las deudas en divisas que tendrían que reembolsar a las entidades financieras como consecuencia de las devaluaciones de la peseta. En consecuencia, indirectamente la norma sí afectaría a los flujos de caja futuros de las empresas reguladas por cuanto supone un indicio de la predisposición que tiene la administración para que dichas sociedades no asumieran un sobrecoste por el mayor volumen de gastos financieros que debían de soportar.

**GRÁFICO 6.4: EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA EMISIÓN DE LA NORMA CONTABLE**



Sin embargo, la norma contable no reconocía explícitamente cuál sería el mecanismo que iba a utilizar el ente regulador para incorporar a las tarifas el impacto de las devaluaciones, lo que en cierto modo podía generar incertidumbre, máxime si tenemos en cuenta que, como después ocurrió, no parecía del todo claro qué fechas se tomarían como base para determinar el efecto de la mayor carga financiera. Esta razón, unida a las carencias que la norma presentaba respecto a su aplicación continuada en el tiempo, podrían explicar, bajo nuestro punto de vista, la reacción negativa que se produjo en el instante de su publicación (obsérvese que en el caso de las empresas que sí aplicaron la norma, se dió un único cambio significativo de signo negativo, dos semanas antes de la fecha de aprobación definitiva de la O. M.). En cualquier caso, y a pesar de nuestra afirmación, no resulta sencillo poderse pronunciar en uno u otro sentido, ya que de la redacción del borrador de la norma al que tuvimos acceso, en fase de discusión durante el mes de noviembre de 1992, no se desprende ningún cambio sustancial respecto a lo que fue la norma aprobada definitivamente.

#### 6.3.2.4 TERCERA DEVALUACIÓN (13-5-93).

No parece que a la vista de los resultados obtenidos durante este período de contraste (véanse gráfico 6.5 y tabla 6.6), esta devaluación afectase de manera significativa al conjunto de empresas reguladas. De hecho, no existe ni un solo valor de  $Z_{VT4}$  que se pueda considerar relevante a lo largo de todo el intervalo. Este comportamiento no parece confirmar lo que la teoría de la eficiencia afirma, ya que en la medida que la devaluación incrementa el nivel de endeudamiento de las empresas sus obligaciones de pago posteriores también aumentan, lo que debería de incidir negativamente sobre los flujos de caja futuros. Algunas posibles explicaciones a esta anomalía podrían ser las siguientes:

- Los mercados de valores tienen tendencia a «sobrerreaccionar» ante una información adversa, lo que implicaría si fuese éste el caso, que en las dos anteriores devaluaciones ya se había descontado la posibilidad de una tercera y quién sabe si también de una cuarta<sup>183</sup>. Téngase en cuenta que para un mercado que se considere eficiente, un suceso tendrá contenido informativo en la medida que sea «inesperado», y es muy posible que esta devaluación no sorprendiese excesivamente a los inversores.

- Una interpretación, quizás más plausible que la anterior, sería que las empresas implicadas estuviesen especulando con marcos alemanes o dólares norteamericanos con el fin de compensar los incrementos de su pasivo nominado en moneda extranjera. En este sentido, una adecuada gestión del riesgo de cambio debería traducirse en una menor inestabilidad, en caso de devaluaciones, tanto de la cifra de beneficios como de la corriente de flujos de caja futuros. Sin embargo, el análisis de las cuentas anuales de las empresas implicadas, con contadas excepciones, no permite determinar con claridad si las sociedades en cuestión están utilizando algún instrumento de cobertura concreto para salvaguardarse de los vaivenes del mercado de divisas (con mayor frecuencia si se hacía referencia a la gestión del riesgo de tipos de interés, lo que indirectamente está relacionado con la evolución de los tipos de cambio).

- Que las empresas implicadas, sobre todo las de menor capitalización bursátil, incrementasen su autocartera para evitar un descenso mayor de sus cotizaciones. Si ésta hubiese sido la razón, y conservaron en su poder las acciones hasta finales de agosto de 1993, además de conseguir su propósito, obtuvieron una considerable plusvalía debido a la tendencia alcista por la que atravesó el mercado.

---

<sup>183</sup> En Power y Lonie (1993) se realiza una revisión de la literatura existente en torno a la tendencia del mercado a reaccionar excesivamente ante una noticia que se considere que le puede afectar negativamente.

- En realidad, si con anterioridad a la tercera devaluación ya era prácticamente un hecho consumado el que las empresas recuperarían vía tarifa el efecto nocivo que tenía sobre su nivel de endeudamiento en moneda extranjera la débil posición de la peseta, ni que decir tiene que esta circunstancia aminora la relevancia que tiene para el mercado el que se produjesen nuevas inestabilidades cambiarias. En este sentido, para aquellas empresas que aplicaron la O.M. no sólo no se detectó ningún cambio significativo de carácter negativo durante el período, sino que la mayor parte del mismo las RAMAC dispusieron de valores positivos, siendo especialmente elevados durante la segunda mitad del mismo. De ser el mecanismo tarifario el responsable de la no reacción del mercado ante la tercera devaluación, en nuestra opinión, no debería de considerarse esta situación como la más aconsejable en términos de gestión empresarial, por cuanto incita a que las empresas implicadas no tengan incentivos para gestionar su riesgo de cambio y, lo más importante, traslada al consumidor del bien o servicio la mayor parte del sobrecoste en el que se incurre como consecuencia de la devaluación de la moneda.

- Por último, una interesante interpretación podría ser el que la presencia de la nueva norma contable hubiese favorecido la estabilidad de los beneficios futuros de estas empresas ante la posibilidad de nuevas devaluaciones, lo que en el caso de la tercera justificaría la reducción del impacto sobre la valoración de los títulos en el mercado<sup>184</sup>. Entendemos que esta posibilidad no actuaría por separado sino conjuntamente con las anteriormente descritas, o incluso con otras que pudiesen justificarse apropiadamente. De ser cierta esta hipótesis se podría considerar como oportuno el cambio contable, al haberse reducido en alguna medida parte de la incertidumbre que rodea el cálculo de los valores

---

<sup>184</sup> Esta afirmación puede sustentarse parcialmente con los resultados que obtuvimos en el capítulo cuarto al analizar la evolución de la variabilidad de los beneficios de las empresas reguladas, antes y después de la aplicación de la Orden Ministerial de 12 de marzo de 1993.

futuros de la cifra de beneficios, favoreciéndose de esta forma la predicción de los mismos con mayor precisión. En cualquier caso, y en nuestra opinión, lo que parece demostrado es que la última devaluación no ocasionó los mismos perjuicios que las dos que le precedieron, aunque las razones que lo expliquen, puede que no se deban de considerar aisladamente, sino más bien con una combinación de las que hemos descrito.

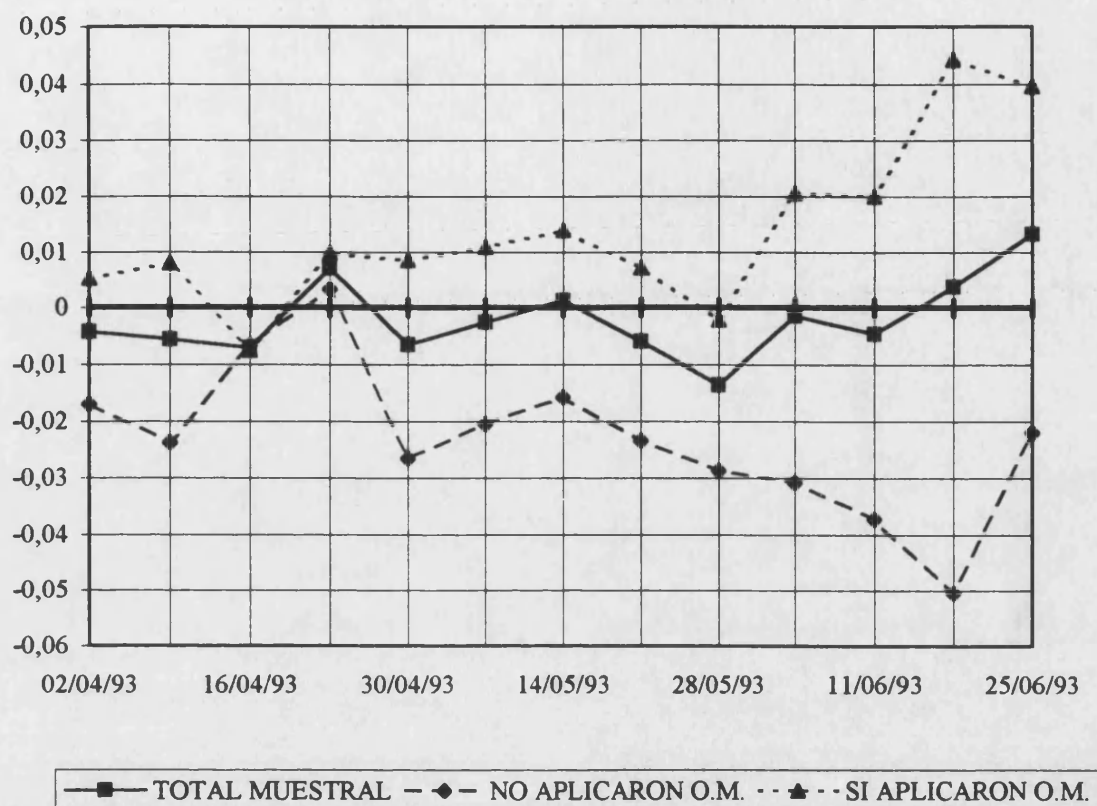
TABLA 6.6

## RENTABILIDADES ANORMALES EN LA TERCERA DEVALUACIÓN

FECHA	TOTAL MUESTRAL			NO APLICARON O.M.			SI APLICARON O.M.		
	RAM	RAMAC	Z <sub>VT4</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>VN4</sub>	RAM	RAMAC	Z <sub>VS4</sub>
02/04/93	-0,00424	-0,00424	-1,01276	-0,01688	-0,01688	-1,3826	0,00525	0,00525	-0,1391
07/04/93	-0,00142	-0,00566	-0,24511	-0,00681	-0,02369	-0,5499	0,00262	0,00787	0,1529
16/04/93	-0,00146	-0,00711	-0,34431	0,01707	-0,00662	1,2916	-0,01535	-0,00748	-1,5728
23/04/93	0,014122	0,007009	1,20674	0,00996	0,00346	0,6323	0,01724	0,00976	1,0446
30/04/93	-0,01354	-0,00653	-1,68217	-0,02983	-0,02648	-2,2409*	-0,00132	0,00843	-0,2788
07/05/93	0,003975	-0,00256	0,18795	0,00604	-0,02044	0,3158	0,00243	0,01087	-0,0255
<b>14/05/93</b>	<b>0,003807</b>	<b>0,001251</b>	<b>0,483635</b>	<b>0,00479</b>	<b>-0,01565</b>	<b>0,3532</b>	<b>0,00307</b>	<b>0,01392</b>	<b>0,3322</b>
21/05/93	-0,00717	-0,00592	-0,98855	-0,00768	-0,02333	-0,5409	-0,00678	0,00715	-0,8359
28/05/93	-0,00756	-0,01347	-1,03899	-0,00532	-0,02866	-0,4316	-0,00923	-0,00208	-0,9971
04/06/93	0,012	-0,00147	1,566592	-0,00216	-0,03818	-0,1781	0,02262	0,02536	2,2213*
11/06/93	-0,00308	-0,00455	0,01348	-0,00640	-0,03722	-0,4691	-0,00058	0,01996	0,4240
18/06/93	0,008256	0,003707	1,306525	-0,01316	-0,05038	-1,0389	0,02432	0,04428	2,6236*
25/06/93	0,009525	0,013232	1,010739	0,02849	-0,02189	2,0659*	-0,00470	0,03957	-0,4556

(\*) Valores del estadístico significativos al 5%.

**GRÁFICO 6.5: EVOLUCIÓN DE LAS RAMAC DURANTE LA TERCERA DEVALUACIÓN**



### 6.4 ANÁLISIS DE LA ESTABILIDAD DE LOS PARÁMETROS DEL MODELO.

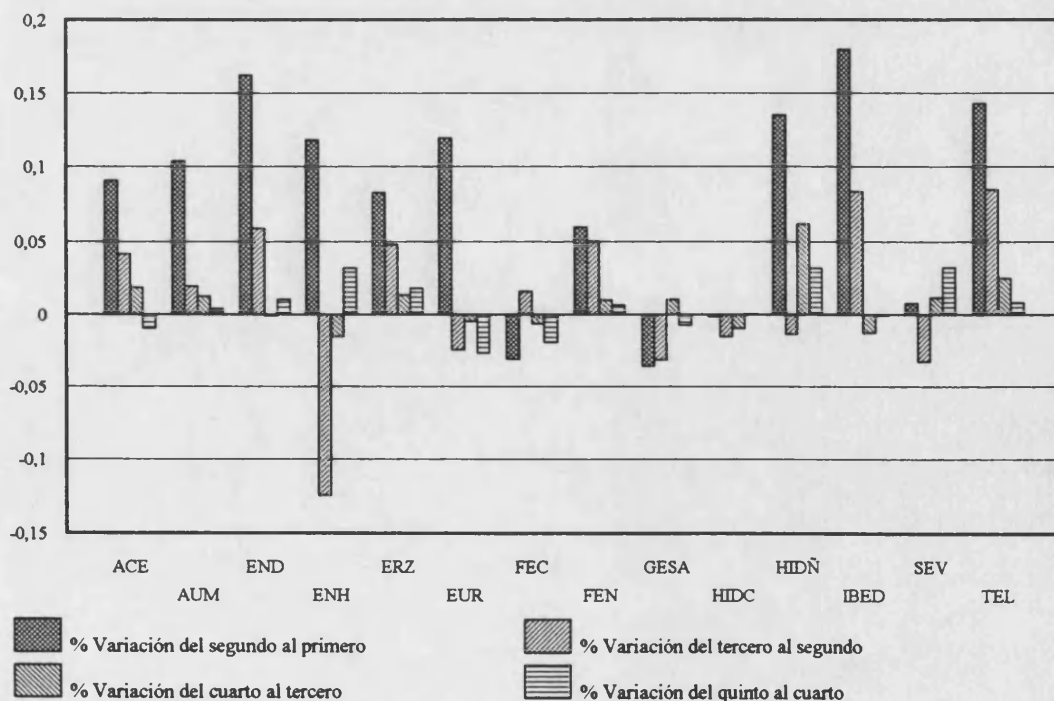
Al enunciar las hipótesis básicas del modelo lineal referidas al comportamiento de las perturbaciones aleatorias, en dicho modelo se está suponiendo que el vector de parámetros es fijo, es decir, las betas calculadas para cada uno de los períodos se mantendrán constantes durante el intervalo de predicción para el que se estén utilizando, y además también lo fueron durante todo el período de estimación. De acuerdo con este razonamiento, los valores de las betas no dependerán de la variable independiente y, en consecuencia, no se alterarán ante cambios en el comportamiento de dicha variable.



Aunque esta hipótesis facilitará los cálculos e interpretaciones de las regresiones, no podemos considerarla del todo cierta, en especial en los mercados financieros donde los cambios son muy frecuentes debido a la gran cantidad de información que se genera en torno a ellos. La beta del modelo de Sharpe representa una parte del riesgo sistemático del título, es decir, aquel riesgo que no es específico del propio valor y no se puede diversificar. Por lo tanto, indica cómo reaccionará la acción ante un cambio del índice considerado. Afirmar que esa relación se mantiene constante durante un largo período temporal es inconsistente. Las devaluaciones que se han producido sobre la peseta, fueron noticias que afectaron a los títulos que cotizan en la Bolsa de Madrid pero, lógicamente, cabe esperar que no a todos ellos en igual cuantía. Aquellos valores a los que teóricamente más debían de afectar estas noticias, en nuestro caso las empresas reguladas, tendrían que haber visto modificada su relación con el mercado a través de sus betas.

GRAFICO 6.6

EVOLUCION RELATIVA DE LAS BETAS



En el gráfico 6.6 se muestra el porcentaje de variación de la beta de un modelo respecto a la del anterior. En él se observa como la primera devaluación produjo cambios generalizados en los valores de las betas, destacando a este respecto, los de Iberdrola, Telefónica y Endesa. En la segunda devaluación las variaciones no fueron tan acusadas aunque en algunos casos se mantuvieron en términos destacados. No obstante, lo que más nos ha llamado la atención de los resultados, es el cambio insignificante que se produce como consecuencia de la última devaluación. La explicación podría estar ligada al comentario que hicimos respecto a la posibilidad de que el no efecto de la tercera devaluación estuviese en parte influido por la norma contable. En este caso, la ausencia de variación en las betas implicaría que la relación entre los títulos y el mercado no se ha visto alterada y, consecuentemente, las empresas reguladas no habrían experimentado una mayor variabilidad en sus rentabilidades que el índice de mercado. De ser cierta esta afirmación, la adopción de la norma contable habría influido indirectamente en el mercado, no en el momento de su publicación, sino a través de la estabilidad que proporcionaría en la cifra de beneficios al producirse nuevas devaluaciones.

La modificación de los parámetros que hemos comentado es «visual», es decir, no hemos utilizado ningún criterio objetivo para constatar cuál de esos cambios era significativo y cuál no. Para obtener mayor evidencia sobre la importancia del cambio que se haya producido, tendremos que recurrir a algún contraste estadístico adecuado para el análisis de la variación de las betas en cada modelo. La prueba que se utiliza en estos casos, se conoce como *Contraste de Estabilidad Estructural* o *Test de Chow*. Básicamente, el funcionamiento de este contraste consiste en dividir el período muestral total en dos subperíodos  $T_1$  y  $T_2$  alrededor de un punto en el que se considera que se ha dado una ruptura

del modelo<sup>185</sup>. Utilizando la suma de los cuadrados de los residuos (SCR) de cada regresión, y la SCR del total muestral se construye el siguiente estadístico:

$$F_1 = \frac{SCR - (SCR_1 + SCR_2)}{SCR_1 + SCR_2} \cdot \frac{T - 2k}{k} \Rightarrow F(k, T - 2k) \quad [6.19]$$

donde:

T = Tamaño muestral

k = Número de regresores del modelo

La significatividad o no de este estadístico, indicará la existencia de un cambio estructural en el comportamiento de los parámetros del modelo. Para que el test de *Chow* sea significativo, la varianza de los residuos del modelo deberá de permanecer constante, es decir, los residuos tendrán que ser homocedásticos. Por lo tanto, antes de realizar la prueba de estabilidad estructural, es necesario contrastar si los residuos de las regresiones son o no heterocedásticos. El contraste que se suele utilizar para comprobar la homocedasticidad de los residuos minimocuadráticos es el de *White*<sup>186</sup>. En la tabla 6.7 se presentan los resultados obtenidos en ambos contrastes, teniendo en cuenta que para aquellos títulos que han resultado heterocedásticos (los señalados con un asterisco) no hemos realizado el test de *Chow* ya que su interpretación carecería de significado. Los valores que aparecen en el test de

<sup>185</sup> En Greene (1990, págs. 218-227) se desarrollan ampliamente las distintas posibilidades de los contrastes de estabilidad estructural.

<sup>186</sup> Existen otras pruebas para contrastar la homocedasticidad de los residuos (véase al respecto, Uriel et al, 1990, págs. 197-211). La elección del contraste de *White* se debe a su robustez (estadísticamente se dice que una prueba o procedimiento es robusta, cuando resulta escasamente afectada por el incumplimiento de los supuestos en que se basa), ya que no realiza ninguna hipótesis acerca de la naturaleza de la heterocedasticidad.

*White* son los del estadístico de contraste, señalándose con el asterisco aquellos que resulten significativos al 5%, excepto en el caso de *Erz* que lo es al 10%, y que aconsejen rechazar la hipótesis de homocedasticidad de los residuos del modelo.

Cuatro títulos (*Enher*, *Europistas*, *Hidrocantábrico* e *Iberdrola*) tiene residuos heterocedásticos, mientras que el resto tienen el comportamiento previsto. Según el test de *Chow*, existen cambios estructurales en *Acesa*, *Endesa*, *Erz*, *Unión Fenosa* y *Telefónica*, no dándose este comportamiento para el resto de títulos.

Conviene señalar, que en ningún caso el cambio estructural se produjo en un período posterior al de la segunda devaluación, lo que implicaría que la O.M. no afectó directamente a las betas de los títulos, así como tampoco lo hizo la tercera devaluación. La no existencia de cambio estructural para cinco títulos (*Aumar*, *Fecsa*, *Gesa*, *Hidruña* y *Sevillana*) supondrá que el modelo estimado se puede considerar estable durante el período considerado y que, por tanto, los valores de las betas se consideran aceptables para realizar predicciones sobre las rentabilidades futuras. Sin embargo, esto no quiere decir que los sucesos acaecidos no hayan afectado a las betas, sino que el efecto no ha sido estadísticamente significativo, por lo que no se considera necesario reestimar los parámetros de los modelos.

**TABLA 6.7**  
**RESULTADOS CONTRASTE DE ESTABILIDAD ESTRUCTURAL**

EMPRESA	TEST DE WHITE	TEST DE CHOW
ACESA	0,70926	CAMBIO EN 104
AUMAR	1,55781	NO HAY CAMBIOS
ENDESA	2,500910	CAMBIO EN 104 Y 114
ENHER	3,08798*	-----
ERZ	0,17143	CAMBIO EN 114
EUROPISTAS	4,41036*	-----
FECSA	1,92740	NO HAY CAMBIOS
FENOSA	1,43949	CAMBIO EN 104 Y 114
GESA	1,69467	NO HAY CAMBIOS
HIDROCANTABRICO	31,3717*	-----
HIDRUÑA	0,29355	NO HAY CAMBIOS
IBERDROLA	5,92906*	-----
SEVILLANA	0,96932	NO HAY CAMBIOS
TELEFONICA	1,38973	CAMBIO EN 104 Y 114

(\*) Valores del estadístico significativos al 5%.

## **CONCLUSIONES DE LA TERCERA PARTE.**

Del estudio de la reciente historia del Sistema Monetario Europeo se desprende que la crisis que se inició a mediados de 1992, puede considerarse como la más grave a la que se enfrenta este mecanismo de control de cambios desde que se constituyera en 1979. La peseta española no fue ajena a esta situación y hasta marzo de 1995 se ha devaluado en cuatro ocasiones respecto al resto de monedas. Esta circunstancia motivó que, en función del tipo de operaciones en moneda extranjera que realizaran las empresas, se produjesen diferencias de cambio cuyo reflejo contable iba a tener efectos cuantitativos sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias. Lógicamente, la naturaleza de dichas diferencias está relacionada con el carácter importador exportador de la actividad principal de las empresas, si bien también cabe considerar la posibilidad de que existan créditos o débitos nominados en monedas diferentes a la española.

Ante la citada crisis cambiaria se han mostrado especialmente sensibles determinadas empresas reguladas que durante los últimos años habían visto incrementada la proporción de su deuda financiera en divisas, ante los atractivos tipos de interés existentes en otros mercados financieros ajenos a los españoles. Entre estas empresas destacan las pertenecientes al sector eléctrico, cuyo volumen de endeudamiento en moneda extranjera viene a representar en media alrededor del 30% de su deuda total. La disminución de beneficios que podían ocasionar las cuantiosas diferencias negativas de cambio que tenían que reconocer las empresas, con la consiguiente repercusión sobre las tarifas de los servicios que prestan a la colectividad, supuso una razón suficiente para que se emitiera una normativa específica para la contabilización de dichas diferencias.

Concretamente, tres fueron las Órdenes Ministeriales que se emitieron para permitir el tratamiento contable particular. En síntesis la normativa venía a reconocer la posibilidad de que las empresas reguladas pudiesen diferir las diferencias negativas correspondientes a ejercicios futuros, de forma que se imputasen paulatinamente a resultados de acuerdo con un criterio financiero. Asimismo, la norma admitía únicamente la activación como gastos a distribuir en varios ejercicios de aquellas diferencias cuya recuperación estuviese razonablemente asegurada a través de aumentos futuros de las tarifas, ya que en caso contrario se deberían de llevar directamente a la cuenta de resultados.

Como se recordará, el objetivo fundamental de esta tercera parte de la tesis consiste en analizar el efecto que la emisión de la nueva normativa contable ha tenido sobre las empresas reguladas y sobre las decisiones de los inversores. En este sentido, las principales conclusiones a las que hemos llegado se pueden agrupar en tres niveles; en el primero, se ha constatado la incidencia que la aplicación de la norma ha tenido sobre determinados aspectos de las cuentas anuales; en el segundo, se ha obtenido evidencia empírica sobre la evolución que ha tenido la variabilidad de los beneficios de las empresas reguladas como consecuencia de las devaluaciones de la peseta; y, en el tercero, se ha utilizado al mercado de valores como medio para contratar cuál ha sido el grado de respuesta de los inversores ante la emisión de la O.M. de 12 de marzo de 1993.

Por lo que se refiere al análisis efectuado sobre las cuentas anuales se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- El grado de detalle en la memoria respecto a la utilización de instrumentos de cobertura para el riesgo de cambio, es prácticamente inexistente. Esta circunstancia contrasta con la relevancia que para algunas empresas tiene su cifra de endeudamiento en moneda extranjera, ya que sería de esperar un mayor respeto por parte de estas empresas ante los requisitos

informativos mínimos que sobre este particular exige el Plan General de Contabilidad. En este sentido, cabe destacar a las empresas concesionarias de autopistas y a Unión Fenosa como las únicas que cumplieron estrictamente los preceptos marcados por el Plan en materia de información sobre operaciones en moneda extranjera. No obstante, la ausencia de dicha información puede deberse también a la no utilización de instrumentos de cobertura del riesgo de cambio, lo que nos parece más plausible teniendo en cuenta el montante de diferencias negativas de cambio que reconocieron la mayor parte de las empresas reguladas.

- A pesar del reconocimiento expreso en el texto de la relación de empresas reguladas que podían utilizar el nuevo criterio contable para el tratamiento de las diferencias negativas de cambio, su aplicación real no fue todo lo multitudinaria que cabía esperar. En este sentido, los importes activados como gastos a distribuir en varios ejercicios, básicamente durante 1992 y 1993, han permitido a algunas empresas «liberar» a su cifra de beneficios de un componente de gasto nada despreciable. Este ha sido el caso de empresas como Iberdrola, Telefónica, Unión Fenosa, Sevillana, Fecsa o Iberia, que se pueden considerar como las más perjudicadas por la crisis cambiaria. Por tanto, en función del nivel de utilización de la norma podría concluirse que la necesidad real de la misma no ha sido equivalente para todas las empresas a las que se reconoció el derecho a aplicarla, dándose casos, como los de Hispasat o Canal de Isabel II, en los que su uso no ha sido el esperado.

- El criterio de periodificación contenido en la O.M. de 12-3-93 ha sido contestado por parte de algunas empresas eléctricas que consideraban más adecuado el que se exponía en la Resolución de 20-1-94 de la Dirección General de la Energía. Según este último, las empresas entendían que se suavizaba todavía más el impacto sobre sus resultados de las devaluaciones, al ser mayor el número de años en los que se distribuían las diferencias negativas de cambio activadas. Tres de ellas, Iberdrola, Unión Fenosa y Sevillana, llegaron a



modificar el criterio de imputación de las diferencias, optando por el de la Resolución, lo que motivó la intervención de la Administración para que se mantuviese el criterio de la Orden Ministerial.

Tal y como se recogía en la introducción de las Órdenes Ministeriales, la principal finalidad que se perseguía con el cambio normativo en el tratamiento contable de las diferencias negativas de cambio era la estabilización de la cifra de beneficios de las empresas reguladas. De esta forma se podía diferir a ejercicios futuros la recuperación del quebranto que les había ocasionado la devaluación de la peseta, con la consiguiente distribución del sobrecoste a lo largo de los próximos ejercicios y, en consecuencia, disminuyendo el impacto sobre la tarifa eléctrica, lo que equivale a decir, salvaguardando los intereses de los consumidores finales. A la vista de los resultados obtenidos en el análisis de las cuentas anuales cabía preguntarse si realmente se había alcanzado dicho objetivo. Para contrastar el grado de cumplimiento de dicha premisa utilizamos una medida de la variabilidad de los beneficios. De esta forma, si dicha variabilidad no se hubiese modificado entre dos períodos, antes y después de la aplicación de la O.M., entonces la norma habría cumplido el objetivo propuesto. Las conclusiones a las que hemos llegado a partir del estudio empírico realizado han sido las siguientes:

- Si se considera conjuntamente a todas las empresas reguladas que *podían* haber aplicado la O.M. de 12-3-93, la evidencia empírica nos indica que no se produjeron diferencias sustanciales entre la variabilidad de los beneficios, antes y después de la publicación de la norma contable. Este resultado puede interpretarse como una prueba de la oportunidad de su emisión y de su capacidad para reducir el impacto sobre la cuenta de resultados de las devaluaciones de la peseta.

- No obstante, al considerar por separado a las empresas que hicieron uso de la norma y a las que optaron por su no aplicación, los resultados no parecen tan concluyentes. En el caso de las segundas, no se dió ningún cambio significativo en la estabilidad de los beneficios, lo que en cierto modo era presumible por cuanto se trataba de empresas que, en realidad, disponían de una deuda financiera en divisas reducida o cubierta en su totalidad del riesgo de cambio. Por lo que se refiere a las que sí utilizaron el criterio de la O.M., y a pesar de ello, parece confirmarse que la estabilidad de los beneficios durante la etapa posterior a la crisis cambiaria fue más volátil que la anterior. En este sentido, puede que este resultado venga a dar la razón a aquellas empresas eléctricas que solicitaron un criterio periodificador que permitiese «alisar» en mayor medida la cifra de beneficios.

- La sensibilidad de beneficios de las empresas reguladas ante las devaluaciones de la peseta fue distinta. Así lo demuestra el hecho de que la variabilidad de los beneficios de las empresas que aplicaron la O.M. era superior a la de las que no lo hicieron, incluso durante el período anterior a la emisión de la norma. Por tanto, cabe preguntarse por qué razón se reconoció idéntico tratamiento contable a ambos tipos de empresas si el grado de sensibilidad de las mismas ante las diferencias de cambio era distinto. Además, cuál es el motivo que justifica la inclusión entre las empresas que podían utilizar la norma de las empresas concesionarias de autopistas, si éstas disponen de seguros de cambio concertados con el estado que cubren la totalidad del endeudamiento en moneda extranjera.

Queda todavía por dilucidar si la emisión de la norma contable ha tenido algún efecto sobre las decisiones de los inversores. Para comprobar dicho extremos, hemos realizado un estudio empírico en base a los cambios que se hayan producido en los precios de mercado de los títulos que resultaron implicados por el cambio normativo, utilizando para ello la metodología conocida como *event studies*. Esta metodología es la que se utiliza en aquellas

investigaciones cuya finalidad reside en determinar el impacto que un suceso concreto haya podido tener sobre el mercado de valores. En nuestro caso el estudio se centra en el análisis del efecto que tuvieron las tres primeras devaluaciones de la peseta y la emisión de la Orden Ministerial, como una forma de comprobar el contenido informativo que la emisión de la norma contable haya tenido para los inversores.

La referida metodología consiste, básicamente, en identificar un suceso concreto que se considere que vaya a afectar a los precios de mercado de los títulos. Una vez determinado este, se selecciona un intervalo temporal en torno a la fecha en la que se produjo el evento, y se supone que la rentabilidad de los valores y la del mercado están relacionadas mediante un modelo específico. El análisis de las diferencias existentes entre las rentabilidades que el modelo predice para los títulos, durante el intervalo temporal donde se produce el suceso, y las realmente obtenidas en dicho período, permitirá contrastar el contenido informativo para el mercado del acontecimiento en cuestión. En nuestro estudio, hemos estimado cuatro modelos diferentes para otros tanto períodos de tiempo distintos, las tres devaluaciones y la emisión de la norma contable.

La evidencia empírica alcanzada en nuestro trabajo nos permite enunciar las siguientes conclusiones:

- Desde el punto de vista del comportamiento de las rentabilidades anormales en las empresas reguladas, el período temporal coincidente con la primera devaluación puede considerarse como de elevada inestabilidad. De hecho de todos los períodos considerados este ha sido en el que en más ocasiones se dieron valores significativos en las rentabilidades medias acumuladas. En este sentido, se puede afirmar que el mercado incorporó «correctamente» la noticia adversa que suponía la devaluación de la peseta para las empresas endeudadas en moneda extranjera. No obstante, si tomamos

como criterio discriminador entre las empresas la aplicación real de la norma contable que con posterioridad se aprobaría, se observa que la tendencia de las rentabilidades medias acumuladas de los valores es distinta para cada grupo de sociedades. Así, en el caso de las que sí aplicarían la O.M. predominan las RAMAC de signo negativo, justo al contrario de lo que ocurre con las del grupo que decidió con posterioridad no hacer uso de ella. Hasta cierto punto, esto viene a confirmar lo que ya indicamos antes, es decir, que la disparidad existente entre los niveles de deuda financiera entre los dos grupos de empresas hacían presagiar que el mercado reaccionara de forma desigual ante la devaluación. Durante este mismo período no detectamos ningún comportamiento anómalo que pudiese interpretarse como el posible impacto ocasionado por la publicación de alguna información relacionada con la potencial emisión de la Orden Ministerial.

- La reacción del mercado ante la segunda devaluación la podríamos calificar como de más «suave», ya que únicamente se produjeron dos valores de las RAMAC significativas (y de signo negativo) el 30 de octubre y el 6 de noviembre. En nuestra opinión, la causa pudo deberse a que el mercado se anticipara a la segunda devaluación.

- Durante el intervalo en el que se produjo la emisión de la O.M. sólo se produjeron dos valores significativos y de signo contrario, el positivo se produjo la semana anterior a la publicación de la norma y el negativo la misma semana de su aprobación. En nuestra opinión, consideramos que la emisión de la norma no tuvo efectos sobre el mercado a pesar de la reacción positiva que se dió la semana anterior, ya que se dispuso de seis meses para que la información se hubiese incorporado a los precios. Sin embargo, se podría dar una explicación alternativa. La decisión del organismo regulador de emitir la citada norma podía interpretarse como una señal de que la Administración estaba predispuesta a reconocer vía tarifa el sobre coste financiero que tenían que soportar, fundamentalmente, las empresas eléctricas. Desde este punto de vista,

la emisión del nuevo criterio de contabilización habría actuado indirectamente sobre los flujos de caja futuros al servir como indicador de los mayores ingresos que recibirían las empresas.

No obstante, la norma no explicitaba cuál sería el mecanismo que se iba a utilizar para incorporar a las tarifas el impacto de las devaluaciones ni cuál sería su aplicación continuada en el tiempo. Por tanto, existía un componente de incertidumbre que pudo condicionar el comportamiento negativo de las rentabilidades anormales durante la semana anterior a la publicación de la misma.

- No parece a la vista de los resultados obtenidos durante el período que comprende a la tercera devaluación que el mercado reaccionase de forma negativa ante dicho evento. De las posibles explicaciones que hemos sugerido para este comportamiento, nos parecen especialmente relevantes las que estarían ligadas al mecanismo tarifario y a la mejora en la predicción de los beneficios futuros. En relación a la primera de ellas, si con anterioridad a la tercera devaluación ya era un hecho consumado el que las empresas recuperarían a través de la tarifa el sobrecoste financiero, no sería de extrañar que el mercado no reaccionase con igual intensidad ante cualquier nueva devaluación. Si esta fuese la causa, habría que concluir que no sería ésta una situación deseable en términos de bienestar social (ni de gestión empresarial), por cuanto incita a que las empresas implicadas no estén motivadas para gestionar su riesgo de cambio y, como consecuencia, acaben trasladando la mayor parte del exceso de carga financiera a los usuarios del servicio.

Por lo que respecta a la segunda explicación aludida, es posible que la nueva norma hubiese favorecido la estabilidad de los beneficios futuros de estas empresas ante la posibilidad de nuevas devaluaciones, lo que justificaría la reducción del impacto sobre la valoración de los títulos en el mercado. De ser así, el cambio contable se consideraría oportuno en la medida en que favorecería la predictibilidad de los beneficios con mayor precisión.

Sin embargo, al margen de lo dicho quedan por plantear algunas cuestiones. La primera de ellas estaría relacionada con las razones que puedan justificar el que se emita un tratamiento contable específico para un conjunto de empresas y que haya una parte de las mismas que haga caso omiso de este. Entre las posibles explicaciones que se pueden dar, la primera, y tal vez la más radical de ellas, tendría como fundamento la innecesariedad de la misma para una parte de las empresas consideradas. Este sería el caso de las empresas concesionarias de autopistas, a las que no se les generaron diferencias negativas de cambio ya que disponían de seguros de cambio concertados por el Estado y, además, como se ha comprobado estadísticamente, la variabilidad de sus beneficios prácticamente ni se ha inmutado como consecuencia de la crisis cambiaria. En parecida situación se encontraban las eléctricas Gesa y Eléctricas Reunidas de Zaragoza, al disponer de un nivel de endeudamiento en moneda extranjera reducido o nulo y generarse una cuantía de diferencias negativas, prácticamente inapreciable.

Una segunda posibilidad sería el que las empresas hubiesen optado por no aplicar la norma al considerar más adecuado la utilización del criterio contable preexistente. Este pudo ser el caso de Hidrocantábrico que, a pesar de disponer de financiación en divisas, mantuvo el tratamiento contable del P.G.C. para reconocer las diferencias negativas que se le generaron. Esta decisión estuvo relacionada con la saneada situación financiera que disponía (la más equilibrada del sector eléctrico) y la favorable evolución de su cifra de beneficios, por lo que pudo considerar más adecuado que cada ejercicio

económico soportase el mayor coste financiero que suponían las devaluaciones de la peseta en lugar de diferir su impacto.

Por otra parte, la supuesta carencia de contenido informativo para el mercado de la nueva norma contable, contrasta con el interés demostrado por algunas empresas en que se aprobara dicho pronunciamiento. En nuestra opinión, la activación de las diferencias negativas de cambio incidía fundamentalmente en la cifra de beneficios de estas empresas, por lo que si aceptamos la importancia que dicha magnitud contable tiene para analizar la capacidad de generar riqueza en el futuro, o los inconvenientes legales que se pueden plantear para la distribución de dividendos en el supuesto de beneficios reducidos, e incluso el deterioro que puede sufrir la imagen externa de las empresas ante un resultado contable inferior al prometido, quizás podríamos entender la presión ejercida para la modificación del criterio contable. En definitiva, que la emisión de la Orden Ministerial no afectase al *mercado* no implica que el cambio de criterio no alterarse las expectativas de los usuarios de la información financiera. De hecho, el no efecto sobre los precios de mercado de la tercera devaluación, podría ser un signo de que la norma no ha influido en el mercado en el momento de su publicación, sino a través de la estabilidad que proporcionaría en la cifra de beneficios al producirse nuevas devaluaciones.

Como conclusión general, consideramos que la emisión del nuevo criterio contable parece que se haya realizado «a medida» de unas pocas empresas (básicamente, Iberdrola, Telefónica, Unión Fenosa, Fecsa, Sevillana e Iberia) a las que, en realidad, la consideración como gasto en único ejercicio de las diferencias negativas de cambio que se produjeron a raíz de la crisis del S.M.E., les hubiera supuesto una disminución drástica en la cifra de beneficios y, probablemente, en la cuantía de dividendos que esperasen repartir a sus accionistas. Por tanto, no sería de extrañar que la emisión de las normas hubiese estado mediatizada por los intereses de un reducido número de

empresas, a pesar de que en la redacción de las mismas se permitiese la aplicación del nuevo criterio a un número mayor de ellas (aunque realmente no lo necesitasen).

Quizás en el fondo de la cuestión subyace un problema de gestión empresarial, ya que la mayor parte de las empresas implicadas no han gestionado adecuadamente el riesgo de cambio en el que estaban incurriendo como consecuencia de recurrir a la financiación en divisas. Sin embargo, este comportamiento en el caso de las eléctricas no parece del todo incoherente, máxime si tenemos en cuenta que las empresas disponen de la «seguridad» de recuperar a través de la tarifa, la práctica totalidad de las pérdidas que les pudiese ocasionar cualquier crisis cambiaria. Lógicamente, esta pasividad gestora tiene su repercusión directa sobre el precio del servicio que prestan a la colectividad, con lo que el damnificado real por la devaluación de la peseta será el consumidor final.



---

---

## **CONCLUSIONES GENERALES**

## **CONCLUSIONES GENERALES.**

Aunque al final de cada una de las partes de esta tesis ya se expusieron las principales conclusiones a las que hemos llegado, creemos necesario ofrecer una visión global de las mismas, incidiendo particularmente en aquellos aspectos que consideramos que merecen una atención especial. Para conseguir dicha imagen de conjunto, hemos agrupado por áreas de interés las cuestiones más relevantes que se desprenden de la realización de este trabajo. Al desarrollo de las mismas dedicamos las siguientes páginas.

*1ª) El incremento de la libertad de circulación de capitales a nivel internacional acentúa las necesidades que tienen los inversores de disponer de información comparable entre las bolsas de distintos países.*

La globalización de la actividad económica mundial ha tenido como consecuencia directa el incremento de la movilidad con la que circulan los capitales entre mercados financieros de distintos países. Asimismo, la búsqueda de recursos financieros por parte de algunas empresas ha motivado el que un mayor número de ellas opte por cotizar en bolsas de distinta nacionalidad. Por tanto, los inversores que aporten sus fondos para adquirir valores de empresas radicadas en otros países, o que decidan acudir a mercados de ámbito internacional, se encontrarán ante la disparidad existente entre cada mercado respecto a los niveles de exigencias informativas que las empresas han de difundir en los mercados.

Todo intento armonizador de los requisitos informativos que han de cumplir obligatoriamente las sociedades cotizadas redundará, no sólo en la mejora de los datos económico-financieros que percibirán los inversores, sino también en la reducción de las trabas y obstáculos a los que se enfrentan las empresas cuando deciden colocar de sus títulos a nivel internacional. En este proceso resulta singular la participación de la información contable, por cuanto

la aplicación de diferentes normas y criterios para el reconocimiento de hechos económicos similares ocasiona un grave problema de comparabilidad de la información financiera y obliga a que los inversores incurran en costes adicionales para homogeneizar los datos.

Conscientes de los inconvenientes que pueden plantear estas circunstancias, para el propio desarrollo futuro de los mercados de valores, tanto la I.O.S.C.O. como el I.A.S.C. participan activamente en grupos de trabajo orientados hacia la armonización de los requisitos informativos mínimos y la emisión de criterios contables homogéneos a nivel internacional. En este sentido, hay que tener en cuenta que los avances tecnológicos permiten superar barreras que parecían infranqueables hasta hace poco tiempo, lo que puede favorecer la proliferación de mercados extrabursátiles, libres de los trámites a los que está sujeta la estructura bursátil convencional. Además, si la reducción de estos últimos tuviese como consecuencia directa la disminución de los costes en que deban incurrir las empresas para acceder a los mercados (y se procura a los inversores el acceso a información sobre las empresas) es posible que, como consecuencia de la desintermediación, los mercados de valores pierdan paulatinamente el papel que desempeñan en la actualidad dentro de los sistemas financieros.

*2ª) Se ha producido un avance sustancial en nuestro país en materia de requisitos informativos exigidos por el órgano supervisor del mercado.*

El incremento de la cantidad y calidad de los requisitos informativos que tienen que cumplir las entidades emisoras de valores o las que ya estén cotizando en el mercado, fue uno de los aspectos prioritarios en la reforma del mercado de valores que se produjo en nuestro país a finales de los ochenta. De hecho, podemos considerar que los requisitos informativos exigidos en nuestro mercado están en la misma línea que los de otros mercados pertenecientes a países desarrollados. Así, la utilización de formatos estandarizados facilitado la

lectura y comprensión de la información y ha mejorado la comparabilidad temporal de los datos. Sin embargo, a pesar del avance que supusieron estos cambios, queremos resaltar que han prevalecido ciertas carencias que obligan a realizar ajustes en la información con el fin de homogeneizarla.

De hecho, del examen de la información periódica que depositaron en la bolsa las empresas que utilizamos en uno de nuestros estudios empíricos, se detectaron imprecisiones que nos obligaron a tener que realizar algunas transformaciones en las cifras para conseguir que fuesen comparables. En este sentido, a partir de 1993 pudimos observar un cumplimiento más estricto de las exigencias impuestas a las empresas debido al mayor control ejercido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

No obstante, a pesar del avance que han supuesto estas medidas, consideramos que queda una importante labor por realizar en cuanto a difusión de la información que afecte a los títulos se refiere. Si tomamos como ejemplo al mercado norteamericano (el más desarrollado de todos) los datos financieros que las empresas deben entregar a la S.E.C., ya se encuentran disponibles de forma gratuita a través de la red *Internet*. En nuestro país no tenemos constancia de que se instaure una iniciativa en este sentido, si bien creemos que debería de ser un ejemplo a imitar aunque sea a medio plazo.

*3ª) El concepto teórico de eficiencia del mercado esta sometido a continua revisión y evoluciona hacia una noción más «real».*

Desde que se desarrollasen durante la segunda mitad de los sesenta los fundamentos teóricos de la eficiencia del mercado, la mayor parte de las investigaciones que se emprendieron en la década de los setenta tuvieron como principal objetivo la contrastación empírica de sus postulados. A pesar de la obtención de resultados que parecían confirmar el comportamiento eficiente de los mercados, pronto se detectaron diversas anomalías que evidenciaban la

existencia de algunas limitaciones a las hipótesis básicas que sustentaban el modelo. Con el transcurso del tiempo se han dedicado innumerables esfuerzos encaminados hacia la constatación de la presencia o no de las citadas anomalías y, lo que es más importante, a la explicación económica que pueda justificarlas.

No obstante, en un contexto de eficiencia donde la reacción de los precios ante cualquier información debería servir como un indicador de la relevancia que ha tenido la misma y de la rapidez con la que ha sido utilizada por los inversores, era de esperar que la verificación del cumplimiento de la teoría en los mercados «reales» vulnerase algunos de los supuestos básicos en los que se mantiene. El despliegue realizado por los investigadores ha contribuido a mejorar el conocimiento de los mecanismos que intervienen en la fijación de los precios de equilibrio e, indirectamente, incrementa la competencia entre los agentes que intervienen en los mercados financieros. Además, los estudios empíricos han contribuido a redefinir parte de los fundamentos teóricos, y han introducido variantes en los modelos que admiten la existencia de relaciones económicas más «reales» que las incluidas en hipótesis básicas del modelo de eficiencia tradicional.

En nuestra opinión, el principal logro que puede atribuirse al modelo de eficiencia (y tal vez su principal crítica) radica en su capacidad para describir el proceso mediante el que se incorpora la información a los precios de mercado de los valores. El desarrollo del concepto de eficiencia informacional ha puesto de manifiesto cuál es el valor económico que puede atribuírsele a la información y, en consecuencia, induce a reflexionar acerca de la existencia de intereses contrapuestos entre quienes deben de difundirla y los que esperan recibirla. Precisamente, la presencia de asimetrías en el procesamiento de la información es una de las principales causas de ineficiencia, además de considerarse como una práctica reprobable desde el punto de vista ético.

4ª) El estudio de la anomalía «resultado-precio» ha contribuido a una mejor definición de las expectativas que tienen los inversores respecto a la evolución de los beneficios.

La evidencia empírica obtenida hasta mediados de los ochenta ha demostrado la escasa correlación existente entre los beneficios de las empresas (en cualquiera de sus formas) y la rentabilidad de los títulos. La mayor parte de los modelos utilizados en estos estudios, se centraron en el análisis de los cambios que se producían en los rendimientos de los valores ante variaciones en los resultados *inesperados* de las empresas. Entre las causas que se han esgrimido para justificar la ausencia de relación entre ambas variables, al margen de la ineficiencia del mercado, destacan los problemas metodológicos que se derivan de la aplicación de los modelos. En concreto, para elaborar un modelo que relacione ambas variables es necesario establecer algunas hipótesis respecto a cuáles serán las expectativas que tienen los inversores acerca de la evolución de los beneficios futuros que vayan a obtener las empresas. Asimismo, las hipótesis estadísticas que han de cumplir los modelos de regresión exigen que los *coeficientes de respuesta de los resultados* sean constantes en el tiempo y para cualquier tipo de empresa.

En consecuencia, y con el fin de incrementar el nivel de correlación de esta magnitud con el comportamiento bursátil de los títulos, desde principios de la década de los noventa se ha producido un cambio sustancial en la metodología que se ha utilizado para contrastar el contenido informativo de la cifra de beneficios. Por lo que se refiere a la definición de las expectativas de los inversores, la consideración de la *persistencia* de los beneficios como una característica básica que sirva para discriminar entre beneficios «esperados» o «inesperados», ha mejorado la especificación de los modelos. La introducción de este concepto permite diferenciar entre aquellos cambios en los beneficios provocados de forma ocasional de aquéllos otros en los que la alteración afecte al componente permanente de los mismos (que sería el que debería de provocar un cambio en los precios).

Por otra parte, las modificaciones de la forma funcional de los modelos también han afectado al horizonte temporal de estudio. Así, al considerar la relación entre los resultados y los precios de mercado a largo plazo, se obtienen mayores correlaciones estadísticas que cuando la comparación se hacía en el corto plazo. En este sentido, la inclusión de otras variables que complementen a la variación de los beneficios parece que incrementa la capacidad explicativa de los modelos.

En nuestra opinión, el desarrollo futuro de esta línea de investigación está ligado, en primer lugar, al estudio de las variables que determinan las expectativas de los inversores sobre los beneficios futuros, ya que a medida que se identifiquen éstas, es posible que se puedan plantear otros modelos teóricos que relacionen más eficazmente a los precios de mercado y la cifra de beneficios. En segundo lugar, los modelos de regresión lineal tendrán que admitir la no constancia de los coeficientes de respuesta de los resultados, al depender directamente de ello la mejora que se produzca en la precisión con que estimen y en las predicciones que se realicen basándose en ellos. Por tanto, la introducción de cambios en la metodología supondrá una mayor sofisticación de las técnicas que se utilizan en la actualidad (que ya consideramos complejas). No obstante, habrá que comprobar cuál es la ganancia real que se produce en cuanto a capacidad explicativa de los beneficios, ya que si a pesar de las mejoras introducidas no aumenta la correlación entre beneficios y precios de mercado, tal vez la causa estribe en la ausencia de contenido informativo para la cifra de beneficios y haya que incidir en el estudio de otras variables contables.

5ª) *¿Es posible contrastar a través del comportamiento de los precios de mercado cuáles son las consecuencias que se derivan de cambios en los procedimientos contables?*

El estudio de la incidencia que la información contable tiene sobre los mercados de capitales no sólo se limitó al análisis del contenido informativo de

la cifra de beneficios, sino que también se extendió al de la relevancia que los cambios en los procedimientos contables pudiesen tener. Al amparo de la eficiencia del mercado, los trabajos empíricos estudian la naturaleza del cambio contable, en función del efecto que tenga sobre los flujos de caja futuros. La evidencia empírica aporta datos concluyentes en el sentido de que el mercado no reacciona ante cambios contables que no supongan modificaciones sustanciales de los flujos de caja futuros, mientras que sí parece hacerlo en el caso en que se modifiquen.

A partir de la relación establecida entre cambios contables y flujos de caja futuros, el interés de las investigaciones se centró en el estudio de la influencia que la discrecionalidad, en la aplicación de las normas contables, pudiese tener sobre los precios de mercado. En este sentido, cuando se analizan cambios de carácter normativo habrá que tener en cuenta el período de tiempo durante el cual se ha discutido la norma, ya que el mercado puede haber incorporado paulatinamente a los precios las noticias que se generase en torno a la misma. Por tanto, en este tipo de trabajos será necesario establecer un período de análisis lo más amplio posible en función de la duración que haya tenido el debate de la norma, con el fin de examinar el efecto sobre los precios de su discusión, publicación y grado de aplicación.

Para encontrar posibles explicaciones a las razones que determinan los cambios en los procedimientos contables que realizan las empresas, ya sean como consecuencia de la emisión de una norma o por propia voluntad de la dirección, se han incorporado una serie de hipótesis acerca de las relaciones que vinculan a los inversores con los intereses de los directivos. La compatibilización de modelos que admitan la existencia de asimetrías informativas y la mejora en la identificación de las variables contables que puedan actuar como subrogados de las hipótesis de comportamiento que se planteen, puede que en un futuro próximo permitan establecer con mayor



certidumbre cuáles son las causas que condicionan los cambios en los procedimientos contables.

*6ª) La emisión de normas contables debe de tener presente el entorno económico en el que se desenvuelven los sectores a los que van dirigidas.*

El conjunto de principios y normas contables que son de aplicación general están enunciados en el contexto de lo que denominamos «economía de mercado». La ausencia de alguna de las características que definen a este entorno puede inducir a que deban modificarse, total o parcialmente, los criterios contables antes aludidos. En el caso de empresas cuya actividad este sometida a la intervención de un ente regulador, el precio que cobrará por los bienes que produzca, o los servicios que preste, no estará determinado «libremente» en el mercado sino que lo fijará la Administración. Por tanto, el nivel de beneficios que pueden alcanzar éstas empresas, está condicionado por los objetivos económicos o sociales que se haya marcado el Estado para dicho sector económico.

Ahora bien, la existencia de una serie de características particulares para un sector no implica necesariamente que ante cualquier modificación de las condiciones del entorno, se produzca una traslación automática al campo normativo-contable. Con carácter previo a la emisión de la norma, debería de constatarse cuál es el grado de adecuación que el actual sistema contable tiene para afrontar el cambio detectado y cuáles son las necesidades reales de la misma. Las consecuencias de una emisión de normas sin tener en cuenta estos requisitos, podrían traducirse en la generación de una serie de agravios comparativos respecto a otras empresas que, a pesar de haberse visto afectado por el cambio en el entorno, no podrían aplicar el mismo criterio contable que las reguladas. Asimismo, si la información contable que elaboran las empresas se tuviese en cuenta como factor determinante de las tarifas, se estaría a merced de un grupo de presión cuyo único interés consistiría en procurar

incrementar su capacidad de generar beneficios en detrimento de los intereses colectivos de la ciudadanía.

En nuestra opinión, resulta imprescindible cuantificar a priori los efectos reales que se deriven del cambio en el entorno para, sólo después de analizadas las consecuencias, evaluar la capacidad de aclimatación que tengan las normas contables preexistentes o la conveniencia de modificarlas o emitir otras nuevas. También consideramos necesario el seguimiento del grado de aplicación real de la nueva normativa, y si ésta ha provocado el efecto que se esperaba cuando se decidió su emisión. De esta forma, en el caso de que se detectaran incumplimientos o falta de aplicación de las normas, el organismo regulador debería actuar eliminando o modificando la normativa y replanteándose para el futuro el proceso que debe seguir para la emisión otras normas.

*7ª) Las devaluaciones de la peseta no afectaron con la misma intensidad a los estados financieros de las empresas reguladas.*

La crisis por la que atravesó el S.M.E. durante 1992 y 1993 puede considerarse como la más grave de toda su historia. Las devaluaciones de la peseta tuvieron su efecto directo sobre algunas empresas reguladas que habían recurrido a la financiación en divisas. La magnitud de las diferencias negativas de cambio que se iban a generar, de aplicar el criterio del P.G.C., motivó que la Administración emitiese normativa específica para la contabilización de dichas diferencias negativas. Por tanto, ante la relevancia de las devaluaciones sería de esperar que *todas* las empresas optaran por aplicar el nuevo criterio contable para reconocer las diferencias de cambio.

Pues bien, a pesar del reconocimiento expreso en el texto de las tres Órdenes Ministeriales de la relación de empresas reguladas que podían utilizar el nuevo criterio contable, su aplicación real no fue todo lo multitudinaria que cabía esperar. Ahora bien, esta circunstancia era de esperar una vez

examinados los estados financieros de las empresas implicadas. En este sentido, destaca el caso de las empresas concesionarias de autopistas, ya que su deuda en divisas esta cubierta totalmente mediante seguros de cambio concertados por el Estado y, por tanto, no tenían que reconocer diferencias negativas a pesar de las devaluaciones.

La opción de considerar a las diferencias negativas de cambio como un gasto a distribuir en varios ejercicios, permitió a algunas empresas, sobre todo durante 1992 y 1993, aumentar su cifra de beneficios considerablemente gracias a la eliminación de un componente de gasto nada despreciable. Este fue el caso de Iberdrola, Telefónica, Unión Fenosa, Sevillana, Fecsa o Iberia, a las que podemos considerar como las más perjudicadas por la crisis cambiaria. Además, de la información contenida en las cuentas anuales, no fue posible (con contadas excepciones) confirmar si las empresas estaban utilizando instrumentos de cobertura para el riesgo de cambio, lo que consideramos reduce las posibilidades de análisis que cualquier usuario de los estados financieros tendrá para evaluar los niveles de riesgo a los que están sometidas las empresas.

De no haberse emitido la norma, únicamente el beneficio de las empresas más endeudadas se habría reducido significativamente, si bien a partir de 1994 dicha magnitud hubiese sido sensiblemente superior a la presentada realmente. Por tanto, si tenemos en cuenta el nivel de utilización de la norma podría concluirse que la necesidad real de la misma no ha sido equivalente para todas las empresas a las que se reconoció el derecho a aplicarla, dándose casos, como los de Hispasat o Canal de Isabel II, en los que su uso no ha sido el esperado.

8ª) *La sensibilidad de los beneficios de las empresas reguladas ante las devaluaciones de la peseta fue distinta, siendo por tanto diferente la necesidad real que tenían de que se aprobase la norma contable.*

Del trabajo empírico que hemos llevado a cabo se desprende que al considerar conjuntamente a todas las empresas reguladas que *podían* haber aplicado la Orden Ministerial de 12 de marzo de 1993, no existen diferencias significativas entre la variabilidad de los beneficios, antes y después de la publicación de la norma contable. Por tanto, este resultado podría interpretarse como una prueba de que la emisión de la norma pudo favorecer la estabilidad de los beneficios, a través de la reducción del impacto que hubiesen ocasionado sobre la cuenta de resultados las devaluaciones de la peseta.

Esta conclusión hay que matizarla cuando se tiene en cuenta el grado de aplicación real de la norma. Así, al separar en dos grupos a las empresas reguladas en función del criterio de contabilización que aplicaron, los resultados que obtuvimos no parecen tan evidentes. En el caso de las empresas que no adoptaron la norma, no se detectó ningún cambio estadísticamente significativo en la estabilidad de los beneficios al comparar entre los dos períodos (anterior y posterior a la emisión de la O.M.). En cierto modo este resultado era de esperar ya que se trataba de empresas que, en realidad, apenas si disponían de financiación en moneda extranjera o las que si habían recurrido a ella, la tenían cubierta en su totalidad del riesgo de cambio. Sin embargo, entre las empresas que sí utilizaron el criterio de la O.M., y a pesar de ello, parece confirmarse que la variabilidad de los beneficios durante la etapa posterior a la crisis cambiaria, fue superior a la se produjo durante la anterior. Es posible que este resultado venga a dar la razón a aquellas empresas eléctricas (fundamentalmente, Iberdrola, Unión Fenosa, Feinsa y Sevillana) que manifestaron su disconformidad con el criterio adoptado en la O.M. ya que consideraban más adecuado el que se incluía en la Resolución de 20-1-94, por ajustarse más a la «realidad» del sector, además de permitir la periodificación

de los intereses en un mayor intervalo de tiempo (con la consiguiente suavización de la tendencia de los beneficios).

Por último, quedaba por determinar cuál era la sensibilidad de los beneficios de las empresas reguladas ante las devaluaciones de la peseta. La evidencia empírica nos induce a pensar que la sensibilidad fue distinta según que las empresas aplicaran o no la Orden Ministerial. Así lo demuestra el hecho de que la variabilidad de los beneficios de las empresas que aplicaron la O.M., fue superior a la de las que no lo hicieron, inclusive durante el período anterior a la emisión de la norma. Por tanto, cabe preguntarse por qué razón se reconoció idéntico tratamiento contable a ambos tipos de empresas si el grado de sensibilidad de las mismas ante las diferencias de cambio era distinto. Además, cuál es el motivo que justifica la inclusión, entre las empresas que podían utilizar la norma, de las empresas concesionarias de autopistas si éstas disponen de seguros de cambio concertados con el estado que cubren la totalidad del endeudamiento en moneda extranjera.

En nuestra opinión, la emisión de la norma pudo estar influida por el interés que las empresas más endeudadas tuvieran en mantener una cifra de beneficios «estéticamente» equilibrada. De esta forma se podría mantener el nivel de autofinanciación que requería el sector eléctrico para ir saneando su estructura financiera. Además, la preservación de la política de distribución de dividendos también podría justificar la disposición de las empresas para utilizar un criterio contable que permitiese reconocer un mayor beneficio. De no haberse emitido la norma los accionistas tendrían que haber renunciado a una menor cuantía de dividendos durante 1992 y 1993, que hubiese sido compensada por un incremento de los que hubiesen obtenido en 1994. El deseo de los inversores de no trasladar a ejercicios futuros ningún rendimiento potencial, podría haber ocasionado un comportamiento adverso en las cotizaciones bursátiles de las empresas más endeudadas que eran, además, las de mayor capitalización bursátil (junto con Telefónica).

*9ª) La primera devaluación tuvo efectos negativos sobre el comportamiento bursátil de las empresas reguladas, en especial, entre las que con posterioridad aplicarían la Orden Ministerial.*

A partir del análisis del comportamiento de las rentabilidades anormales en las empresas reguladas, este período temporal puede catalogarse como el de mayor inestabilidad entre todos los considerados. En este sentido, se puede afirmar que las dos primeras devaluaciones de la peseta afectaron negativamente al comportamiento bursátil de las empresas, si bien el efecto de la primera de ellas se hizo notar en mayor medida. No obstante, al examinar la evolución de las rentabilidades de las empresas agrupando entre las que posteriormente harían uso de la norma y las que no la aplicaron, se observa que la tendencia de las rentabilidades medias acumuladas de los valores es distinta para cada grupo de sociedades. Así, para aquellas empresas que sí aplicarían la O.M. predominan las RAMAC de signo negativo, mientras que para el otro grupo el signo dominante es el positivo. En cierto sentido, esta evidencia empírica viene a confirmar lo que se indicó anteriormente en el sentido de que la disparidad entre los niveles de deuda financiera que existe entre los dos grupos de empresas, hacían presagiar que el mercado reaccionaría de forma desigual ante una devaluación de la peseta.

Asimismo, queremos destacar que durante los intervalos de estudio a los que pertenecen las dos primeras devaluaciones, no observamos ningún comportamiento anómalo en las rentabilidades de los valores que pudiese interpretarse como una reacción del mercado ante la publicación de cualquier información que estuviese relacionada con la potencial emisión de la Orden Ministerial.

10ª) *Se puede considerar que la publicación de la O.M. no tuvo efectos significativos sobre el comportamiento de mercado de las empresas reguladas.*

En el intervalo temporal en el que se produjo la emisión de la O.M. sólo se dieron dos valores significativos y de signo contrario en las rentabilidades de los títulos. El de signo positivo se detectó en la semana anterior a la publicación de la norma, mientras que el de signo negativo tuvo lugar en la misma semana de su aprobación. En nuestra opinión, la emisión de la norma contable no ocasionó efectos significativos sobre los precios de mercado, a pesar de la reacción positiva que se dió la semana anterior a su emisión. De hecho, el mercado dispuso de seis meses para que la información se hubiese incorporado a los precios, por lo que sería de esperar este resultado. Sin embargo, los rendimientos significativos observados se podría justificar mediante el siguiente razonamiento: la decisión del organismo regulador de emitir la citada norma podía haberse interpretado por el mercado como una «señal» de que la Administración estaba dispuesta a reconocer vía tarifa el sobrecoste financiero en el que tendrían que incurrir, fundamentalmente, las empresas eléctricas. Desde este punto de vista, la emisión del nuevo criterio de contabilización habría actuado indirectamente sobre los flujos de caja futuros al servir como indicador de los mayores ingresos que recibirían posteriormente las empresas afectadas.

Esta circunstancia podría explicar el signo positivo pero, ¿y el negativo?. Como se recordará la nueva norma contable no explicitaba cuál iba a ser el mecanismo que se utilizaría para incorporar a la tarifa las diferencias negativas de cambio generadas. Además, dado que antes de la publicación de la norma se desconocía que fechas se utilizarían para calcular la depreciación efectiva que se incluiría en la tarifa. Es posible que los inversores esperasen que la nueva norma incluyese alguno de estos extremos, por lo que al no contener ninguna de estas cuestiones la redacción definitiva de la O.M., las expectativas de los inversores no se confirmaron y de ahí la reacción negativa del mercado. En

consecuencia, al no despejar la norma el componente de incertidumbre que rodeaba la imputación a la tarifa de las diferencias negativas de cambio, pudo condicionar el comportamiento negativo de las rentabilidades anormales durante la semana anterior a la publicación de la misma.

*11ª) La tercera devaluación no supuso un cambio significativo en el comportamiento bursátil de las empresas reguladas.*

A partir de los resultados obtenidos para el intervalo que comprende a la tercera devaluación, no parece que la misma afectase significativamente al precio de mercado de las empresas reguladas. Entre las posibles explicaciones que hemos sugerido para este comportamiento, nos parecen especialmente relevantes las que se asocian al proceso de determinación de la tarifa y las relacionadas con la mejora de la predicción de los beneficios futuros. En cuanto a la primera de ellas, cabe señalar que si con anterioridad a la tercera devaluación ya era un hecho consumado que las empresas recuperarían a través de la tarifa el sobrecoste financiero que suponía la devaluación de la peseta, no sería de extrañar que el mercado no reaccionase con igual intensidad ante una nueva crisis cambiaria. En nuestra opinión, de ser esta la causa de la no reacción del mercado, se plantearía una situación no deseable en términos de bienestar social (ni de gestión empresarial), por cuanto estimula a que las empresas implicadas no gestionen adecuadamente sus riesgos (en este caso el de cambio) y, en consecuencia, trasladen a los usuarios del servicio la mayor parte del exceso de carga financiera producido.

Respecto a la segunda explicación a la que antes aludíamos, es posible que la nueva norma hubiese favorecido la predictibilidad de los beneficios futuros de estas empresas a través de la periodificación de las diferencias negativas de cambio. Asimismo, la existencia de la citada norma elimina gran parte de las incertidumbres en torno a la posibilidad de nuevas devaluaciones, ya que en caso de producirse se aplicaría el criterio contable contenido en la



misma. Por tanto, de ser estas las causas que ocasionaron la reducción del impacto de las devaluaciones sobre la valoración de los títulos en el mercado, la emisión de la norma se consideraría oportuna.

Una vez analizada la evidencia empírica se nos plantea la siguiente duda, ¿era realmente necesaria la emisión de la norma?. En nuestra opinión, existen evidencias suficientes para pensar que no todas las empresas a las que resultaba de aplicación el nuevo criterio contable lo requerían. En ocasiones, la simple lectura de los estados financieros ya presagiaba la innecesariedad de la norma. Este sería el caso de las empresas concesionarias de autopistas, por tener cubierta del riesgo de cambio la totalidad de la deuda en moneda extranjera, o el de Gesa y Eléctricas Reunidas de Zaragoza, que disponían de un nivel de endeudamiento en moneda extranjera reducido o nulo. En otros casos, hay empresas que optaron por no aplicar el contenido de la norma al considerar que era más adecuada la utilización del criterio contable preexistente. Esta situación se produjo en Hidrocantábrico que, a pesar de disponer de financiación en divisas, mantuvo el tratamiento contable del P.G.C. para el reconocimiento de las diferencias negativas de cambio generadas. Esta decisión estuvo relacionada con la saneada situación financiera que disponía (la más equilibrada del sector eléctrico) y la favorable evolución que había experimentado su cifra de beneficios. Por tanto, la empresa consideró más adecuado que cada ejercicio económico soportase el mayor coste financiero que suponían las devaluaciones de la peseta en lugar de diferir su impacto a ejercicios futuros.

La emisión del nuevo criterio contable parece realizado «a medida» de unas pocas empresas cuyo nivel de endeudamiento sobrepasaba con creces al del resto de las empresas. Además, si se considera la variabilidad de los beneficios para estas empresas, ni con la emisión de la O.M. se consiguió el efecto estabilizador deseado. Por tanto, consideramos que la publicación de la

norma estuvo sometida a la «presión» de algunas empresas que deseaban presentar una cifra de beneficios estéticamente más atrayente y que no interfiriese en su política de distribución de dividendos. Por tanto, el ente regulador debería de reconsiderar su labor normalizadora y extraer consecuencias de esta situación. Esperamos que la introducción de medidas liberalizadoras en el negocio eléctrico estimule la adopción de instrumentos de cobertura y que ante futuras crisis cambiarias, la tarifa eléctrica no permita recuperar todo el sobrecoste financiero sino únicamente el que se considere razonable.

No queremos concluir esta tesis sin plantearnos la siguiente reflexión, ¿cuál es el futuro de la investigación contable basada en el mercado de capitales en nuestro país?. Hay que tener en cuenta que la mayor parte de los trabajos realizados sobre el efecto que el cambio de un criterio contable puede ocasionar en la valoración bursátil de los títulos, se han realizado en Estados Unidos debido, entre otras causas, a la riqueza sectorial de su economía (tanto en número de sectores como en empresas que los forman), al tamaño de su mercado financiero (considerado tanto por el número de empresas cotizadas como por su capitalización bursátil), y fundamentalmente, por disponer de bases de datos completas y actualizadas. Si a estos condicionantes unimos la especificidad del proceso de emisión de normas y las particulares relaciones que se establecen entre la dirección y la propiedad de las empresas, se dan las circunstancias adecuadas para que los investigadores puedan contrastar, a través del mercado de capitales, determinadas hipótesis relacionadas con el papel de la información contable en la toma de decisiones de sus potenciales usuarios.

En el caso de nuestro país, el desarrollo de estudios empíricos acerca de los efectos que la regulación contable puede tener en las empresas o sobre el estudio del contenido informativo que presentan determinadas magnitudes financieras, están todavía en fase embrionaria. La evolución que se está

produciendo a lo largo de los últimos años en nuestros mercados financieros, junto con la aceptación general de que la publicación de información contable resulta imprescindible para que los inversores puedan formarse una opinión completa de la situación patrimonial y de los beneficios de las empresas, abre un camino interesante hacia la investigación contable centrada en los mercados de capitales. Por tanto, es probable que a medio plazo se incremente la presencia en nuestras revistas de investigación de trabajos empíricos centrados en el mercado de capitales.

## **APÉNDICES**

## APENDICE 1: Valores de Vit

FECHA1	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
07/24/92	0,08615	-1,00525	-1,04659	0,88077	-0,89629
07/31/92	1,68355	3,72202	0,19438	-0,37756	-0,33203
08/07/92	-0,06691	1,46409	0,08717	-0,11233	0,06526
08/14/92	0,46816	0,41408	-0,96158	-0,72508	-0,84931
08/21/92	0,09047	1,57318	0,00436	2,13724	-1,06907
08/28/92	0,31622	-1,61478	-0,85948	-1,88801	0,77647
09/04/92	-0,39542	0,63397	1,47898	-1,37170	-0,81332
09/11/92	-0,03239	-0,45690	-0,18780	-0,06139	-1,16117
<b>09/18/92</b>	<b>1,06136</b>	<b>1,15455</b>	<b>1,65689</b>	<b>-1,80919</b>	<b>0,13686</b>
09/25/92	-2,01989	-1,93731	-2,79845	-1,43011	-0,23245
10/02/92	-0,87182	1,34865	-1,13152	0,67235	-2,54574
10/09/92	1,99026	0,86675	1,26075	-0,82433	0,50439
10/16/92	0,45168	-0,71032	0,90394	-0,24701	5,49398
10/23/92	1,22152	1,70298	2,73706	-1,21440	0,79326
10/30/92	-1,68482	-2,26304	-0,67019	0,11265	-0,42826
11/06/92	-0,09448	-0,08686	0,98145	-0,83403	-0,58495
11/13/92	-0,62730	0,82288	1,31860	1,37152	-0,91823
FECHA2	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
10/02/92	-0,69579	1,42359	-0,75376	0,10267	-2,37750
10/09/92	1,89951	0,70910	1,03681	-0,48528	0,42296
10/16/92	0,45392	-0,66279	0,88643	-0,23566	5,44836
10/23/92	1,13647	1,49680	2,50331	-0,88814	0,71621
10/30/92	-1,66157	-2,07649	-0,59127	0,00580	-0,39904
11/06/92	-0,10368	-0,08933	0,94674	-0,77603	-0,58669
11/13/92	-0,67439	0,72484	1,20871	1,45091	-0,94341
11/20/92	0,33978	-0,88209	1,72320	-3,27273	0,79201
<b>11/27/92</b>	<b>-1,99054</b>	<b>0,07125</b>	<b>-0,96808</b>	<b>-0,95706</b>	<b>1,34249</b>
12/04/92	0,35433	0,18601	-0,40980	-0,20676	-1,33614
12/11/92	0,36249	0,04542	0,89738	-0,70093	1,45042
12/18/92	-0,16486	0,46553	-0,32855	-0,14586	0,06872
12/23/92	-0,49187	-0,41690	0,78909	0,56803	-0,17127
12/31/92	0,83727	0,46357	-0,17445	0,44587	-0,69982
01/08/93	-0,22381	-0,33692	2,24305	-0,23190	-0,67848
01/15/93	1,95649	-0,14370	-2,06874	0,19282	0,54265
01/22/93	0,34039	0,76893	0,82660	-0,51397	0,93032

## APENDICE 1: Valores de Vit

FECHA3	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
01/29/93	-0,62450	-0,44780	-0,38064	0,27296	0,62299
02/05/93	1,28942	0,15319	-0,41024	-0,34772	1,06535
02/12/93	-0,05409	-0,53658	1,79453	-0,57768	-0,76302
02/19/93	-0,22420	-0,35889	-1,07898	-0,04416	-0,05883
02/26/93	0,43039	0,16189	1,19752	-0,86715	1,51623
03/05/93	0,38246	0,65446	0,55863	0,26891	-0,03978
<b>03/12/93</b>	<b>-0,85086</b>	<b>-1,28964</b>	<b>0,39539</b>	<b>-0,82598</b>	<b>0,37574</b>
03/18/93	0,54197	0,38349	-1,13160	0,72715	-0,04746
03/26/93	0,16930	0,19171	0,58102	-0,93950	-0,51900
04/02/93	-1,76822	-1,33350	-1,09113	4,90264	0,10098
04/07/93	-0,42665	-0,67434	0,41119	0,11559	-0,17897
04/16/93	0,78966	1,04113	-0,55832	0,07707	1,26354
04/23/93	0,08930	-0,55901	1,28137	3,02039	2,11909
FECHA4	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
04/02/93	-1,78244	-1,35267	-1,08985	4,60707	0,10415
04/07/93	-0,42634	-0,68222	0,41043	0,10698	-0,17978
04/16/93	0,78710	1,05114	-0,55687	0,07612	1,28034
04/23/93	0,07273	-0,57712	1,27919	2,84235	2,14513
04/30/93	0,09427	-0,44030	-1,21749	1,34546	-2,94756
05/07/93	-0,74972	-0,79100	-0,22992	0,89170	1,59608
<b>05/14/93</b>	<b>-0,09549</b>	<b>1,21378</b>	<b>-0,08026</b>	<b>-0,92151</b>	<b>0,52332</b>
05/21/93	-0,18084	-0,50459	-0,30364	-0,58154	-0,87142
05/28/93	-0,05475	-0,14242	-0,79141	0,65772	-0,47664
06/04/93	0,22292	0,34963	0,67843	0,87654	-0,35636
06/11/93	-1,11817	-0,13792	-0,46765	-2,07281	-0,13253
06/18/93	-0,84114	-0,49102	1,10048	0,86983	-0,24281
06/25/93	1,13428	2,04996	-0,04562	0,25281	1,78272

## APENDICE 1: Valores de Vit

FECHA1	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
07/24/92	-2,11667	-0,56591	-1,31384	-0,74274	-1,11655
07/31/92	1,52300	-0,89454	-0,56700	-0,54674	0,71656
08/07/92	1,06604	0,52956	-0,60623	1,21508	0,92199
08/14/92	-0,55608	0,68696	1,94331	1,32795	0,35118
08/21/92	-0,41998	-2,68966	-0,60595	0,49520	1,41814
08/28/92	0,45096	-0,57396	-0,26329	-0,69730	-0,78513
09/04/92	0,14663	0,80304	0,95165	-0,19939	0,62645
09/11/92	0,99504	0,36235	0,92143	1,13324	0,15954
<b>09/18/92</b>	<b>0,44252</b>	<b>-2,39924</b>	<b>0,43150</b>	<b>-0,39210</b>	<b>0,35459</b>
09/25/92	0,06432	0,29895	-1,17696	1,43705	-3,12098
10/02/92	-3,84978	-0,38248	-2,85476	-0,88155	4,76162
10/09/92	1,09987	-0,20141	-0,44362	-0,14967	2,93569
10/16/92	0,32791	0,06444	3,28171	-0,00884	0,11735
10/23/92	2,57721	-0,54615	-0,13195	-0,71562	-1,25549
10/30/92	0,33717	-0,23153	-1,31165	-1,19528	-0,51541
11/06/92	-0,68771	-1,32545	-4,47771	0,21927	0,25646
11/13/92	-0,33263	0,26098	2,02073	0,67156	0,61348
FECHA2	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
10/02/92	-3,48731	-0,44892	-2,61102	-0,97571	4,29988
10/09/92	0,94254	-0,15123	-0,52553	-0,10089	2,66361
10/16/92	0,31522	0,06300	3,20486	-0,00862	0,10657
10/23/92	2,37508	-0,49041	-0,21313	-0,67706	-1,13710
10/30/92	0,36350	-0,24015	-1,24982	-1,22514	-0,46851
11/06/92	-0,67254	-1,28606	-4,38159	0,22601	0,23303
11/13/92	-0,37023	0,27306	1,93329	0,70050	0,55769
11/20/92	-0,83163	0,91233	1,05180	-0,82484	-1,44663
<b>11/27/92</b>	<b>-1,09435</b>	<b>-0,00852</b>	<b>0,40026</b>	<b>2,48144</b>	<b>0,26719</b>
12/04/92	1,32608	0,04980	0,44181	-1,46413	0,90832
12/11/92	0,20133	0,63120	0,12400	1,22853	-0,10584
12/18/92	-0,22901	1,34591	2,16968	-0,02081	0,77060
12/23/92	0,06692	2,12105	0,47237	-0,98353	0,14044
12/31/92	1,21615	0,56587	-0,80058	2,27879	0,71738
01/08/93	-0,73269	0,17032	-1,47962	-1,35219	0,41782
01/15/93	-1,39543	-0,69549	3,30881	0,67848	-0,89659
01/22/93	1,63372	1,79511	1,21410	-0,50723	0,08368

## APENDICE 1: Valores de Vit

FECHA3	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
01/29/93	0,25246	0,67026	-0,57484	1,96222	1,11948
02/05/93	-0,31536	-0,18806	0,16027	-0,77285	-0,80039
02/12/93	0,10284	-0,58287	-0,16260	-0,44108	0,25321
02/19/93	-0,16334	0,63491	-0,91357	-0,27982	0,54553
02/26/93	-0,47790	-0,59056	-2,09673	0,35452	1,94774
03/05/93	0,23533	-0,15618	1,16562	2,53803	0,56115
<b>03/12/93</b>	<b>-0,47674</b>	<b>-0,53229</b>	<b>-1,18661</b>	<b>0,53996</b>	<b>-1,02408</b>
03/18/93	0,13916	0,46082	0,20018	-0,62440	0,17999
03/26/93	-0,36223	-0,70218	-0,89383	0,22546	-0,54156
04/02/93	-0,85846	-0,06772	-1,36707	0,91081	-0,41757
04/07/93	0,01495	0,21133	-1,40767	0,04035	-0,12592
04/16/93	0,01346	-0,86915	0,12321	0,05599	0,00443
04/23/93	-0,33553	-0,35071	-0,80184	0,71181	-0,44621
FECHA4	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
04/02/93	-0,88048	-0,07041	-1,35415	0,91430	-0,42259
04/07/93	0,01437	0,21464	-1,39321	0,04282	-0,12945
04/16/93	0,01593	-0,88588	0,11608	0,05080	0,00991
04/23/93	-0,33970	-0,35152	-0,80511	0,70320	-0,43986
04/30/93	0,10918	-0,78754	-0,22111	-2,06876	-0,29063
05/07/93	0,87476	-0,34575	-0,26763	0,08964	-0,23839
<b>05/14/93</b>	<b>-0,49199</b>	<b>-0,42902</b>	<b>-0,65710</b>	<b>-0,15535</b>	<b>-0,12043</b>
05/21/93	0,06942	-2,07228	2,27216	-0,07837	0,22775
05/28/93	0,22790	-1,84034	-0,95070	-0,30143	-0,32033
06/04/93	-0,12138	0,91596	0,91031	-0,10719	-0,42829
06/11/93	0,05084	0,52335	1,63595	-0,54555	0,72283
06/18/93	-0,70316	0,20683	2,02216	-0,30327	0,01125
06/25/93	0,22761	0,04893	-0,45229	1,50061	-1,58430



## APENDICE 1: Valores de Vit

FECHA1	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
07/24/92	-0,02163	-0,40510	0,87811	0,72319
07/31/92	-0,24028	1,06184	-0,34953	-0,56958
08/07/92	-0,78645	0,01851	-0,57385	0,35717
08/14/92	0,98692	-1,32112	0,44076	-0,22186
08/21/92	0,20239	1,41523	-0,37239	0,69248
08/28/92	-1,15330	-1,48194	0,36649	-0,92818
09/04/92	0,51003	1,02658	-0,04239	-0,54078
09/11/92	-0,85192	0,40754	0,35678	0,97514
<b>09/18/92</b>	<b>0,45972</b>	<b>-2,27916</b>	<b>-2,01784</b>	<b>2,29527</b>
09/25/92	-0,71340	-3,63337	-3,41237	-1,19673
10/02/92	-1,71828	-2,78902	1,42764	-1,86197
10/09/92	-3,31040	2,02511	-0,73134	0,95533
10/16/92	3,47768	0,56181	1,40168	-1,95767
10/23/92	-0,52005	1,66205	-1,93489	0,30735
10/30/92	-0,85130	-1,38085	-0,01700	0,77475
11/06/92	-1,07403	-0,50317	-3,40582	1,02447
11/13/92	-1,24037	1,12638	0,45992	0,61154
FECHA2	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
10/02/92	-1,57013	-2,18785	1,39172	-1,64781
10/09/92	-3,44422	1,65182	-0,71635	0,83870
10/16/92	3,52550	0,51386	1,35418	-1,93783
10/23/92	-0,61091	1,33822	-1,87696	0,20810
10/30/92	-0,83194	-1,19819	-0,01280	0,80167
11/06/92	-1,09691	-0,47870	-3,29149	1,00473
11/13/92	-1,29723	0,94545	0,43959	0,55967
11/20/92	0,13051	0,83448	-0,79414	1,62216
<b>11/27/92</b>	<b>-1,18533</b>	<b>0,67280</b>	<b>2,32694</b>	<b>0,16794</b>
12/04/92	-0,66207	0,62088	-0,26604	-0,06216
12/11/92	1,03576	-0,76072	-1,98931	-0,06463
12/18/92	-0,40796	0,34591	0,15714	0,36478
12/23/92	-0,22028	0,14373	-0,30208	0,16795
12/31/92	0,77562	-0,05937	0,03116	-0,16800
01/08/93	-1,61512	-0,69849	-1,16257	0,64338
01/15/93	0,88700	2,75697	0,64869	1,25586
01/22/93	8,96247	1,08172	0,70445	-0,19192

## APENDICE 1: Valores de Vit

FECHA3	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
01/29/93	-2,48812	0,45712	0,22393	0,22335
02/05/93	0,40506	-0,89635	0,78844	1,20853
02/12/93	-0,78578	-0,78034	-0,26449	0,47490
02/19/93	-0,78763	0,99067	-0,62228	-1,62648
02/26/93	-1,27634	-1,46436	-0,12798	-0,46594
03/05/93	1,94443	-0,43507	0,45625	0,32163
<b>03/12/93</b>	<b>-0,77480</b>	<b>-1,57633</b>	<b>-0,37090</b>	<b>-0,13906</b>
03/18/93	-0,05778	0,31115	0,95382	-0,00110
03/26/93	0,76222	0,05205	-1,21189	-0,11953
04/02/93	0,12218	-0,89181	-1,93919	0,34411
04/07/93	0,10396	-0,10958	0,97625	0,17199
04/16/93	-0,23213	-1,28305	-1,36844	-0,50755
04/23/93	1,99557	-0,29617	-1,43727	-0,31798
FECHA4	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
04/02/93	0,12629	-0,89368	-1,94913	0,22645
04/07/93	0,11077	-0,11297	0,98493	0,11521
04/16/93	-0,24725	-1,27488	-1,38244	-0,33782
04/23/93	1,97578	-0,28225	-1,45571	-0,21884
04/30/93	-0,12528	0,12892	0,07298	0,00763
05/07/93	0,47584	-0,76473	0,13233	0,03520
<b>05/14/93</b>	<b>-0,36896</b>	<b>0,23760</b>	<b>2,53836</b>	<b>0,62991</b>
05/21/93	0,57262	0,03316	-2,53548	0,22715
05/28/93	-0,24976	0,69518	-0,22214	-0,14691
06/04/93	0,83721	1,01872	1,10436	0,00374
06/11/93	-0,41036	1,59300	0,43648	-0,02666
06/18/93	-0,02051	0,14030	3,06571	0,10971
06/25/93	-0,50688	-0,40388	-0,26666	0,07226

FECHA1	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
07/24/92	0,00252	-0,02908	-0,02517	0,02672	-0,02948
07/31/92	0,04985	0,10883	0,00472	-0,01158	-0,01104
08/07/92	-0,00198	0,04289	0,00212	-0,00345	0,00217
08/14/92	0,01377	0,01203	-0,02322	-0,02209	-0,02806
08/21/92	0,00268	0,04602	0,00011	0,06556	-0,03555
08/28/92	0,00936	-0,04719	-0,02088	-0,05786	0,02580
09/04/92	-0,01151	0,01823	0,03535	-0,04137	-0,02659
09/11/92	-0,00095	-0,01329	-0,00454	-0,00187	-0,03840
<b>09/18/92</b>	<b>0,03128</b>	<b>0,03360</b>	<b>0,04008</b>	<b>-0,05522</b>	<b>0,00453</b>
09/25/92	-0,05807	-0,05501	-0,06604	-0,04258	-0,00750
10/02/92	-0,02514	0,03840	-0,02678	0,02008	-0,08241
10/09/92	0,05835	0,02509	0,03034	-0,02503	0,01660
10/16/92	0,01340	-0,02081	0,02201	-0,00759	0,18298
10/23/92	0,03588	0,04940	0,06599	-0,03694	0,02616
10/30/92	-0,04994	-0,06625	-0,01631	0,00346	-0,01425
11/06/92	-0,00280	-0,00254	0,02389	-0,02562	-0,01948
11/13/92	-0,01856	0,02404	0,03202	0,04203	-0,03050
FECHA2	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
10/02/92	-0,02003	0,04369	-0,01825	0,00320	-0,07798
10/09/92	0,05541	0,02206	0,02545	-0,01534	0,01406
10/16/92	0,01338	-0,02083	0,02198	-0,00753	0,18297
10/23/92	0,03321	0,04663	0,06154	-0,02812	0,02384
10/30/92	-0,04895	-0,06522	-0,01465	0,00019	-0,01339
11/06/92	-0,00306	-0,00281	0,02347	-0,02478	-0,01970
11/13/92	-0,01983	0,02272	0,02990	0,04623	-0,03161
11/20/92	0,00987	-0,02732	0,04211	-0,10301	0,02621
<b>11/27/92</b>	<b>-0,05860</b>	<b>0,00224</b>	<b>-0,02397</b>	<b>-0,03053</b>	<b>0,04503</b>
12/04/92	0,01043	0,00584	-0,01015	-0,00660	-0,04483
12/11/92	0,01068	0,00143	0,02225	-0,02238	0,04870
12/18/92	-0,00485	0,01460	-0,00813	-0,00465	0,00230
12/23/92	-0,01448	-0,01309	0,01954	0,01812	-0,00574
12/31/92	0,02465	0,01455	-0,00432	0,01422	-0,02348
01/08/93	-0,00656	-0,01053	0,05534	-0,00737	-0,02267
01/15/93	0,05713	-0,00447	-0,05082	0,00610	0,01805
01/22/93	0,01001	0,02412	0,02046	-0,01638	0,03118

FECHA3	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
01/29/93	-0,01844	-0,01370	-0,00965	0,00870	0,02261
02/05/93	0,03771	0,00464	-0,01030	-0,01097	0,03829
02/12/93	-0,00160	-0,01642	0,04551	-0,01840	-0,02769
02/19/93	-0,00662	-0,01098	-0,02735	-0,00141	-0,00213
02/26/93	0,01272	0,00496	0,03038	-0,02763	0,05505
03/05/93	0,01125	0,01995	0,01411	0,00853	-0,00144
<b>03/12/93</b>	<b>-0,02514</b>	<b>-0,03948</b>	<b>0,01003</b>	<b>-0,02632</b>	<b>0,01364</b>
03/18/93	0,01601	0,01174	-0,02871	0,02317	-0,00172
03/26/93	0,00500	0,00586	0,01473	-0,02991	-0,01883
04/02/93	-0,05224	-0,04083	-0,02768	0,15623	0,00367
04/07/93	-0,01260	-0,02064	0,01043	0,00368	-0,00650
04/16/93	0,02328	0,03181	-0,01413	0,00245	0,04578
04/23/93	0,00262	-0,01701	0,03230	0,09564	0,07645
FECHA4	ACESA	AUMAR	ENDESA	ENHER	ERZ
04/02/93	-0,05217	-0,04078	-0,02768	0,15620	0,00371
04/07/93	-0,01248	-0,02057	0,01042	0,00363	-0,00641
04/16/93	0,02300	0,03164	-0,01412	0,00258	0,04559
04/23/93	0,00212	-0,01731	0,03232	0,09586	0,07611
04/30/93	0,00276	-0,01327	-0,03091	0,04560	-0,10509
05/07/93	-0,02193	-0,02383	-0,00584	0,03021	0,05689
<b>05/14/93</b>	<b>-0,00275</b>	<b>0,03606</b>	<b>-0,00201</b>	<b>-0,03078</b>	<b>0,01839</b>
05/21/93	-0,00529	-0,01520	-0,00771	-0,01970	-0,03106
05/28/93	-0,00160	-0,00429	-0,02009	0,02229	-0,01699
06/04/93	0,00652	0,01054	0,01723	0,02971	-0,01271
06/11/93	-0,03272	-0,00416	-0,01188	-0,07026	-0,00473
06/18/93	-0,02452	-0,01474	0,02784	0,02937	-0,00862
06/25/93	0,03311	0,06165	-0,00116	0,00855	0,06342

FECHA1	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
07/24/92	-0,06663	-0,01406	-0,02523	-0,02089	-0,02449
07/31/92	0,04846	-0,02247	-0,01101	-0,01554	0,01589
08/07/92	0,03399	0,01333	-0,01179	0,03460	0,02048
08/14/92	-0,01758	0,01715	0,03749	0,03751	0,00774
08/21/92	-0,01337	-0,06758	-0,01177	0,01408	0,03145
08/28/92	0,01434	-0,01441	-0,00511	-0,01981	-0,01740
09/04/92	0,00459	0,01984	0,01817	-0,00557	0,01366
09/11/92	0,03150	0,00906	0,01780	0,03205	0,00352
<b>09/18/92</b>	<b>0,01402</b>	<b>-0,05999</b>	<b>0,00834</b>	<b>-0,01109</b>	<b>0,00782</b>
09/25/92	0,00199	0,00729	-0,02219	0,03966	-0,06718
10/02/92	-0,11929	-0,00936	-0,05397	-0,02440	0,10279
10/09/92	0,03465	-0,00501	-0,00853	-0,00421	0,06444
10/16/92	0,01045	0,00162	0,06382	-0,00025	0,00261
10/23/92	0,08135	-0,01361	-0,00254	-0,02018	-0,02761
10/30/92	0,01074	-0,00582	-0,02549	-0,03401	-0,01144
11/06/92	-0,02192	-0,03335	-0,08707	0,00624	0,00569
11/13/92	-0,01058	0,00655	0,03920	0,01907	0,01359
FECHA2	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
10/02/92	-0,11269	-0,01134	-0,05078	-0,02684	0,10272
10/09/92	0,03086	-0,00387	-0,01036	-0,00281	0,06448
10/16/92	0,01043	0,00163	0,06381	-0,00024	0,00261
10/23/92	0,07790	-0,01257	-0,00421	-0,01890	-0,02757
10/30/92	0,01202	-0,00621	-0,02487	-0,03449	-0,01145
11/06/92	-0,02225	-0,03325	-0,08723	0,00636	0,00570
11/13/92	-0,01222	0,00704	0,03840	0,01968	0,01361
11/20/92	-0,02712	0,02325	0,02064	-0,02289	-0,03487
<b>11/27/92</b>	<b>-0,03616</b>	<b>-0,00022</b>	<b>0,00796</b>	<b>0,06980</b>	<b>0,00653</b>
12/04/92	0,04383	0,00129	0,00879	-0,04119	0,02220
12/11/92	0,00666	0,01632	0,00247	0,03459	-0,00259
12/18/92	-0,00756	0,03474	0,04312	-0,00059	0,01881
12/23/92	0,00221	0,05479	0,00939	-0,02767	0,00343
12/31/92	0,04019	0,01462	-0,01592	0,06411	0,01753
01/08/93	-0,02412	0,00438	-0,02931	-0,03789	0,01017
01/15/93	-0,04574	-0,01782	0,06527	0,01893	-0,02173
01/22/93	0,05395	0,04633	0,02413	-0,01426	0,00204

FECHA3	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
01/29/93	0,00835	0,01708	-0,01304	0,05697	0,02709
02/05/93	-0,01033	-0,00475	0,00360	-0,02222	-0,01918
02/12/93	0,00340	-0,01485	-0,00369	-0,01281	0,00613
02/19/93	-0,00540	0,01617	-0,02071	-0,00812	0,01319
02/26/93	-0,01581	-0,01505	-0,04758	0,01030	0,04714
03/05/93	0,00775	-0,00396	0,02634	0,07341	0,01352
<b>03/12/93</b>	<b>-0,01577</b>	<b>-0,01357</b>	<b>-0,02693</b>	<b>0,01568</b>	<b>-0,02479</b>
03/18/93	0,00460	0,01174	0,00454	-0,01814	0,00436
03/26/93	-0,01197	-0,01788	-0,02026	0,00654	-0,01310
04/02/93	-0,02839	-0,00173	-0,03102	0,02646	-0,01011
04/07/93	0,00049	0,00539	-0,03194	0,00117	-0,00305
04/16/93	0,00044	-0,02210	0,00279	0,00162	0,00011
04/23/93	-0,01103	-0,00888	-0,01808	0,02054	-0,01073
FECHA4	EUROPT	FECSA	FENOSA	GESA	HIDROC
04/02/93	-0,02841	-0,00175	-0,03099	0,02649	-0,01014
04/07/93	0,00046	0,00534	-0,03188	0,00124	-0,00311
04/16/93	0,00051	-0,02200	0,00265	0,00147	0,00024
04/23/93	-0,01090	-0,00870	-0,01833	0,02027	-0,01050
04/30/93	0,00352	-0,01959	-0,00506	-0,05992	-0,00697
05/07/93	0,02821	-0,00860	-0,00612	0,00260	-0,00572
<b>05/14/93</b>	<b>-0,01564</b>	<b>-0,01052</b>	<b>-0,01482</b>	<b>-0,00444</b>	<b>-0,00285</b>
05/21/93	0,00224	-0,05153	0,05196	-0,00227	0,00546
05/28/93	0,00735	-0,04576	-0,02174	-0,00873	-0,00768
06/04/93	-0,00392	0,02279	0,02083	-0,00311	-0,01027
06/11/93	0,00164	0,01302	0,03743	-0,01581	0,01734
06/18/93	-0,02260	0,00512	0,04608	-0,00875	0,00027
06/25/93	0,00733	0,00121	-0,01032	0,04337	-0,03792

FECHA1	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
07/24/92	-0,00074	-0,00831	0,02078	0,02271
07/31/92	-0,00831	0,02202	-0,00836	-0,01808
08/07/92	-0,02727	0,00038	-0,01376	0,01136
08/14/92	0,03394	-0,02723	0,01048	-0,00700
08/21/92	0,00701	0,02936	-0,00891	0,02198
08/28/92	-0,03989	-0,03072	0,00876	-0,02944
09/04/92	0,01736	0,02094	-0,00100	-0,01688
09/11/92	-0,02933	0,00841	0,00849	0,03079
<b>09/18/92</b>	<b>0,01583</b>	<b>-0,04705</b>	<b>-0,04805</b>	<b>0,07251</b>
09/25/92	-0,02397	-0,07316	-0,07927	-0,03688
10/02/92	-0,05790	-0,05632	0,03326	-0,05754
10/09/92	-0,11343	0,04158	-0,01733	0,03002
10/16/92	0,12056	0,01167	0,03360	-0,06224
10/23/92	-0,01785	0,03419	-0,04592	0,00968
10/30/92	-0,02949	-0,02867	-0,00041	0,02462
11/06/92	-0,03723	-0,01045	-0,08162	0,03257
11/13/92	-0,04289	0,02334	0,01100	0,01939
FECHA2	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
10/02/92	-0,05244	-0,04842	0,03372	-0,05171
10/09/92	-0,11656	0,03705	-0,01759	0,02667
10/16/92	0,12054	0,01164	0,03360	-0,06226
10/23/92	-0,02071	0,03006	-0,04616	0,00663
10/30/92	-0,02843	-0,02714	-0,00032	0,02575
11/06/92	-0,03750	-0,01084	-0,08164	0,03228
11/13/92	-0,04425	0,02137	0,01088	0,01794
11/20/92	0,00440	0,01863	-0,01942	0,05137
<b>11/27/92</b>	<b>-0,04048</b>	<b>0,01523</b>	<b>0,05766</b>	<b>0,00539</b>
12/04/92	-0,02262	0,01406	-0,00659	-0,00200
12/11/92	0,03541	-0,01723	-0,04934	-0,00208
12/18/92	-0,01392	0,00782	0,00389	0,01170
12/23/92	-0,00752	0,00325	-0,00749	0,00539
12/31/92	0,02649	-0,00134	0,00077	-0,00539
01/08/93	-0,05495	-0,01575	-0,02870	0,02057
01/15/93	0,03005	0,06189	0,01594	0,03998
01/22/93	0,30589	0,02447	0,01744	-0,00616

FECHA3	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
01/29/93	-0,11543	0,01035	0,00580	0,00698
02/05/93	0,01861	-0,02009	0,02024	0,03741
02/12/93	-0,03645	-0,01766	-0,00685	0,01484
02/19/93	-0,03652	0,02241	-0,01612	-0,05081
02/26/93	-0,05924	-0,03315	-0,00332	-0,01457
03/05/93	0,08986	-0,00981	0,01178	0,01001
<b>03/12/93</b>	<b>-0,03596</b>	<b>-0,03569</b>	<b>-0,00962</b>	<b>-0,00435</b>
03/18/93	-0,00268	0,00704	0,02473	-0,00003
03/26/93	0,03534	0,00118	-0,03139	-0,00373
04/02/93	0,00567	-0,02019	-0,05028	0,01076
04/07/93	0,00482	-0,00248	0,02531	0,00538
04/16/93	-0,01075	-0,02899	-0,03540	-0,01584
04/23/93	0,09203	-0,00666	-0,03703	-0,00988
FECHA4	HIDRU	IBERDR	SEVILLA	TELEFO
04/02/93	0,00584	-0,02023	-0,05024	0,01084
04/07/93	0,00512	-0,00256	0,02538	0,00551
04/16/93	-0,01141	-0,02881	-0,03557	-0,01614
04/23/93	0,09085	-0,00636	-0,03732	-0,01042
04/30/93	-0,00579	0,00292	0,00188	0,00036
05/07/93	0,02198	-0,01730	0,00341	0,00168
<b>05/14/93</b>	<b>-0,01680</b>	<b>0,00530</b>	<b>0,06446</b>	<b>0,02970</b>
05/21/93	0,02645	0,00075	-0,06531	0,01086
05/28/93	-0,01154	0,01573	-0,00572	-0,00702
06/04/93	0,03869	0,02306	0,02846	0,00018
06/11/93	-0,01897	0,03606	0,01125	-0,00128
06/18/93	-0,00094	0,00316	0,07869	0,00523
06/25/93	-0,02337	-0,00912	-0,00685	0,00345



## **REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- Abdel-khalik, A.R.; McKeown, J. (1978): «Understanding Accounting Changes in an Efficient Market: Evidence of Differential Reaction». *The Accounting Review*, vol. LIII, págs. 851-868.
- Ajinkya, B.; Gift, M. (1985): «Dispersion of Financial Analysts' Earnings Forecasts and the (Option Model) Implied Standard Deviations of Stock Returns». *The Journal of Finance*, vol. XL, págs. 1353-1365.
- Aguirre Rodríguez, J.A. (1976): *La bolsa en España y en el mundo occidental*. Instituto de Estudios Fiscales. Ministerio de Hacienda. Madrid.
- Ahmed, A.S. (1994): «Accounting Earnings and Future Economic Rents». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, págs. 377-400.
- Alexander, S.S. (1961): «Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks». *Industrial Management Review*, vol. 5, págs. 7-26.
- Ali, A. (1994): «The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations and Cash Flows». *Journal of Accounting Research*, vol. 32, págs. 61-74.
- Ali, A.; Klein, A.; Rosenfeld, J (1992): «Analysts' use of Information about Permanent and Transitory Earnings Components in Forecasting Annual EPS». *The Accounting Review*, vol. LXVII, págs. 183-198.
- Ali, A.; Zarowin, P. (1992a): «The Role of Earnings Levels in Annual Earnings-Return Studies». *Journal of Accounting Research*, vol. 30, págs. 286-296.
- Ali, A.; Zarowin, P. (1992b): «Permanent versus Transitory Components of Annual Earnings and Estimation Error in Earnings Response Coefficients». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 249-264.
- Alonso, F. (1995): *La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español*. Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo núm. 9507.
- Alonso, F.; Restoy, F. (1995): *La remuneración de la volatilidad en el mercado español de renta variable*. Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo núm. 9508.

## AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS:

— APB Opinion núm. 2: *Accounting Principles for Regulated Industries*. New York, 1962.

Auditing Practices Board (1992): *Report of de Committee on the Financial Aspect of Corporate Governace: the Code of Best Practice*. Cadbury Committee.

Anderson, J.A. (1977): «The Potential Impact of Knowledge of Market Efficiency on the Legal Liability of Auditors». *The Accounting Review*, vol. LII, págs. 417-426.

Anderson, J.A.; Pincus, M. (1984): «Market Efficiency and Legal Liability: Some Extensions and Illustrations». *Accounting and Business Research*, vol. 14, págs. 169-181.

Anthony, J.; Ramesh, K. (1992): «Associattion between Accounting Performance Measures and Stock Prices». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 203-227.

Apellániz Gómez, P. (1995): «Contenido informativo de la información de flujos de tesorería». *Actualidad Financiera*, núm. 41, págs. C-1101/C-1126.

Arcas Pellicer, M.J. (1992): *Elección contable y sus efectos económicos. Contrastes empíricos en la banca española*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.

Arcas Pellicer, M.J. (1993): «Investigación empírica sobre la elección de criterios alternativos en la elaboración de la información contable». *Comunicación presentada al V Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*. Sevilla, 27-29 de mayo.

Archibald, T.R. (1972): «Stock Market Reaction to the Depretation Switch-Back». *The Accounting Review*, vol. XLVII, págs. 22-30.

Ariel, R.A. (1987): «A Monthly Effect in Stock Returns». *Journal of Financial Economics*, vol. 18, págs. 161-174.

Arranz Pumar, G. (1992): «Información periódica de entidades cotizadas, instituciones de inversión colectiva, participaciones significativas de entidades cotizadas, información privilegiada y servicio de inversión». *Información Comercial Española*, núm. 703, págs. 135-143.

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (1992a): *Principios y Normas de Contabilidad en España*. Documento núm. 1. 8ª Edición (revisada en 1991). Madrid.

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (1992b): *Inmovilizado Material*. Documento núm. 2. 8ª Edición (revisada en 1991). Madrid.

Ashton, R.H. (1976): «Cognitive Changes Induced by Accounting Changes: Experimental Evidence on the Functional Fixation Hypothesis». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 14, págs. 1-17.

Atiase, R.K. (1985): «Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements». *Journal of Accounting Research*, vol. 23, págs. 21-36.

#### AUSTRALIAN ACCOUNTING RESEARCH FOUNDATION:

— Statement of Auditing Practice núm. 3: *Report on a General Purpose Financial Report*. 1994.

Averch, H.; Johnson L.L. (1962): «Behaviour of the Firm under Regulation Constraint». *The American Economic Review*, vol. LII, págs. 1052-1064.

Ayres, F.L.; Rodgers, J.C. (1994): «Further Evidence on the Impact of SFAS 52 on Analysts' Earnings Forecasts». *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 5, págs. 120-141.

Ayuso, J.; Jurado, M. (1995): *Devaluaciones y expectativas de depreciación en el S.M.E.*. Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo núm. 9531.

Azofra, V.; Vallelado, E. (1993): «Rentabilidad y riesgo de los valores bursátiles tras el inicio del mercado de opciones sobre el IBEX-35». *I Jornadas de Economía Financiera*, Instituto de Economía Pública, Fundación BBV. Bilbao, 17-18 de junio.

Backman, J. (1981): *Regulation and Deregulation*. Bobbs-Merrill Publishing. Indianapolis.

Ball, R. (1972): «Changes in Accounting Techniques and Stock Prices». *Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, supplement vol. 10, págs. 1-38.

- Ball, R. (1978): «Anomalies in Relationships between Securities' Yields and Yield-Surrogates». *Journal of Financial Economics*, vol. 6, págs. 103-126.
- Ball, R. (1992): «The Earnings-Price Anomaly». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 319-345.
- Ball, R.; Brown, P. (1968): «An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers». *Journal of Accounting Research*, vol. 6, págs. 159-178.
- Ball, R.; Kothari, S.P. (1991): «Security Returns Around Earnings Announcements». *The Accounting Review*, vol. LXVI, págs. 718-738.
- Ball, R.; Kothari, S.P.; Watts, R.L.. (1993): «Economic Determinants of the Relation Between Earnings Changes and Stock Returns». *The Accounting Review*, vol. LXVIII, págs. 622-638.
- Ball, R.; Walker, R.G.; Whittred, G.P. (1979): «Audit Qualifications and Share Price». *Abacus*, vol. 15, págs. 23-34.
- Bandyopadhyay, S.T. (1994): «Market Reaction to Earnings Announcements of Successful Efforts and Full Cost Firms in the Oil and Gas Industry». *The Accounting Review*, vol. LXIX, págs. 657-674.
- Banks, D.W.; Kinney Jr, W.R. (1982): «Loss Contingency Reports and Stock Prices: An Empirical Study». *Journal of Accounting Research*, vol. 20, págs. 240-254.
- Banz, R.W. (1981): «The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks». *Journal of Financial Economics*, vol. 9, págs. 3-18.
- Bartolome Laborda, R. (1980): *La bolsa en el mundo*. Ed. Deusto. Bilbao.
- Bartov, E. (1992): «Patterns in Unexpected Earnings as an Explanation for Post-Announcement Drift». *The Accounting Review*, vol. LXVII, págs. 610-622.
- Basarrate, B.; Rubio, G. (1994): «La imposición sobre plusvalías y minusvalías: sus efectos sobre el comportamiento estacional del mercado de valores». *Revista Española de Economía (2ª época)*, vol. 11, págs. 247-277.
- Basarrate, B.; Rubio, G. (1995): «Anuncios de cambios en la legislación fiscal sobre plusvalías y precios de los activos financieros». *Revista de Economía Aplicada*, vol. III, págs. 123-158.
- Basu, S. (1983): «The Relationship between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence». *Journal of Financial Economics*, vol. 9, págs. 3-18.

- Beato, P. (1985): «Red Eléctrica: una empresa para la explotación del sistema». *Economistas*, núm. 17, Extraordinario de diciembre, págs. 128-129.
- Beaver, W.H. (1968): «The Information Content of Annual Earnings Announcements». *Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, supplement vol. 6, págs. 67-92.
- Beaver, W.H. (1972): «The Behavior of Security Prices and its Implications for Accounting Research Methods». *The Accounting Review, Report of the Committee on Research Methodology in Accounting*, vol. XLVII, págs. 407-437.
- Beaver, W.H. (1973): «What Should Be the Financial Accounting Standard Board Objectives?». *Journal of Accountancy*, núm. 136, págs. 49-56.
- Beaver, W.H. (1974): «Implications of Security Price Research for Accounting: A Reply to Bierman». *The Accounting Review*, vol. XLIX, págs. 563-571.
- Beaver, W.H. (1981): «Market Efficiency». *The Accounting Review*, vol. LVI, págs. 23-37.
- Beaver, W.H.; Demski, J.S. (1974): «The Nature of Financial Accounting Objectives: A Summary and Synthesis». *Journal of Accounting Research, Studies on Financial Accounting Objectives*, supplement vol. 12, págs. 170-187.
- Beaver, W.H.; Landsman, W.R. (1983): *Incremental Information Content of Statement 33 Disclosures*. FASB Research Report.
- Beaver, W.H.; Manegold, J. (1975): «The Association Between Market Determined and Accounting Determined Measure of Systematic Risk: Some Further Evidence». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 10, págs. 231-284.
- Beaver, W.H.; Ryan, S. (1985): «How Well Do Statement No. 33 Earnings Explain Stock Returns?». *Financial Analysts Journal*, vol. 41, págs. 66-71.
- Beaver, W.H.; Clarke, R.; Wright, W.F. (1979): «The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors». *Journal of Accounting Research*, vol. 17, págs. 316-340.
- Beaver, W.H.; Lambert, R.; Morse, D. (1980): «The Information Content of Security Prices». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 2, págs. 3-28.
- Beaver, W.H.; Griffin, P.A.; Landsman, W.R. (1982): «The Incremental Information Replacement Cost Earnings». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 4, págs. 15-40.

- Beaver, W.H.; Lambert, R.; Ryan, S. (1987): «The Information Content of Security Prices: A Second Look». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 9, págs. 139-158.
- Bell, T.B.; Tabor, R.H. (1991): «Empirical Analysis of Audit Uncertainty Qualifications». *Journal of Accounting Research*, vol. 29, págs. 350-370.
- Bergés Lobera, A. (1984): *El mercado español de capitales en un contexto internacional*. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid.
- Bergés, A.; Fanjul, O.; Maravall, F. (1985): «Impacto bursátil de cambios en la regulación bancaria». *Revista Española de Economía (2ª época)*, vol. 2, págs. 49-71.
- Berk, J.B. (1995): «A Critique of Size-Related Anomalies». *The Review of Financial Studies*, núm. 8, págs. 275-286.
- Bernard, V.L. (1990): «Discussion of A Synthesis of Alternative Testing Procedures for Event Studies». *Contemporary Accounting Research*, vol. 6, págs. 641-647.
- Bernard, V.L.; Stober, T.L. (1989): «The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals». *The Accounting Review*, vol. LXIV, págs. 624-652.
- Bernard, V.L.; Thomas, J. (1989): «Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 27, págs. 1-36.
- Bhandari, L.C. (1988): «Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence». *The Journal of Finance*, vol. XLIII, págs. 507-528.
- Biddle, G.C.; Lindahl, F.W. (1982): «Stock Price Reactions to LIFO Adoptions: The Association between Excess Returns and LIFO Tax Savings». *Journal of Accounting Research*, vol. 20, págs. 551-588.
- Biddle, G.C.; Ricks, W. E. (1988): «Analyst Forecast Errors and Stock Price Reactions Behavior near the Earnings Announcement Dates of LIFO Adopters». *Journal of Accounting Research*, vol. 26, págs. 169-194.
- Biddle, G.C.; Seow, G. (1991): «The Estimation and Determinants of Association between Returns and Earnings: Evidence from Cross-Industry Comparisons». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 6, págs. 183-232.

- Bierman, H. (1974): «The Implications to Accounting of Efficient Markets and the Capital Asset Pricing Model». *The Accounting Review*, vol. XLIX, págs. 557-562.
- Binder, J.J. (1985): «On the Use of the Multivariate Regression Model in Event Studies». *Journal of Accounting Research*, vol. 23, págs. 370-383.
- Black, F. (1972): «Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing». *The Journal of Business*, vol. XLV, págs. 444-455.
- Black, F.; Jensen, M.C.; Scholes, M. (1972): «The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Findings». En M. C. Jensen ed., *Studies in the Theory of Capital Markets*. Praeger, New York.
- Blattberg, R.C.; Gonedes, N.J. (1974): «A Comparison of the Stable and Student Distribution as Statistical Models for Stock Prices». *The Journal of Business*, vol. XLVII, págs. 247-280.
- Board, J.L.; Day, J.F. (1989): «The Information Content of Cash Flows Figures». *Accounting and Business Research*, vol. 20, págs. 3-12.
- Bollerslev, T.; Chou, R.; Kroner, K.F. (1992): «ARCH Modelling in Finance». *Journal of Econometrics*, vol. 52, págs. 5-59.
- Bowen, R.M.; Burgstahler, D.; Daley, L.A. (1987): «The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flow». *The Accounting Review*, vol. LXII, págs. 723-747.
- Brayshaw, R.E.; Eldin, E.K. (1989): «The Smoothing Hypothesis and the Role of Exchange Differences». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 16, págs. 621-633.
- Brennan, M.J. (1991a): «A Perspective on Accounting and Stock Prices». *The Accounting Review*, vol. LXVI, págs. 67-79.
- Brennan, M.J. (1991b): «Modelo de valoración de activos de capital (CAPM)». *Información Comercial Española*, núm. 689, págs. 31-39.
- Brennan, M.J.; Subrahmanyam, A. (1995): «Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets». *Journal of Financial Economics*, vol. 38, págs. 361-381.
- Brief, R.P. (1986): «Corporate Financial Reporting and Analysis in the Early 1900s». Garland Publishing, Inc. New York and London.



- Bromwich, M. (1992): *Financial Reporting, Information and Capital Markets*. Pitman Publishing. London.
- Brown, R.M. (1980): «Short-Range Market Reaction to Changes to LIFO Accounting Using Preliminary Earnings Announcement Dates». *Journal of Accounting Research*, vol. 18, págs. 38-63.
- Brown, S.J.; Warner, J.B. (1985): «Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies». *Journal of Financial Economics*, vol. 14, págs. 3-31.
- Brown, V.H. (1995): «Accounting Standards: their Economic and Social Consequences». En el libro *Issues in Accounting Policy* de Robert Bloom y Pieter T. Elgers. The Dryden Press. Fort Worth.
- Bruce, B.R. (1990): *Quantitative International Investing*. McGraw-Hill. London.
- Bublitz, B.; Frecka, T.J.; McKeown, J.C. (1985): «Market Association Tests and FASB Statement No. 33 Disclosures: A Reexamination». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 23, págs. 1-23.
- Buckmaster, D. (1992): «Income Smoothing in Accounting and Business Literature Prior to 1954». *Accounting Historians Journal*, vol.19, págs. 147-174.
- Burton, J.; Sack, R. (1990): «Standard Setting Process in Trouble (Again)». *Accounting Horizons*, vol. 4, págs. 117-120.
- Business International Corporation (1982): *New Directions in Managing Currency Risk: Changing Corporate Strategies and Systems Under FAS No. 52*. Citado en Ziebart y Kim (1987).
- Caballé, J. (1991): «Expectativas racionales, competencia perfecta y comportamiento estratégico en los mercados financieros». *Investigaciones Económicas*, vol. XV, págs. 3-34.
- Cabellos Velasco, M.; Martínez del Barrio, I. (1993): «La propuesta de adaptación del Plan General de Contabilidad a las empresas eléctricas». *Partida Doble*, núm. 32, págs. 21-27.
- Canning, J.B. (1929): *The Economics of Accountancy: A Critical Analysis of Accounting Theory*. Ronald Press, New York.
- Canseco, J.E. (1992): «El fenómeno bolsa». Capítulo 7, Volumen I, del libro *Curso de Bolsa*. Editorial Ariel. Madrid.
- Cañibano Calvo, L. (1975): *Teoría actual de la contabilidad*. Ed. I.C.E. Madrid.

- Cañibano Calvo, L. (1987): «Principios contables básicos para empresas con regulación económica». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XVI, págs. 39-59.
- Cañibano Calvo, L.; Tua Pereda, J.; López Combarros, J.L. (1985): «Naturaleza y filosofía de los principios contables». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XIV, págs. 293-355.
- Cassidy, D.B. (1976): «Investor Evaluation of Accounting Information: Some Additional Empirical Evidence». *Journal of Accounting Research*, vol. 14, págs. 212-229.
- Cea García, J.L. (1985): «La racionalidad económica en los principios contables y las operaciones financieras a largo plazo». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XIV, págs. 527-613.
- Cea García, J.L. (1987): «Una aproximación creativa financiera y contable hacia el negocio en construcción de las empresas eléctricas». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XVI, págs. 143-179.
- Chan, K.C.; Hamao, Y.; Lakonishok, J. (1991): «Fundamentals and Stock Returns in Japan». *The Journal of Finance*, vol. XLVI, págs. 1739-1789.
- Chandra, R.; Balanchandran, V. (1990): «A Synthesis of Alternative Testing Procedures for Event Studies». *Contemporary Accounting Research*, vol. 6, págs. 611-640.
- Chandra, R.; Moriarity, S.; Willinger, G.L. (1990): «A Reexamination of the Power of Alternative Return-Generating Models and the Effect of Accounting for Cross-Sectional Dependencies in Event Studies». *Journal of Accounting Research*, vol. 28, págs. 398-408.
- Cheng, P.; Coulombe, D. (1993): «Voluntary Income-Increasing Accounting Changes». *Contemporary Accounting Research*, vol. 10, págs. 247-272.
- Cheng, P.L.; Deets, M.K. (1976): «Portfolio Returns and the Random Walk Theory: Replay». *The Journal of Finance*, vol. XXXI, págs. 157-161.
- Cho, J.Y.; Pitcher, A. (1994): «The Impact of SFAS 52 on the Accuracy and Dispersion of Earnings Expectations». *Advances in International Accounting*, vol. 6, págs. 185-200.
- Christie, A.A. (1987): «On Cross-Sectional Analysis in Accounting Research». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 9, págs. 231-258.

- Clark, P.K. (1973): «A Subordinated Stochastic Process Model with Finite Variance for Speculative prices». *Econometrica*, núm. 41, págs. 135-155.
- Clubb, C. D.B. (1995): «An Empirical Study of the Information Content of Accounting Earnings, Funds Flows and Cash Flows in the UK». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 22, págs. 35-52.
- Cochrane, J.H. (1991): «Volatility Tests and Efficient Markets: A Review Essay». *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, págs. 463-485.
- Collins, D.W.; Dent, W.T. (1979): «The proposed Elimination of Full Cost Accounting in the Extractive Petroleum Industry: An Empirical Assessment of the Market consequences». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 1, págs. 2-44.
- Collins, D.W.; Dent, W.T. (1984): «A Comparasion of Alternative Testing Methodologies Used in Capital Market Research». *Journal of Accounting Research*, vol. 22, págs. 48-84.
- Collins, D.W.; Kothari, S.P. (1989): «An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, págs. 143-181.
- Collins, D.W.; Rozeff, M.S.; Dhaliwal, D.S. (1981): «The Economic Determinants of the Market Reaction to Proposed Mandated Accounting Changes in the Oil and Gas Industry: A Cross-Sectional Analysis». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, págs. 37-71.
- Collins, D.W.; Rozeff, M.S.; Salatka, W.K. (1982): «The SEC's Rejection of SFAS No. 19: Tests of Market Price Reversal». *The Accounting Review*, vol. LVII, págs. 1-17.

#### COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES:

- Circular 2/91 de 24 de abril de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por las que se aprueban los modelos de las comunicaciones de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias. (B.O.E. de 27-4-91).
- Circular 1/92, de 27 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por las que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades de crédito, con valores admitidos a negociación en bolsas de valores. (B.O.E. de 5-6-92).

— Circular 3/94, de 8 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por las que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores. (B.O.E. de 22-6-94).

Comiskey, E.E.; Mulford, C.W.; Porter, T.L. (1986): «Forecast Error, Earnings Variability and Systematic Risk: Additional Evidence». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 13, págs. 257-266.

Conrad, J.; Kaul, G. (1988): «Time-Variation in Expected Returns». *The Journal of Business*, vol. LXI, págs. 409-425.

Conthe, M. (1992): «La Unión Económica y Monetaria: la larga génesis de un Tratado». *Gaceta Jurídica de la C.E. y de la Competencia*, documento núm. 17, págs. 101-154.

Cootner, P.H. (1964): *The Random Character of Stock Market Prices*. M.I.T. Press, Cambridge.

Cowing, T.G.; Stevenson, R.E. (1981): *Productivity Measurement in Regulated Industries*. Academic Press. New York.

Cowles, A. (1933): «Can Stock Market Forecasters Forecast?». *Econometrica*, núm. 1, págs. 309-324.

Crawford, V.; Sobel, J. (1982): «Strategic Information Transmission». *Econometrica*, núm. 50, págs. 1431-1451.

Cuervo Garcia, A. (1987): «El excedente empresarial en un entorno con regulación económica». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XVI, págs. 19-35.

De la Vega, J. (1977): *Confusión de confusiones*. Edición facsimil de la de 1688. Ed. Saetabis. Valencia.

Demski, J.S. (1974): «Choice Among Financial Reporting Alternatives». *The Accounting Review*, vol. XLIX, págs. 221-232.

Demski, J.S.; Feltham, G.A. (1994): «Market Response To Financial Reports». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, págs. 3-40.

Dodd, P.; Dopuch, N.; Holthausen, R.; Leftwich, R. (1984): «Qualified Audit Opinions and Stock Prices». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 6, págs. 3-38.

- Dominguez, J.L. (1994): «Contabilización de las diferencias de cambio en empresas reguladas». *Partida Doble*, núm. 46, págs. 32-44.
- Dontoh, A.; Ronen, J. (1993): «Information Content of Accounting Announcements». *The Accounting Review*, vol. LXVIII, págs. 857-869.
- Dopuch, N.; Holthausen, R.W.; Leftwich, R.W. (1987): «Predicting Audit Qualifications with Financial and Market Variables». *The Accounting Review*, vol. LXII, págs. 431-454.
- Dopuch, N.; Pincus, M. (1988): «Evidence on the Choice of Inventory Accounting Methods: LIFO versus FIFO». *Journal of Accounting Research*, vol. 26, págs. 28-59.
- Dukes, R.E. (1978): *An Empirical Investigation of the Effects of Statement of Financial Accounting Standard No. 8 on Security Returns Behavior*. F.A.S.B., Stamford. Connecticut.
- Duncan, M.G. (1986): «Las bolsas de la Comunidad Europea: ayer, hoy y mañana». *Papeles de Economía Española, suplemento sobre el sistema financiero*, núms. 16/17, págs. 59-75.
- Dyckman, T.R.; Downes, D.H.; Magee, R.P. (1975): *Efficient Capital Markets and Accounting. A Critical Analysis*. Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs.
- Dyckman, T.R.; Smith, A.J. (1979): «Financial Accounting and Reporting by Oil and Gas Producing Companies: A Study of Information Effects». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 1, págs. 45-76.
- Dyckman, T.R.; Philbrick, D.; Stephan, J. (1984): «A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 22, págs. 1-33.
- Easton, P.D. (1985): «Accounting Earnings and Security Valuation: Empirical Evidence of the Fundamental Links». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 23, págs. 54-80.
- Easton, P.D.; Harris, T.S. (1991): «Earnings as an Explanatory Variable for Returns». *Journal of Accounting Research*, vol. 29, págs. 19-36.
- Easton, P.D.; Harris, T.S.; Ohlson, J.A. (1992): «Relation between Earnings and Prices». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 120-142.
- Easton, P.D.; Zmijewski, M.E. (1989): «Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, págs. 117-141.

- Edwards, R.D.; Magee, J. (1989): *Análisis técnico de las tendencias de los valores*. Ed. Gesmovasa. Madrid
- Elliot, J.A. (1982): «"Subjetc to" Audit Opinions and Abnormal Security Retuns. Outcomes and Ambiguities». *Journal of Accounting Research*, vol. 20, págs. 617-638.
- Elliot, J.A.; Philbrick, D. (1990): «Accounting Changes and Earnings Predictability». *The Accounting Review*, vol. LXV, págs. 157-174.
- Elsharkawy, A.; Garrod, N. (1996): «The Impact of Investor Sophistication on Price Responses to Earnings News». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 23, págs. 221-236.
- Elton, E.J.; Gruber, M.J. (1995): *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Fifth Edition. John Wiley & Sons, Inc. New York.
- Etebari, A.; Horrigan, J.O.; Landwehr, J.L. (1987): «To Be or not To Be - Reaction of Stock Returns To Sudden Deaths of Corporate Chief Executive Officers». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 14, págs. 255-277.
- Etheridge, H.L.; Sriram, R.S. (1993): «Chaos Theory and Nonlinear Dynamics: an Emerging Theory with Implications for Accounting Research». *Journal of Accounting Literature*, vol. 12, págs. 67-100.
- Evans, T.G.; Folks, W.R.; Jilling, M. (1978): *The Impact of Statement of Financial Accounting Standard No. 8 on the Foreign Exchange Risk Management Practices of American Multinationals: An Economic Impact Study*. F.A.S.B., Stamford. Connecticut.
- Fama, E.F. (1963): «Mandelbrot and the Stable Paretian Hypothesis». *The Journal of Business*, vol. XXXVI, págs. 34-105.
- Fama, E.F. (1965a): «The Behavior of Stock-Market Prices». *The Journal of Business*, vol. XXXVIII, págs. 34-105.
- Fama, E.F. (1965b): «Random Walks in Stock Market Prices». *Financial Analysts Journal*, vol. 21, págs. 55-59.
- Fama, E.F. (1970): «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work». *The Journal of Finance*, vol. XXV, págs. 383-417.
- Fama, E.F. (1976a): *Foundations of Finance*. Basil Books, Inc. New York.
- Fama, E.F. (1976b): «Reply». *The Journal of Finance*, vol. XXXI, págs. 143-145.

- Fama, E.F. (1991): «Efficient Capital Markets: II». *The Journal of Finance*, vol. XLVI, págs. 1575-1617.
- Fama, E.F.; Blume, M.E. (1966): «Filter Rules and Stock Market Trading». *The Journal of Business*, vol. XXXIX, págs. 226-241.
- Fama, E.F.; Fisher, L.; Jensen, M.C.; Roll, R. (1969): «The Adjustment of Stock Prices to New Information». *International Economic Review*, vol. 10, págs. 1-21.
- Fama, E.F.; French, K.R. (1988): «Permanent and Temporary Components of Stock Prices». *Journal of Political Economy*, vol. 96, págs. 246-273.
- Fama, E.F.; French, K.R. (1992): «The Cross-Section of Expected Stock Returns». *The Journal of Finance*, vol. XLVII, págs. 427-465.
- Fama, E.F.; French, K.R. (1993): «Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds». *Journal of Financial Economics*, vol. 33, págs. 3-56.
- Fama, E.F.; French, K.R. (1995): «Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns». *The Journal of Finance*, vol. L, págs. 131-155.
- Fernández Alvarez, M. (1993): «El sistema eléctrico español: evolución y situación actual». *Información Comercial Española*, núm. 723, págs. 75-85.
- Fernández de Araoz Gomez-Acebo, A.; Zamora Cabot, F.J. (1993): «Globalización de los mercados de valores y cooperación internacional». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Año XII, págs. 101-162.
- Fernández de Lis, S.; Santillán, J. (1995): *Regímenes cambiarios e integración monetaria en Europa*. Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo nº 9527.

#### FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD:

- Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) núm. 6: *Elements of Financial Statements*. Stamford (Connecticut), December 1985.
- Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) núm. 34: *Capitalization of Interest Cost*. Stamford (Connecticut), October 1979.
- Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) núm. 62: *Capitalization of Interest Cost in Situations Involving Certain Tax-Exempt Borrowings and Certain Gifts and Grants*. Stamford (Connecticut), June 1982.

- Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) núm. 71: *Accounting for the Effects of Certain Types of Regulation*. Stamford (Connecticut), December 1982.
- Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) núm. 90: *Regulated Enterprises, Accounting for Abandonments and Disallowances for Plant Costs. An amendment of FASB Statement No. 71*. Stamford (Connecticut), December 1986.
- Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) núm. 92: *Regulated Enterprises, Accounting for Phase-in Plans. An amendment of FASB Statement No. 71*. Stamford (Connecticut), August 1987.

Firth, M. (1978): «Qualified Audit Reports: Their Impact on Investment Decisions». *The Accounting Review*, vol. LIII, págs. 642-650.

Fisher, I. (1930): «The Economics of Accountancy». *The American Economic Review*, vol. XX, págs. 603-618.

Fisher, L. (1966): «Some New Sotock-Market Indexes». *The Journal of Business*, vol. XXXIX, págs. 191-225.

Foster, E.M. (1974): *Common Stock Investment*. Lexington Books. London.

Foster, G. (1979): «Briloff and the Capital Market». *Journal of Accounting Research*, vol. 17, págs. 262-274.

French, K.R. (1980): «Stock Returns and the Weekend Effect». *Journal of Financial Economics*, vol. 8, págs. 55-69.

Gabás Trigo, F.; Pina Martínez, V. (1991): «El alisamiento de beneficios en el sector eléctrico: un estudio empírico». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XX, págs. 265-283.

Galbraith, J.K. (1976): *El crack del 29*. Editorial Ariel. Barcelona.

García Benau, M.A. (1992): «La moneda extranjera en la legislación española». *Revista de Contabilidad y Tributación*, núm. 108, págs. 41-82.

García Benau, M.A. (1995): *Armonización de la información financiera en Europa*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.



- García de Enterría, J. (1989): «Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al "Securities Law" de los Estados Unidos». *Revista de Derecho Mercantil*, núms. 193-194, págs. 653-678.
- García-Pardo, J. (1983): «Un modelo de la demanda de energía eléctrica en España». *Papeles de Economía Española*, núm. 14, págs. 390-394.
- Garrido, J. A. (1990): «Regularización o liberalización del sector». *Economistas*, núm. 43, págs. 22-25.
- Garrido, J.M. (1990): «La regulación de los mercados financieros en Inglaterra». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Año IX, págs. 549-569.
- Gernon, H.; Bindon, K. (1992): «Bounded Diversity: Accounting Measurement and Disclosures Practices of the European Community 1992». Comunicación presentada al XV congreso de la European Accounting Association. Madrid.
- Giner Inchausti, B.; Mora Enguñados, A. (1995): «Análisis crítico de la eficiencia del mercado de capitales en relación con la información contable». *Revista de Contabilidad y Tributación*, núm. 144, págs. 75-122.
- Givoly, D. (1985): «The Formation of Earnings Expectations». *The Accounting Review*, vol. LX, págs. 372-386.
- Givoly, D.; Lakonishok, J. (1984): «Properties of Analysts' Forecasts of Earnings: A Review and Analysis of the Research». *Journal of Accounting Literature*, vol. 3, págs. 117-152.
- Glosten, L.R.; Milgrom, P.R. (1985): «Bid, Ask and Transaction Prices in Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders». *Journal of Financial Economics*, vol. 14, págs. 71-100.
- Godfrey, M.D.; Granger, C.W.J.; Morgenstern, O. (1964): «The Random Walk Hypothesis of Stock Market Behavior». *Kyklos*, vol. 17, págs. 1-30.
- Gómez-Bezares, F.; Madariaga, J.A.; Santibáñez, J. (1994): *Valoración de acciones en la Bolsa Española*. Biblioteca de Gestión, Editorial Desclee de Brouwer. Bilbao.
- Gonedes, N.J. (1972): «Efficient Capital Markets and External Accounting». *The Accounting Review*, vol. XLVII, págs. 11-21.
- Gonedes, N.J. (1974): «Capital Market Equilibrium and Annual Accounting Numbers: Empirical Evidence». *Journal of Accounting Research*, vol. 12, págs. 26-62.

- Gonedes, N.J. (1976): «The Capital Market, the Market Information, and External Accounting». *The Journal of Finance*, vol. XXXI, págs. 611-630.
- Gonedes, N.J.; Dopuch, N. (1974): «Capital Market Equilibrium, Information Production, and Selecting Accounting Techniques: Theoretical Framework and Review of Empirical Work». *Journal of Accounting Research, Studies on Financial Accounting Objectives*, supplement vol. 12, págs. 48-129.
- González Rodríguez, F. (1995): «La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores». *Investigaciones Económicas*, vol. XIX, págs. 249-268.
- Gonzalo Angulo, J.A.; Tua Pereda, J. (1993): *Normas Internacionales de Contabilidad de la I.A.S.C.*. 3ª Edición revisada. Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España. Madrid.
- Graham, B.; Dodd, D.L. (1934): *Security Analysis*. McGraw-Hill. New York.
- Gray, J.B.; French, D.W. (1990): «Empirical Comparisons of Distributional Models for Stock Index Returns». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 17, págs. 451-459.
- Gray, S.J. (1988): «Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally». *Abacus*, vol. 24, págs. 1-15.
- Greene, W.H. (1990): *Econometric Analysis*. MacMillan Publishing Company. New York.
- Greenwood, J.; Smith, B.D. (1994): «Los mercados financieros en el desarrollo, y el desarrollo de los mercados financieros». *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, núm. 58, págs. 137-169.
- Greig, A.C. (1992): «Fundamental Analysis and Subsequent Stock Returns». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 413-442.
- Griffin, P. (1982): «Foreign Exchange Gains and Losses: Impact on Reported Earnings». *Abacus*, vol. 18, págs. 50-69.
- Griffin, P.; Castanias, R. (1987): *Accounting for the Translation of Foreign Currencies: The Effects of Statement 52 on Equity Analysis*. Research Report No. 22, F.A.S.B., Stamford. Connecticut.
- Grosman, R.G. (1990): «El sector eléctrico en Europa». *Economistas*, núm. 43, págs. 6-14.

- Grossman, S.J. (1976): «On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information». *The Journal of Finance*, vol. XXI, págs. 573-585.
- Grossman, S.J. (1978): «Futher Results on the Informational Efficiency of Competitive Stock Market». *Journal of Economic Theory*, núm. 18, págs. 81-101.
- Grossman, S.J.; Stiglitz, J.E. (1980): «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets». *The American Economic Review*, vol LXX, págs. 393-408.
- Hagerman, R.L.; Zmijewski, M.E.; Shah, P. (1984): «The Association Between the Magnitude of Quaterly Earnings Forecast Errors and Risk-Adjusted Stock Returns». *Journal of Accounting Research*, vol. 22, págs. 526-540.
- Hand, J.R.M. (1990): «A Test of the Extented Functional Fixation Hypothesis». *The Accounting Review*, vol. LXV, págs. 740-763.
- Hand, J.R.M. (1991): «Extented Functional Fixation and Security Returns Around Earnings Announcements: A Reply to Ball and Khotari». *The Accounting Review*, vol. LXVI, págs. 739-746.
- Hand, J.R.M. (1993): «Resolving LIFO Uncertainty: A Theoretical and Empirical Reexamination of 1974-75 LIFO Adoptions and Nonadoptions». *Journal of Accounting Research*, vol. 31, págs. 21-49.
- Hand, J.R.M. (1995): «1974-75 LIFO Excess Stock Return and Analyst Forecast Error Anomalies Revisited». *Journal of Accounting Research*, vol. 33, págs. 175-191.
- Harrington, D.R.; Fabozzi, F.J.; Fogler, H.R. (1990): *The New Stock Market*. Probus Publishing Company. Chicago, Illinois.
- Harris, L. (1986): «A Transaction Data Study of Weekly and Intradaily Patterns in Stock Returns». *Journal of Financial Economics*, vol. 16, págs. 99-117.
- Harris, T.S.; Ohlson, J.A. (1990): «Accounting Disclosures and the Market's Valuation of Oil and Gas Properties: Evaluation of Market Efficiency and Functional Fixation». *The Accounting Review*, vol. LXV, págs. 764-780.
- Harrison, T. (1977): «Different Market Reactions to Discretionary and Nondiscretionary Accounting Changes». *Journal of Accounting Research*, vol. 15, págs. 84-107.

- Harrison, W.T. Jr.; Grudnitski, G. (1987): «Bondholder and Stockholder Reactions to Discretionary Accounting Changes». *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 6, págs. 87-113.
- Hawawini, G. (1984): *European Equity Markets: Price Behavior and Efficiency*. The Monograph Series in Finance and Economics, Graduate School of Business Administration of New York University. New York.
- Hendriksen, E.S. (1974): *Teoría de la contabilidad*. Unión tipográfica editorial hispano-americana. Mexico.
- Henriksen, O.B. (1986): «Una política para los mercados de valores de la CEE». *Papeles de Economía Española, suplemento sobre el sistema financiero*, núms 16/17, págs. 53-58.
- Henriksson, R.T. (1984): «Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation». *The Journal of Business*, vol. LVII, págs. 73-96.
- Hernández García, A. (1995): «El mercado único de valores: la Directiva sobre servicios de inversión. Algunas implicaciones para España». *Papeles de Economía Española, perspectivas del sistema financiero*, núm. 49, págs. 1-21.
- Hines, R.D. (1984): «The Implications of Stock Market Reaction (Non-Reaction) for Financial Accounting Standard Setting». *Accounting and Business Research*, vol. 15, págs. 3-14.
- Hirshleifer, J. (1980): *La teoría de los precios y sus aplicaciones*. Prentice-Hall International. Mexico.
- Holthausen, R.W.; Larcker, D.F. (1992): «The Prediction of Stock Returns Using Financial Statement Information». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 373-411.
- Hopwood, W.S.; McKeown, J.S. (1985): «The Incremental Information Content Interim Expenses over Interim Sales». *Journal of Accounting Research*, vol. 23, págs. 161-174.
- Horngren, C. (1985): «Institutional Alternatives for Regulating Financial Reporting». *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, vol. 7, págs. 267-289.
- Houston, C.O. (1989): «Foreign Currency Translation Research: Review and Synthesis». *Journal of Accounting Literature*, vol. 8, págs. 25-48.

- Hubbard, R.G. (1990): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. National Bureau of Economic Research. The University of Chicago Press, Chicago.
- Huidobro, M.L. (1988): «Sector eléctrico: deuda y financiación». *Economía Industrial*, núm. 261, págs. 73-85.
- Huidobro, M.L. (1989): «Regulación de precios en el sector eléctrico». *Papeles de Economía Española*, núm. 38, págs. 277-292.
- Hughes, P.J.; Schwartz, E.S. (1988): «The LIFO/FIFO Choice: an Asymmetric Information Approach». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 26, págs. 41-58.
- Hunt III, H.G. (1985): «Potential Determinants of Corporate Inventory Accounting Decisions». *Journal of Accounting Research*, vol. 23, págs. 448-467.
- Ijiri, Y. (1983): «Foreign Currency Accounting and Its Transition». En *Managing Foreign Exchange Risk*, editado por R.J. Herring, págs. 181-212.
- Ijiri, Y.; Jaedicke, R.K.; Knight, K.E. (1966): «The Effects of Accounting Alternatives on Management Decisions». *Research in Accounting Measurement*, edited by R.K. Jaedicke et al., págs. 186-199. American Accounting Association. New York.
- Ingram, R.W.; Chowning, E.G. (1983): «The Effect of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behavior». *The Accounting Review*, vol. LVIII, págs. 562-580.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE:
- International Accounting Standards Committee (IASC) núm. 23: *Capitalization of Interest*. London, March 1984. [Esta norma se encuentra traducida al castellano en el libro de Gonzalo y Tua (1993)].
- International Organisation of Securities Commissions (1991): *Comparative Analysis of Disclosure Regimes*. Montreal.
- Ippolito, R.A. (1989): «Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965-84». *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, págs. 1-23.
- Jaffe, J. (1974): «Special Information and Insider Trading». *The Journal of Business*, vol. XLVII, págs. 410-428.

- Jaffe, J.; Keim, D.B.; Westerfield, R. (1989): «Earnings Yields, Market Values and Stock Returns». *The Journal of Finance*, vol. XLIV, págs. 135-148.
- Jaggi, B.; Chhatwal, G. (1990): «Impact of SFAS 52 on the Accuracy of Analysts' Earnings Forecasts». *Advances in International Accounting*, vol. 3, págs. 139-154.
- Jain, P.C. (1983): «The Impact of Accounting Regulation on the Stock Market: The Case of Oil and Gas Companies - Some Additional Results». *The Accounting Review*, vol. LVIII, págs. 633-638.
- Jain, P.C. (1986): «Analyses of the Distribution of Security Market Model Prediction Errors for Daily Returns Data». *Journal of Accounting Research*, vol. 24, págs. 77-96.
- Jarrell, G.A. (1978): «The Demand for State Regulation of The Electric Utility Industry». *The Journal of Law and Economics*, vol. XXI, págs. 269-295.
- Jarrell, G.A. (1981): «The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues». *The Journal of Law and Economics*, vol. XXIV, págs. 613-675.
- Jean, A. (1991): *ECU, SME y Mercados Financieros*. Ed. CEAC, Gestión Empresarial. Barcelona.
- Jennings, R. (1990): «A Note on Interpreting Incremental Information Content». *The Accounting Review*, vol. LXV, págs. 925-932.
- Jennings, R.; Mest, D.P. (1992): «Investor Reaction to Disclosures of 1974-75 LIFO Adoption Decisions». *The Accounting Review*, vol. LXVII, págs. 337-354.
- Jensen, M.C. (1969): «Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios». *The Journal of Business*, vol. XLII, págs. 167-247.
- Jensen, M.C.; Bennington, G. (1970): «Random Walks and Technical Theories: Some Additional Evidence». *The Journal of Finance*, vol. XXV, págs. 469-482.
- Johnson, W.B.; Ramanan, R. (1988): «Discretionary Accounting Changes from "Successful Efforts" to "Full Cost" Methods: 1970-76». *The Accounting Review*, vol. LXIII, págs. 96-110.
- Kang, S.H. (1993): «A Conceptual Framework for the Stock Price Effects of LIFO Tax Benefits». *Journal of Accounting Research*, vol. 31, págs. 50-61.
- Kaplan, R.S.; Roll, R. (1972): «Investor Evaluation of Accounting Numbers: Some Empirical Evidence». *The Journal of Business*, vol. XLV, págs. 225-257.

- Kaplan, S.E.; Ruland, R.G. (1991): «Positive Theory, Rationality and Accounting Regulation». *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 2, págs. 361-374.
- Karafiath, I. (1994): «On the Efficiency of Least Squares Regression with Security Abnormal Returns as the Dependent Variable». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, págs. 279-300.
- Keane, S.M. (1983): *Stock Market Efficiency. Theory, Evidence, Implications*. Philip Allan Publishers Limited. Oxford.
- Keim, D.B. (1983): «Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality». *Journal of Financial Economics*, vol. 12, págs. 13-32.
- Keim, D.B. (1988): «Stock Market Regularities: A Synthesis of the Evidence and Explanations». En *Stock Market Anomalies*, Elroy Dimson, Cambridge University Press. Citado en Fama (1991).
- Kendall, M.G. (1953): «The Analysis of Economic Time-Series. Part I: Prices». *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. 96, págs. 11-25.
- Keynes, J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Harcourt, New York. Existe una versión en castellano editada por el Fondo de Cultura Económica. Bogotá, 1992.
- Kim, D.H.; Ziebart, D.A. (1991): «An Investigation of the Price and Trading Reactions to the Issuance of SFAS No. 52». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 6, págs. 35-52.
- Kim, J.B.; Lipka, R. (1991): «Effects of Accounting Choice on the Explanation of the Market Risk in the Oil and Gas Industry». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 18, págs. 61-84.
- Kleidon, A.W. (1986): «Variance Bounds Test and Stock Price Valuation Models». *Journal of Political Economy*, vol. 94, págs. 953-1001.
- Koch, B.S. (1981): «Income Smoothing: An Experiment». *The Accounting Review*, vol. LVI, págs. 574-586.
- Kormendi, R.; Lipe, R. (1987): «Earnings Innovations, Earnings Persistence and Stock Returns». *The Journal of Business*, vol. 60, págs. 323-345.
- Kothari, S.P. (1992): «Price-Earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 173-202.

- Kothari, S.P.; Shanken, J.; Sloan, R.G. (1995): «Another Look at the Cross-Section of Expected Stock Returns». *The Journal of Finance*, vol. L, págs. 185-224.
- Kothari, S.P.; Sloan, R.G. (1992): «Information in Prices about Future Earnings. Implications for Earnings Response Coefficients». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 143-171.
- Kothari, S.P.; Zimmerman, J.L. (1995): «Price and Return Models». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, págs. 155-192.
- Kraft, J.; Kraft, A. (1977): «Determinants of Common Stock Prices: A Time Series Analysis». *The Journal of Finance*, vol. XXXII, págs. 417-425.
- Kruizenga, R.J. (1964): *Profits Returns from Purchasing Puts and Calls*. En la obra de Cootner (1964), págs. 392-411.
- Kuhn, T.S. (1970): *The Structure of Scientific Revolutions*. University of Chicago Press.
- Kyle, A.S. (1989): «Informed Speculation with Imperfect Competition». *Review of Economic Studies*, núm. 56, págs. 317-355.
- Labatut Serer, G. (1992): *Contabilidad y fiscalidad del resultado empresarial*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- Laínez Gadea, J.A. (1988): *Análisis contable del riesgo de cambio*. Instituto de Planificación Contable. Madrid.
- Landa y López de Ocariz, A. (1993): «La regulación eléctrica en España: pool y compensaciones». *Información Comercial Española*, núm. 723, págs. 87-97.
- Larcker, D.F. (1989): «Discussion of Accounting Measurement, Price-Earnings Ratios, and the Information Content of Security Prices». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 27, págs. 145-152.
- Larcker, D.F.; Revsine, L. (1983): «The Oil and Gas Accounting Controversy: An Analysis of Economic Consequences». *The Accounting Review*, vol. LVIII, págs. 706-732.
- Largay III, J.A.; Paul, J.W. (1983): «Market Efficiency and the Legal Liability of Auditors: Comment». *The Accounting Review*, vol. LVIII, págs. 820-832.
- Larriba Diaz-Zorita, A. (1990): «Diferencias de cambio en moneda extranjera». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XIX, págs. 625-663.



- Latane, H.A.; Young, W. (1969): «Tests of Portfolio Building Rules». *The Journal of Finance*, vol. XXIV, págs. 595-612.
- Lazar, D. (1990): *Markets and Ideology in the City of London*. Macmillan. London.
- Leabo, D.A.; Rogalski, R.J. (1975): «Warrant Price Movements and the Efficient Market Model». *The Journal of Finance*, vol. XXX, págs. 163-177.
- Lee, C.J.; Hsieh, D. (1985): «Choice of Inventory Accounting Methods: Comparative Analyses of Alternative Hypotheses». *Journal of Accounting Research*, vol. 23, págs. 468-485.
- Leftwich, R. (1980): «Market Failure Fallacies and Accounting Information». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 2, págs. 193-211.

#### LEGISLACIÓN:

- Tratado de la Unión Europea. (D.O.C.E. de 31-8-92).
- Directiva 90/377/CEE del Consejo de 29 de junio de 1990 relativa a un procedimiento comunitario que garantice la transparencia de los precios aplicables a los consumidores industriales finales de gas y electricidad. (D.O.C.E. de 17-7-90).
- Directiva 90/547/CEE del Consejo de 29 de octubre de 1990 sobre el tránsito de electricidad en grandes redes. (D.O.C.E. de 13-11-90).
- Directiva 93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993 sobre Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables. (D.O.C.E. de 11-6-93)
- Ley 49/1984 de 26 de diciembre sobre Explotación Unificada del Sistema Eléctrico Nacional. (B.O.E. de 29-12-84).
- Ley 24/1988 de 28 de julio, del mercado de valores. (B.O.E. de 29-7-88).
- Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo por la que se modifican los artículos 367, 368 y 390 del Código Penal y se introduce en él un nuevo Capítulo acerca del tráfico de influencias. (B.O.E. de 27-3-91).
- Ley 3/1994 de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero. (B.O.E. de 15-4-94).
- Ley 40/1994 de 30 de diciembre, de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional. (B.O.E. de 31-12-94).

- Decreto 1506/1967 de 30 de junio de 1967 por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio. (B.O.E. de 15-7-67).
- Decreto 1968/1969 de 16 de agosto de 1969 sobre nuevas tarifas eléctricas. (B.O.E. de 18-8-69).
- Decreto 530/1973 de 22 de febrero por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. (B.O.E. de 2-4-73).
- Real Decreto 1538/1987 de 11 de diciembre sobre determinación de la tarifa eléctrica de las empresas gestoras del servicio. (B.O.E. de 16-12-87).
- Real Decreto 1643/1990 de 20 de diciembre por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. (B.O.E. de 27-12-90).
- Real Decreto 377/1991 de 15 de marzo sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias. (B.O.E. de 26-3-91).
- Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. (B.O.E. de 2-4-92).
- Real Decreto 344/1993 de 5 de marzo por el que se adapta la directiva 90/547/CEE sobre el tránsito de electricidad en grandes redes. (B.O.E. de 31-3-93).
- Orden de 30 de septiembre de 1969 por la que se aprueba el Modelo de Contabilidad para las empresas eléctricas, dispuesto en el artículo tercero del Decreto 1968/1969 de 16 de agosto. (B.O.E. de 21-10-69).
- Orden de 3 de junio de 1976 por la que se aprueban las normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a las Sociedades de «leasing». (B.O.E. de 13-7-76).
- Orden de 28 de abril de 1977 por la que se aprueban las normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a las Empresas del subsector eléctrico. (B.O.E. de 4-6-77).
- Orden de 28 de abril de 1977 por la que se aprueban las normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a las Sociedades de «factoring». (B.O.E. de 17-6-77).
- Orden de 30 de junio de 1977 por la que se aprueban las normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a las Sociedades concesionarias de autopistas de peaje. (B.O.E. de 6-9-77).

- Orden de 15 de diciembre de 1980 de aprobación de la adaptación del Plan General de Contabilidad a las Entidades de financiación. (B.O.E. de 29-12-80).
- Orden de 30 de julio de 1981 por la que se aprueban las normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a las Entidades de seguros, reaseguros y capitalización. (B.O.E. de 11-9-81).
- Orden del Ministerio de Industria y Energía de 26 de abril de 1984 reguladora de los fondos a que se refiere el Real Decreto 174/1984 de 18 de abril. (B.O.E. de 28-4-84).
- Orden de 29 de diciembre de 1987 por la que se fijan los valores estándares brutos y netos y vida útil de las instalaciones de generación eléctrica que hayan entrado en explotación antes del 31 de diciembre de 1987 y el procedimiento para su actualización, así como el régimen aplicable a la «Empresa Nacional de Electricidad, Sociedad Anónima» como Empresa productora no integrada en ningún subsistema. (B.O.E. de 31-12-87).
- Orden de 30 de diciembre de 1987 por la que introducen Cuentas especiales de Activo para la Periodificación de gastos derivados de las inversiones en instalaciones complejas especializadas en explotación del sistema eléctrico. (B.O.E. de 4-1-88).
- Orden de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores. (B.O.E. de 30-1-91).
- Orden de 23 de abril de 1991 de desarrollo del Real Decreto 377/1991 sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias. (B.O.E. de 25-4-91).
- Orden de 30 de septiembre de 1992 por la que se modifica la de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsa. (B.O.E. de 20-10-92).
- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 12 de marzo de 1993, sobre el tratamiento contable de las diferencias de cambio en Moneda Extranjera en empresas reguladas. (B.O.E. de 16-3-93 y B.O.I.C.A.C. núm. 13).
- Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. (B.O.E. de 22-7-93).

- Orden de 3 de diciembre de 1993 por la que se establecen modificaciones en las Ordenes de desarrollo del Real Decreto 1538/1987, de 11 de diciembre, por el que se determina la tarifa eléctrica de las Empresas gestoras del servicio. (B.O.E. de 15-12-93).
- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 18 de marzo de 1994, sobre el tratamiento contable de las diferencias de cambio en Moneda Extranjera en determinadas empresas reguladas. (B.O.I.C.A.C. núm. 16).
- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 23 de marzo de 1994, sobre el tratamiento contable de las diferencias de cambio en Moneda Extranjera en determinadas empresas del sector del transporte aéreo. (B.O.I.C.A.C. núm. 16).
- Orden de 5 de agosto de 1994 por la que se determinan los valores estándares brutos y netos definitivos a 31 de diciembre de 1992 y provisionales a 31 de diciembre de 1993 de las instalaciones de distribución de energía eléctrica con una tensión de funcionamiento igual o superior a 36 KV y Centros de Control de Energía y Despachos de Maniobra. (B.O.E. de 14-10-94).
- Orden de 5 de agosto de 1994 por la que se fijan los valores estándares brutos y netos a 31 de diciembre de 1993, el valor actualizado neto estándar a efectos de retribución y la modalidad de actualización de las instalaciones de generación eléctrica que han entrado en explotación durante 1993 y se determina su integración en el Sistema Eléctrico Nacional. (B.O.E. de 15-10-94).
- Resolución de 10 de julio de 1984 de la Dirección General de la Energía, por la que se desarrollan los apartados segundo y tercero del la Orden de 26-4-84 reguladora de los fondos a que se refiere el Real Decreto 174/1984 de 18 de abril. (B.O.E. de 7-8-84).
- Resolución de 20 de enero de 1994 de la Dirección General de la Energía, por la que se comunican los parámetros utilizados para el cálculo de la tarifa eléctrica de 1994 y corrección de desviaciones de ejercicios anteriores. (Nos ha sido facilitada por la patronal de las empresas eléctricas, U.N.E.S.A.).
- Resolución de 26 de enero de 1995 de la Dirección General de la Energía, por la que se comunican los parámetros utilizados para el cálculo de la tarifa eléctrica de 1995 y corrección de desviaciones de ejercicios anteriores. (Nos ha sido facilitada por la patronal de las empresas eléctricas, U.N.E.S.A.).

- Resolución de 26 de enero de 1996 de la Dirección General de la Energía, por la que se comunican los parámetros utilizados para el cálculo de la tarifa eléctrica de 1996 y corrección de desviaciones de ejercicios anteriores. (Nos ha sido facilitada por la patronal de las empresas eléctricas, U.N.E.S.A.).
- Leroy, S.F.; Porter, R.D. (1981): «The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds». *Econometrica*, núm. 49, págs. 555-574.
- Lev, B. (1978): *Análisis de estados financieros. Un Nuevo Enfoque*. Ed. ESIC. Madrid.
- Lev, B. (1979): «The Impact of Accounting Regulation on the Stock Market. The Case the Oil and Gas Companies». *The Accounting Review*, vol. LIV, págs. 485-503.
- Lev, B. (1988): «Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy». *The Accounting Review*, vol. LXIII, págs. 1-22.
- Lev, B. (1989): «On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 27, págs. 153-192.
- Lev, B.; Ohlson, J.A. (1982): «Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension». *Journal of Accounting Research, current research methodologies in accounting*, supplement vol. 20, págs. 249-322.
- Lev, B.; Thiagarajan, R. (1993): «Fundamental Information Analysis». *Journal of Accounting Research*, vol. 31, págs. 190-215.
- Lindahl, F.W.; Emby, C.; Ashton, R. (1988): «Empirical Research on LIFO: A Review and Analysis». *Journal of Accounting Literature*, vol. 7, págs. 310-333.
- Lintner, J. (1965): «The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets». *Review of Economics and Statistics*, vol. 47, págs. 13-37.
- Lipe, R. (1986): «The Information Contained in the Components of Earnings». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 24, págs. 37-64.
- Liu, P.; Smith, S.D.; Syed, A.A. (1990): «Stock Price Reactions to the Wall Street Journal's Securities Recommendations». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, págs. 399-410.

- Lo, A.W.; Mackinlay, A.C. (1988): «Stock Market Prices Do not Follow Random Walks». *The Review of Financial Studies*, núm. 1, págs. 41-66.
- Lo, A.W.; Mackinlay, A.C. (1990): «Data-Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models». *The Review of Financial Studies*, núm. 3, págs. 431-467.
- Lobo, G.J.; Song, L.M. (1989): «The Incremental Information in SFAS No. 33 Income Disclosures Over Historical Cost Income and Its Cash and Accrual Components». *The Accounting Review*, vol. LXIV, págs. 329-343.
- López Combarros, J.L. (1987): «Información contable-financiera a terceros en empresas con regulación económica». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XVI, págs. 105-119.
- López Combarros, J.L. (1993): «Cambios en los principios contables». *Comunicación presentada al VII Congreso A.E.C.A.. Vitoria-Gasteiz, 22-24 de septiembre.*
- López-Arcas y Lostalet, J.M. (1991): *La bolsa de Europa*. Ediciones Deusto. Bilbao.
- Lorie, J.; Hamilton, M.T. (1973): *The Stock Markets. Theories and Evidence*. Richard D. Irwin, Inc., Homewood.
- Lys, T. (1984): «Mandated Accounting Changes and Debt Covenants. The Case of Oil and Gas Accounting». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 4, págs. 39-65.
- Mackinlay, A.C. (1995): «Multifactor Models do not Explain Deviations from the CAPM». *Journal of Financial Economics*, vol. 38, págs. 3-28
- Maddala, G.S. (1985): *Econometría*. Ed. McGraw-Hill. Mexico.
- Maestre Miranda, F. (1990): «Regulación en el sector eléctrico español. El sistema tarifario». *Economistas*, núm. 43, págs. 34-44.
- Maestre Miranda, F. (1992): «El sector eléctrico español». *Economistas*, núm. 52, Extraordinario diciembre-enero, págs. 306-316.
- Maldenbrot, B. (1963): «The Variation of Certain Speculative Prices». *The Journal of Business*, vol. XXXVI, págs. 394-419.
- Maldenbrot, B. (1966): «Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets and Martingale Models». *The Journal of Business, supplement security prices*, vol. XXXIX, págs. 394-419.
- Malkiel, B.G. (1992): *Un paseo aleatorio por Wall Street*. Alianza Editorial. Madrid.

- Mandelker, G. (1974): «Risk and Return: The Case of Merging Firms». *Journal of Financial Economics*, vol. 1, págs. 303-336.
- Marais, M.L. (1984): «An Application of the Bootstrap Method to the Analysis of Squared, Standardized Market Model Prediction Errors». *Journal of Accounting Research*, Supplement, vol. 22, págs. 35-54.
- Marco Pont, P. (1994): «Reflexiones sobre la "crisis" y "reforma" del sistema monetario europeo». *Esic-Market*, núm. 84, págs. 21-46.
- Markowitz, H. (1952): «Portfolio Selection». *The Journal of Finance*, vol. VII, págs. 77-91.
- Marsh, T.A.; Merton, R.C. (1986): «Dividend Variability and Variance Bound Tests for the Rationality of Stock Market Prices». *The American Economic Review*, vol. LXXVI, págs. 483-503.
- Mayer, F. (1977): *La función de contrapartida en la bolsa de Londres*. En la obra de Vallvé-Ribera (1977), págs. 225-239.
- Mayer-Sommer, A.P. (1979): «Understanding and Acceptance of the Efficient Market Hypothesis and its Accounting Implications». *The Accounting Review*, vol. LIV, págs. 88-106.
- Medio, A. (1992): *Chaotic Dynamics. Theory and Applications to Economics*. Cambridge University Press.
- Melumad, N.D.; Shibano, T. (1991): «Communication in Settings with No Transfers». *Rand Journal of Economics*, vol. 22, págs. 173-198.
- Melumad, N.D.; Shibano, T. (1994): «The Securities and Exchange Commission and the Financial Accounting Standards Board: Regulation through Veto-Based Delegation». *Journal of Accounting Research*, vol. 32, págs.1-37.
- Miller, M. H. (1994): *Innovación y volatilidad en los mercados financieros*. Colegio de Economistas de Madrid. Celeste Ediciones. Madrid.
- Ministerio de Economía (1978): *Informe de la Comisión para el estudio del Mercado de Valores*. Secretaría General Técnica. Madrid.
- Miranda Robredo, R. (1990): «Ventajas e inconvenientes de la desregulación en la industria eléctrica. Reflexiones sobre el sistema eléctrico español». *Economistas*, núm. 43, págs. 16-20.

- Minguez Prieto, R. (1992): «Admisión a cotización, folleto de admisión a cotización, folleto de emisión y de oferta pública, y ofertas públicas de adquisición (OPAs)». *Información Comercial Española*, núm. 703, págs. 125-134.
- Mohrman, M.B. (1993): «Debt Contracts and F.A.S. núm. 19: A test of the Debt Covenant Hypothesis». *The Accounting Review*, vol. LXVIII, págs. 273-288.
- Monterrey Mayoral, J.; Miralles, J.L. (1985): «El entorno económico como marco condicionante de los principios contables». *Técnica Contable*, año XXXVII, págs. 7-12.
- Monterrey Mayoral, J.; Sánchez Segura, A. (1993): «La anomalía resultado-precio y la eficiencia del mercado de capitales: implicaciones para el análisis de estados financieros». *Comunicación presentada al V Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*. Sevilla, 27-29 de mayo.
- Monterrey Mayoral, J.; Pineda González, C. (1995): «Los modelos de la investigación contable orientada al mercado de capitales. Un análisis económico». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXIV, págs. 417-443.
- Montes Fernández, J. (1993): «La regulación de precios en España». *Información Comercial Española*, núm. 723, págs. 63-73.
- Montesinos Julve, V. (1976): «Neutralidad de la ciencia contable». *Técnica Contable*, año XXVIII, págs. 121-128.
- Montesinos Julve, V. (1992): «La información contable a proporcionar por las sociedades que cotizan en bolsa de acuerdo con la normativa de la CEE». Capítulo 19, Volumen I, del libro *Curso de Bolsa*. Editorial Ariel. Madrid.
- Moore, A.B. (1964): *Some Characteristics of Changes in Common Stock Prices*. En la obra de Cootner (1964), págs. 139-161.
- Moore, G.; Scott, W.R. (1989): «Auditors' Legal Liability, Collusion with Management, and Investors' Loss». *Contemporary Accounting Research*, vol. 5, págs. 754-774.
- Mora Enguádanos, A. (1993): *El contenido informativo de los datos contables para las decisiones de inversión*. Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Valencia.
- Mora López, J. (1992): «Eficiencia de mercados financieros: una contrastación con modelización paramétrica del riesgo». *Revista Española de Economía* (2ª época), Monográfico «Mercados Financieros Españoles», vol. 9, págs. 33-55.



- Morales-Arce Macías, R. (1992): «La devaluación de noviembre de 1992». *Actualidad Financiera*, núm. 46, págs. F/799-F/806.
- Morse, D.; Richardson, G. (1983): «The LIFO/FIFO Decision». *Journal of Accounting Research*, vol. 21, págs. 106-127.
- Morse, D. (1984): «An Econometric Analysis of the Choice of Daily Versus Monthly Returns in Tests of Information Content». *Journal of Accounting Research*, vol. 22, págs. 605-623.
- Mossin, J. (1966): «Equilibrium in a Capital Asset Market». *Econometrica*, núm. 35, págs. 768-783.
- Mueller, G.G. (1967): *International Accounting*. McMillan, New York.
- Mueller, G.G.; Gernon, H.; Meek, G. (1994): *Accounting. An International Perspective*. Richard D. Irwin, Boston.
- Mullins Jr, D. (1991): «Un modelo para la valoración del capital de la empresa (C.A.P.M.)». *Análisis Financiero*, núm. 55, págs. 42-50.
- Murphy, J. J. (1990): *Análisis técnico de los mercados de futuros*. Ed. Gesmovasa. Madrid
- Murray, D. (1983): «The Effect of Certain Research Design Choices on the Assessment of the Market's Reaction to LIFO Changes: a Methodological Study». *Journal of Accounting Research*, vol. 21, págs. 128-140.
- Muth, J.F. (1961): «Rational Expectations and the Theory of Price Movements». *Econometrica*, núm. 29, págs. 315-335.
- Nair, R.D.; Frank, W.G. (1980): «The Impact o Disclosure in Measurement Practices on International Accounting Classifications». *The Accounting Review*, vol. LV, págs. 426-450.
- Ndubizu, G.A. (1987): «Management Preferences for Foreign Currency Standards: An Empirical Analysis». *The International Journal of Accounting*, vol. 22, págs. 115-130.
- Ndubizu, G.A. (1988): «Analysis of the Economic Consequences of Foreign Currency Standards: A Classification Issue». *Advances in International Accounting*, vol. 2, págs. 183-200.
- Ndubizu, G.A. (1990): «Earnings Volatility and the Corporate Adoption Decision on FASB Statement No. 52: An Empirical Analysis». *Advances in International Accounting*, vol. 3, págs. 173-187.

Ndubizu, G.A.; Tsetsekos, G.P. (1992): «Functional Currency Smoothing and Managerial Incentives: An Empirical Test». *The International Journal of Accounting*, vol. 27, págs. 27-37.

Néré, J. (1970): *1929: Análisis y estructura de una crisis*. Guadiana de publicaciones. Madrid.

Newman, D.P. (1981a): «Coalition Formation in the APB and FASB: Some Evidence on Size Principles». *The Accounting Review*, vol. LVI, págs. 897-909.

Newman, D.P. (1981b): «An Investigation of the distribution of Power in the APB and FASB». *Journal of Accounting Research*, vol. 19, págs. 247-262.

Newman, D.P. (1981c): «The SEC's Influence on Accounting Standards: The Power of the Veto». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 19, págs. 134-173.

#### NEW ZELAND SOCIETY OF ACCOUNTANTS:

— Auditing Statement núm. 10: *The Audit Report on General Purpose Financial Reports*. 1994.

Nobes, C.W.; Parker, R.H. (1981): *Comparative International Accounting*. Philip Allan, Oxford.

Noreen, E.; Sepe, J. (1981): «Market Reactions to Accounting Policy Deliberations: The Inflation Accounting case». *The Accounting Review*, vol. LVI, págs. 253-269.

Norton, S.W. (1985): «Regulation and Systematic Risk: The Case of Electric Utilities». *The Journal of Law and Economics*, vol. XXVIII, págs. 671-686.

Odaiyappa, R.; Nainar, S.M.K. (1992): «Economic Consequences of SFAS No. 33: An Insider-Trading Perspective». *The Accounting Review*, vol. LXVII, págs. 599-609.

O'hanlon, J.S.; Poon, S.; Yansaah, R.A. (1992): «Market Recognition of Differences in Earnings Persistence: UK Evidence». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 19, págs. 625-639.

O'hara, M. (1995): *Market Microstructure Theory*. Basil Blackwell Inc. Cambridge, Massachusetts.

- O'hara, M.; Olfeld, G.S. (1986): «The Microeconomics of Market Making». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, págs. 655-678.
- Ohlson, J.A.; Penman, S.H. (1992): «Disaggregated Accounting Data as Explanatory Variables for Returns». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 7, págs. 553-573.
- Ohlson, J.A.; Shroff, P.K. (1992): «Changes versus Levels in Earnings as Explanatory Variables for Returns: Some Theoretical Considerations». *Journal of Accounting Research*, vol. 30, págs. 210-226.
- Olsen, C.; Dietrich, J.R. (1985): «Vertical Information Transfers: The Association Between Retailers' Sales Announcements and Suppliers' Security Returns». *Journal of Accounting Research*, vol. 23, Supplement, págs. 144-166.
- Ontiveros et al. (1992): «La crisis del Sistema Monetario Europeo». *Análisis Financiero Internacional*, octubre-noviembre.
- Ontiveros et al. (1996): «Los mercados de deuda ante la UEM». *Análisis Financiero Internacional*, octubre-noviembre, págs. 3-22.
- Ontiveros, E.; Valero, F.J. (1994): *Introducción al sistema financiero español. Análisis económico y tendencias*. Editorial Civitas. Madrid.
- Ortega Jackson, I. (1993): «Modelos de organización de la industria eléctrica». *Información Comercial Española*, núm. 723, págs. 51-62.
- Ortega, R. (1992): «Mercado bursátil europeo: entre la competencia y la colaboración». *Papeles de Economía Española, suplemento sobre el sistema financiero*, núm. 37, págs. 99-108.
- Osborne, M.F.M. (1959): «Brownian Motion in the Stock Market». *Operations Research*, vol. 7, págs. 145-173.
- Ou, J.A. (1990): «The Information Content of Nonearnings Accounting Numbers as Earnings Predictors». *Journal of Accounting Research*, vol. 28, págs. 144-163.
- Ou, J.A. ; Penman, S.H. (1989a): «Financial Statements Analysis and the Prediction of Stock Returns». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, págs. 295-329.
- Ou, J.A. ; Penman, S.H. (1989b): «Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 27, págs. 111-144.

- Oxley, H.; Maher, M.; Martin, J.P.; Nicoletti, G.; Alonso-Gamo, P. (1992): «El Sector Público: temas para los noventa». *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 1, págs. 38-51.
- Patell, J.M. (1976): «Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests». *Journal of Accounting Research*, vol. 14, págs. 246-276.
- Patz, D.H.; Boatsman, J.R. (1972): «Accounting Principle Formulation in an Efficient Markets environment». *Journal of Accounting Research*, vol. 10, págs. 392-403.
- Payne, R. (1933): «The Importance of Clarity in Balance Sheet Display». *The Accounting Review*, vol. VIII, págs. 292-301.
- Peiró Giménez, A. (1990): *Rentabilidad y eficiencia en el mercado de acciones español*. Documento WP-EC 90-05. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Peiró Giménez, A. (1992a): «Distribución de los rendimientos de acciones». *Estadística Española*, vol. 34, págs. 431-453.
- Peiró Giménez, A. (1992b): *La volatilidad del mercado de acciones español*. Documento WP-EC 92-12. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Peiró Giménez, A. (1993): *Movimientos estacionales en el mercado de acciones español*. Documento WP-EC 93-10. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Peiró Giménez, A. (1994): «La estacionalidad diaria del mercado de acciones español». *Investigaciones Económicas*, vol. XVIII, págs. 557-569.
- Peltzman, S. (1976): «Towards a more General Theory of Regulation». *The Journal of Law and Economics*, vol. XIX, págs. 211-240.
- Penman, S.H. (1992a): «Return to Fundamentals». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 7, págs. 465-484.
- Penman, S.H. (1992b): «Financial Statement Information and the Pricing of Earnings Changes». *The Accounting Review*, vol. LXVII, págs. 563-577.
- Peña, J.I. (1991): «Contratación asincrónica, riesgo sistemático y contrastes de eficiencia». *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, núm. 50, págs. 81-89.

- Peña, J.I. (1993): «Nuevos modelos estadísticos para el análisis de mercados financieros». *Hacienda Pública Española*, núm. 124, págs. 115-121
- Pérez Gorostegui, E. (1982): *La información y su incidencia en el precio de los títulos en el mercado de valores*. Servicio de estudios de la Bolsa de Madrid.
- Pérez Gorostegui, E. (1983): «Las contrastaciones empíricas de los modelos de equilibrio en el mercado de capitales». *Esic-Market*, núm. 41, págs. 91-112.
- Pesaran, M.H. (1991): «Sobre la volatilidad y eficiencia de los precios de las acciones». *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, núm. 49, págs. 121-155.
- Pettengill, G.N.; Sundaram, S.; Mathur, I. (1995): «The Conditional Relation between Beta and Returns». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, págs. 101-116.
- Pina Martínez, V. (1988): *Efectos económicos de las normas contables*. Monografía número 11. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.. Madrid.
- Pincus, M.; Wasley, C. (1994): «The Incidence of Accounting Changes and Characteristics of Firms Making Accounting Changes». *Accounting Horizons*, vol. 8, págs. 1-24.
- Pindyck, R.S.; Rubinfeld, D.L. (1980): *Modelos económetricos*. Ed. McGraw-Hill. Mexico.
- Posner, R.A. (1974): «Theories of Economic Regulation». *The Bell Journal of Economics and Managerial Science*, vol. 5, págs. 335-358.
- Poterba, J.; Summers, L. (1988): «Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications». *Journal of Financial Economics*, vol. 22, págs. 27-59.
- Pourciau, S.; Schaefer, T.F. (1995): «The Nature of the Market's Response to the Earnings Effects of Voluntary Changes in Accounting for Foreign Operations». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 10, págs. 51-70.
- Power, D.M.; Lonie, A.A. (1993): «The Overreaction Effect: Anomaly of the 1980s?». *British Accounting Review*, vol. 25, págs. 325-366.
- Praetz, P.D. (1972): «The Distribution of Share Price Changes». *The Journal of Business*, vol. XLV, págs. 49-55.
- Priest, G.L. (1993): «The Origins of Utility Regulation and the "Theories of Regulation" Debate». *The Journal of Law and Economics*, vol. XXXVI, págs. 289-329.

- Punset i Casals, E. (1983): «La empresa pública en el sector público». *Papeles de Economía Española*, núm. 14, págs. 224-227.
- Ramesh, K.; Thiagarajan, S.R. (1993): «Estimating the Permanent Component of Accounting Earnings Using the Unobservable Components Model: Implications for Price-Earnings Research». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 8, págs. 399-426.
- Reinganum, M.R. (1981): «A New Empirical Perspective on the CAPM». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 16, págs. 439-462.
- Reinganum, M.R. (1983): «The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January». *Journal of Financial Economics*, vol. 12, págs. 89-104.
- Reinoso y Reino, V. (1991): «La electricidad». *Economistas*, núm. 47, Extraordinario diciembre-enero, págs. 282-285.
- Revista del Instituto de Estudios Económicos (1989): «Desregulación y privatización pública en las economías modernas». núm. 1, págs. XII-XXXIV.
- Ribas, E.; Montllor, J. (1989): «Autopistas de peaje: el modelo español». *Papeles de Economía Española*, núm. 38, págs. 409-432.
- Ricks, W.E. (1982): «The Market's Reponse to the 1974 LIFO Adoptions». *Journal of Accounting Research*, vol. 20, págs. 367-387.
- Ricks, W.E. (1986): «Firme Size Effects and the Association Between Excess Returns and LIFO Tax Savings». *Journal of Accounting Research*, vol. 24, págs. 206-216.
- Rivero Torre, P. (1987): «Propuesta sobre desarrollo de algunos de los principios de contabilidad generalmente aceptados para su aplicación a los sectores eléctricos de economía regulada». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XVI, págs. 122-142.
- Rivero Torre, P. (1990): «Plan General de Contabilidad y empresas sujetas a regulación económica». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XIX, págs. 387-399.
- Roberts, H.V. (1959): «Stock Market Patterns and Financial Analysis; Methodological Suggestions». *The Journal of Finance*, vol. XIV, págs. 1-10.
- Rodríguez de Castro, G. (1991): «Hacia un mercado común europeo de valores». *Papeles de Economía Española, suplemento sobre el sistema financiero*, núm. 34, págs. 43-50.

- Rodríguez de Pablo, J. (1978): «Costes y tarifas de la energía eléctrica». *Información Comercial Española*, núm. 542, págs. 71-101.
- Rodríguez Romero, L. (1993): «La teoría clásica de la regulación de monopolios naturales». *Información Comercial Española*, núm. 723, págs. 19-33.
- Rodríguez Romero, L.; Castro Rodríguez, F. (1994): «Aspectos económicos de la configuración del sector eléctrico en España: ¿una falsa competencia referencial?». *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, núm. 57, págs. 161-183.
- Rogalski, R.J. (1978): «The Dependence of Prices and Volume». *The Review of Economics and Statistics*, vol. 60, págs. 268-274.
- Rojas Parada, A. (1993): «La ley del sector eléctrico: un nuevo modelo». *Economistas*, núm. 53, Extraordinario de diciembre, págs. 303-308.
- Rojas Parada, A. (1994): «El año de la paz eléctrica». *Economistas*, núm. 60, Extraordinario de diciembre, págs. 374-378.
- Rojas Parada, A. (1995): «La regulación en el sector eléctrico». *Economistas*, núm. 63, págs. 80-85.
- Rojas Parada, A. (1996): «El sector eléctrico estrena Comisión». *Economistas*, núm. 69, págs. 417-424 .
- Roll, R. (1977): «A critique of the Asset Pricing Theory's Tests; Part I: On Past and Potential Testability of the Theory». *Journal of Financial Economics*, vol. 4, págs. 129-176.
- Roll, R. (1983): «Vas ist Das?. The Turn-of-the-Year Effect and The Return Premia of Small Firms». *Journal of Portfolio Management*, vol. 9, págs. 18-28.
- Roll, R.; Ross, S.A. (1980): «An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory». *The Journal of Finance*, vol. XXXV, págs. 1073-1103.
- Roll, R.; Ross, S.A. (1994): «On the Cross-Sectional Relation between Expected Returns and Betas». *The Journal of Finance*, vol. XLIX, págs. 101-121.
- Romo, J. (1994): «Técnicas *bootstrap* en econometría: una introducción». *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, núm. 56, págs. 179-194.
- Ronen, J.; Sadan, S. (1981): *Smoothing Income Numbers: Objectives, Means and Implications*. Addison-Wesley.

- Rosenberg, B.; Rudd, A. (1982): «Factor Related and Specific Returns of Common Stocks: Serial Correlation and Market Efficiency». *The Journal of Finance*, vol. XXXVII, págs. 543-554.
- Ross, S.A. (1976): «The Arbitrage of Capital Asset Pricing». *Journal of Economic Theory*, vol. 13, págs. 341-360.
- Rubio Irigoyen, G. (1986a): «La crítica de Roll y la solución de Shanken: una aplicación al caso español». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XV, págs. 379-383.
- Rubio Irigoyen, G. (1986b): «Análisis multivariante del cero-beta CAPM: el mercado español de capitales». *Revista Española de Economía (2ª época)*, vol. 3, págs. 344-365.
- Rubio Irigoyen, G. (1987): «El contenido informativo de los derechos de suscripción e información asimétrica en los mercados primarios». *Investigaciones Económicas*, vol. XI, págs. 219-242.
- Rubio Irigoyen, G. (1991): «Formación de precios en el mercado bursátil: teoría y evidencia empírica». *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, núm. 49, págs. 157-186.
- Rubio Irigoyen, G.; Salvador, L. (1991): «Estacionalidad diaria de los precios en el mercado español de capitales». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XX, págs. 307-336.
- Samuelson, P.A. (1965): «Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly». *Industrial Management Review*, vol. 6, págs. 41-49.
- Sánchez de la Peña, R. (1993): «Información procedente de las empresas cotizadas». Capítulo 8 del libro *Contabilidad en España, 1992*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (1991): «La información contable y el análisis financiero». *Información Comercial Española*, núm. 689, págs. 139-153.
- Sanders, T.H. (1934): «Reports to Stockholders». *The Accounting Review*, vol. IX, págs. 201-219.
- Santillán, J. (1994): *El S.M.E., los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria*. Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo núm. 9421.



- Scholes, M. (1972): «The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Price». *The Journal of Business*, vol. XLV, págs. 179-211.
- Segura, J. (1993): «Mercado y regulación». *Información Comercial Española*, núm. 723, págs. 5-17.
- Sentana, E. (1993): «The Econometrics of the Stock Market II: Asset Pricing». *Investigaciones Económicas*, vol. XVII, págs. 421-444.
- Sepe, J. (1982): «The impact of the Financial Accounting Standards Board's 1974 GPL Proposal on the Security Price Structure». *The Accounting Review*, vol. LVII, págs. 467-485.
- Seyhun, H.N. (1986): «Insider's Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency». *Journal of Financial Economics*, vol. 16, págs. 189-212.
- Shanken, J. (1987): «Multivariate Proxies and Asset Pricing Relations: Living with the Roll Critique». *Journal of Financial Economics*, vol. 18, págs.
- Shanken, J. (1992): «On the Estimation of Beta-Pricing Models». *The Review of Financial Studies*, núm. 5, págs. 1-33.
- Sharma, J.L.; Kennedy, R.E. (1977): «A Comparative Analysis of Stock Price Behavior on the Bombay, London and New York Stock Exchange». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 12, págs. 391-413.
- Sharpe, W. F. (1963): «A Simplified Model for Portfolio Analysis». *Management Science*, vol. IX, págs. 277-293.
- Sharpe, W. F. (1964): «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk». *The Journal of Finance*, vol. XIX, págs. 425-442.
- Sheffrin, S.M. (1985): *Expectativas racionales*. Alianza Editorial. Madrid.
- Shiller, R.J. (1981a): «The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency». *The Journal of Finance*, vol. XXXVI, págs. 291-311.
- Shiller, R.J. (1981b): «Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?». *The American Economic Review*, vol. LXXI, págs. 421-436.
- Shiller, R.J. (1984): «Stock Prices and Social Dynamics». *Brookings Papers on Economic Activity* 2, págs. 457-510. Citado en Fama (1991).

- Shiller, R.J. (1989): *Market Volatility*. The M.I.T. Press. Cambridge, Massachusetts.
- Siegel, S. (1979): *Estadística no paramétrica*. Editorial Trillas. Mexico.
- Smith, A. (1981): «The Securities and Exchange Committee Reversal of Financial Accounting Standards Board Statement núm. 19: An Investigation Information Effects». *Journal of Accounting Research*, supplement vol. 19, págs. 174-211.
- Smith, A.; Dyckman, T. (1981): «The Impact of Accounting Regulation on the Stock Market: The Case of Oil and Gas Companies: A Comment». *The Accounting Review*, vol. LVI, págs. 959-966.
- Smith, J.B. (1981): *The Probability Distribution of Market Returns: A Logistic Hypothesis*. Ph. D. dissertation. University of Utah.
- Snedecor, G.; Cochran, W. (1980): *Statistical Methods*. Iowa University Press.
- Solnik, B.H. (1973): «Note on the Validity of the Random Walk European Stock Prices». *The Journal of Finance*, vol. XXXVIII, págs. 1151-1159.
- Soriano, J.E. (1991): «La Securities and Exchange Commission: un ejemplo de entidad instrumental de carácter expansivo». *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 201, págs. 399-421.
- Soto Serrano, M. (1972): «Sistemas y principios uniformes de contabilidad en Estados Unidos». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. I, núm. 3, págs. 694-713.
- Staubus, G.J. (1961): *A Theory of Accounting to Investors*. University of California Press. Berkeley.
- Steil, B. (1994): *International Financial Market Regulation*. John Wiley & Sons Ltd. Chichester, England.
- Stelzer, I.M. (1989): «Privatización y regulación: a menudo complementarias por necesidad». *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 1, págs. 117-128.
- Stevenson, F.L. (1987): «New Evidence on LIFO Adoptions: The Effects of More Precise Events». *Journal of Accounting Research*, vol. 25, págs. 306-317.
- Stigler, G.J. (1971): «The Theory of Economic Regulation». *The Bell Journal of Economics and Managerial Science*, vol. 2, págs. 3-21.

- Stigler, G.J.; Friedland, C. (1962): «What can Regulators Regulate?. The Case of Electricity». *The Journal of Law and Economics*, vol. V, págs. 1-16.
- Stober, T.L. (1992): «Summary Financial Statement Measures and Analysts' Forecasts of Earnings». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, págs. 347-372.
- Strong, N. (1992): «Modelling Abnormal Returns: A Review Article». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 19, págs. 533-554.
- Suarez Suarez, A.S. (1990): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Ed. Pirámide. Madrid.
- Summers, L.W. (1986): «Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?». *The Journal of Finance*, vol. XLI, págs. 591-601.
- Sunder, S. (1973): «Relationship Between Accounting changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence». *Journal of Accounting Research, Selected Studies*, supplement vol. 11, págs. 1-45.
- Sunder, S. (1975): «Stock Prices and Risk Related to Accounting Changes in Inventory Valuation». *The Accounting Review*, vol. L, págs. 305-315.
- Taussig, F.W. (1921): «Is Market Price Determinate?». *Quarterly Journal of Economics*, vol. 36, págs. 394-411.
- Tay, J.S.; Parker, R.H. (1990): «Measuring International Harmonization and Standardization». *Abacus*, vol. 26, págs. 71-88.
- Teets, W. (1992): «The Association between Stock Market Response to Earnings Announcements and Regulation of Electric Utilities». *Journal of Accounting Research*, vol. 30, págs. 274-285.
- Theil, H. (1971): *Principles of Econometrics*. John Wiley & Sons, New York.
- Thompson II, R.B.; Olsen, C.; Dietrich, J.R. (1988): «The influence of Estimation Period News Events on Standardized Market Model Prediction Errors». *The Accounting Review*, vol. LXIII, págs. 448-471.
- Thompson, J.E. (1989): «An Alternative Control Model Event Studies». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 16, págs. 507-514.
- Thompson, R. (1985): «Conditioning the Return-Generating Process on Firm-Specific Events: A Discussion of Event Study Methods». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, págs. 151-168.

- Tiniç, S.M. (1990): «A Perspective on the Stock Market's Fixation on Accounting Numbers». *The Accounting Review*, vol. LXV, págs. 781-796.
- Torá, J.L. (1983): «La red eléctrica nacional». *Papeles de Economía Española*, núm. 14, págs. 209-216.
- Toral Arto, A. (1992): «Hacia la Unión Monetaria Europea. Reflexiones ante la crisis del S.M.E.». *Actualidad Financiera*, núm. 43, págs. I/37-I/45.
- Trueman, B.; Titman, S. (1988): «An Explanation for Accounting Income Smoothing». *Journal of Accounting Research, Selected Studies*, supplement vol. 26, págs. 127-143.
- Tua Pereda, J. (1983): *Principios y normas de contabilidad*. Instituto de Planificación Contable. Madrid.
- Tua Pereda, J. (1988): «Evolución del concepto de contabilidad a través de sus definiciones». Incluido en el libro *XXV años de Contabilidad Universitaria*. Ediciones de Instituto de Planificación Contable. Madrid.
- Tua Pereda, J. (1991a): *La investigación empírica en contabilidad: la hipótesis de eficiencia del mercado*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- Tua Pereda, J. (1991b): «La investigación empírica en contabilidad. Los enfoques en presencia». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XX, págs. 7-82.
- Tua Pereda, J. (1992): «La investigación en contabilidad. Una reflexión personal». *Técnica Contable*, año XLIV, págs. 585-608.
- Uriel, E.; Contreras, D.; Moltó, M.L.; Peiró, A. (1990): *Econometría. El Modelo Lineal*. Editorial AC. Madrid.
- Valenzuela Garach, F. (1993): *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*. Editorial Civitas, Colección Estudios de Derecho Mercantil. Madrid.
- Vallvé-Ribera de Hortalá, M.A. (1977): *Lecturas sobre bolsa*. Instituto de Estudios Fiscales. Madrid.
- Van der Tas, L.G. (1992): «Evidence of the EC Financial Reporting Practice Harmonization: the Case of Deferred Taxation». *The European Accounting Review*, vol. 1, págs. 69-104.

- Vela Pastor, M. (1987): «Normas contables específicas para empresas con regulación económica». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XVI, págs. 61-103.
- Vigeland, R.L. (1981): «The Market Reaction to Statement of Financial Accounting Standards No. 2». *The Accounting Review*, vol. LVI, págs. 309-325.
- Warfield, T.D.; Wild, J.J. (1992): «Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns». *The Accounting Review*, vol. LXVII, págs. 821-842.
- Watts, R.; Zimmerman, J. (1986): *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall International, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Weber, M. (1987): *La Bolsa. Introducción al sistema bursátil*. Editorial Ariel. Barcelona.
- Williams, J.B. (1938): *The Theory of Investment Value*. North-Holland Publishing Company. Amsterdam. (Reimpresión realizada en 1964).
- Wilson, G. (1987): «The Incremental Information Content of Accruals and Cash Flows after Controlling for Earnings». *The Accounting Review*, vol. LXII, págs. 293-322.
- Weetman, P.; Gray, S.J. (1991): «A Comparative International Analysis of the Impact of Accounting Principles on Profits: the USA versus the UK, Sweden and the Netherlands». *Accounting and Business Research*, vol. 21, págs. 363-379.
- Working, H. (1934): «A Random-Difference Series for Use in the Analysis of Time Series». *Journal of American Statistical Association*, vol. 29, págs. 11-24.
- Working, H. (1958): «A Theory of Anticipatory Prices». *The American Economic Review*, vol. XLVIII, págs. 188-199.
- Wyman, H.E. (1990): «El poder y la importancia de la contabilidad». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XIX, págs. 9-25.
- Yarrow, G. (1989): «¿Es importante la propiedad?». *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 1, págs. 3-29.
- Zeff, S.A. (1984): «Some Junctures in the Evolution of the Process of Establishing Accounting Principles in the U.S.A.: 1917-1972». *The Accounting Review*, vol. LIX, págs. 447-468.

Zeghal, D. (1983): «Firm Size and the Information Content of Financial Statements». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 18, págs. 299-310.

Ziebart, D.A.; Kim, D.A. (1987): «An Examination of the Market Reactions Associated with SFAS No. 8 and SFAS No. 52». *The Accounting Review*, vol. XII, págs. 343-357.