

José Angel  
Ansón Lapeña  
y Vicente Pina  
Martínez

Departamento  
de Contabilidad y Finanzas.  
Universidad de Zaragoza

## FACTORES EXPLICATIVOS DE LA RENTABILIDAD EMPRESARIAL (\*)

*Resumen.—Introducción.—1. Trabajos previos.—2. Metodología—3. Análisis de resultados.—4. Resumen y conclusiones.—Bibliografía.—Anexo.*

### RESUMEN (1)

**E**STE trabajo pretende contrastar si los datos contables tomados de forma agregada explican de forma más correcta que los individuales la evolución de la rentabilidad de las acciones que cotizan en el mercado de valores. Como planteamiento básico, partimos de la hipótesis de que una de las razones que podrían justificar que los resultados de los MCO aplicados al estudio de esta relación, cuando se toman intervalos de tiempo anuales, sean tan poco representativos radica en que los criterios contables de imputación y cuantificación utilizados para calcular el beneficio introducen un elemento de imprecisión en el mismo que es detectado y descontado por el mercado. El mencionado elemento de imprecisión resultaría compensado cuando se toman períodos de tiempo

(\*) Deseamos agradecer los comentarios y sugerencias recibidas de los evaluadores anónimos, los cuales nos han permitido mejorar la presentación y contenido del trabajo.

(1) «Este estudio se ha realizado en el marco del proyecto de investigación PB 91-0687 de la DGICYT sobre utilidad de la información contable elaborada con criterio de devengo frente a la de cash-flow.»

suficientemente largos, con lo que los MCO ganarían en capacidad explicativa cuanto mayores fueran los mismos.

Esta hipótesis se ha visto plenamente confirmada por los resultados obtenidos en los escenarios que han tratado con variables independientes agregadas, en los intervalos de tiempo más largos, presentando éstas el comportamiento esperado en cuanto a signo y significatividad, así como  $R^2$  importantes.

Asimismo, en el presente trabajo hemos tratado de determinar el contenido informativo de diversas variables contables desagregadas del beneficio neto de las empresas, con el fin de contrastar si las mismas predicen mejor que el beneficio la evolución de la rentabilidad de las acciones en el mercado de valores. Los resultados ponen de manifiesto que los componentes del beneficio no explican mejor que el beneficio ordinario o los recursos generados, la rentabilidad de las acciones, presentando tanto unos como otros una escasa capacidad explicativa cuando están referidos a intervalos de tiempo cortos como son los años naturales.

## INTRODUCCION

En los últimos veinte años se ha venido cuestionando la determinación del resultado contable a partir de un entorno de normas, consensuadas con los distintos agentes socio-económicos interesados en la información que facilitan las empresas por considerar que su implantación no siempre obedece a razones puramente económicas. Esto reduce su relevancia, a efectos de explicar y predecir el comportamiento de las acciones en los mercados de valores, y por ello, el valor mismo de la empresa.

En esta línea, han aparecido diversas propuestas alternativas basadas, en su mayoría, en la presentación de información financiera elaborada con criterio de caja, argumentando que los gerentes de las empresas basan sus decisiones de inversión en la rentabilidad esperada de las mismas, medida esta en términos de los flujos de tesorería futuros que se prevé podrá generar (2). Por lo que resultaría ilógico que se utilicen criterios de valoración distintos —criterio de devengo— para llevar a cabo la rendición de cuentas de sus actuaciones. Por ello, proponen el abandono del criterio de devengo, con el fin de obtener información *a posteriori* sobre la actividad del gerente, consistente con la información y métodos

---

(2) Véase Ferrara [1976].

que se han manejado previamente para tomar decisiones. Este planteamiento hace hincapié en la necesidad de facilitar información a los usuarios que les permita llevar a cabo comparaciones *ex ante* y *ex post*.

Kaplan [1983 y 1984] lamenta los problemas causados por la imputación de gastos asignados (amortizaciones y provisiones), en los análisis de series temporales del resultado de las empresas, tendentes a identificar factores de relación entre la información económico-financiera y ciertos indicadores de rentabilidad de las inversiones. Ijiri [1978] se inclina también, en este sentido, por medidas del resultado elaboradas con base en el criterio de caja, tales como la tasa de recuperación del efectivo en las inversiones. A este respecto, uno de los desafíos más importantes para la investigación contable es la búsqueda de medidas relevantes y fiables de la actividad y resultados empresariales, que reflejen los factores clave relacionados con la supervivencia de la empresa, que condicionen su valor [Kaplan 1983 y 1984, y Emmanuel y Otley 1985].

La abundante investigación empírica que se ha realizado al respecto parece confirmar estos extremos. En general, en todos los trabajos que se han efectuado utilizando mínimos cuadrados ordinarios, para relacionar la rentabilidad de las acciones con determinadas variables contables, los  $R^2$  obtenidos son extremadamente bajos. Ello muestra la escasa capacidad explicativa de las variables contables con respecto al comportamiento del valor de las acciones en el mercado. Sin embargo, estudios que en un principio parecían apuntar resultados concluyentes, en el sentido de conceder mayor capacidad explicativa a los datos contables elaborados con criterio de caja, y por ello, calculados de forma alternativa a lo previsto por la normas contables (3), han sido contestados, poniendo de manifiesto la existencia de errores que invalidan, o al menos cuestionan, las conclusiones recogidas en el mismo (4).

El trabajo que pasamos a comentar supone la continuación del presentado por Ansón y Pina [1994]. En aquella ocasión pretendíamos contrastar la relación existente entre distintas variables representativas del resultado de la empresa —beneficio ordinario, recursos generados, capital circulante procedente de operaciones ordinarias y flujos de tesorería procedentes de operaciones ordinarias—, y la rentabilidad de mercado de sus acciones. Los resultados obtenidos mostraron una mayor capacidad explicativa del beneficio ordinario y de los recursos generados. Por

(3) Véase Wilson [1985].

(4) Véase Bernad y Stober [1989].

el contrario, el capital circulante y los flujos de tesorería procedentes de operaciones ordinarias, no resultaron significativos en ninguno de los diez años estudiados.

En el mencionado estudio apreciamos un comportamiento diferente entre el beneficio ordinario y los recursos generados. En aquel momento, adelantamos algunas de las posibles razones que podían justificar dicho comportamiento, sin detenernos a analizar si efectivamente era así. En el presente trabajo, nos proponemos profundizar en el contenido informativo de estas variables, a partir de su desagregación en algunos de los componentes más importantes que las integran, con el fin de determinar la relación y capacidad explicativa de las mismas con respecto a la rentabilidad de las acciones en el mercado de valores.

Asimismo, pretendemos comprobar si los datos contables explican mejor la rentabilidad del mercado cuando se toman intervalos de tiempo suficientemente amplios, siempre superiores al ejercicio económico, al compensarse los efectos de los criterios de imputación y cuantificación utilizados en el cálculo de las variables contables representativas del beneficio empresarial. El tiempo vendría a amortiguar estas imputaciones convencionales, de forma que, tomado un período suficientemente extenso, la aplicación de unos criterios u otros resultase poco relevante.

El resto del trabajo se distribuye como sigue. En primer lugar realizaremos una breve referencia a los trabajos previos más significativos que se han efectuado sobre el tema que nos ocupa. A continuación, llevaremos a cabo la descripción de la metodología aplicada, así como la forma en que han sido definidas las variables utilizadas en el estudio. Finalmente, efectuaremos el análisis de los resultados obtenidos, y la presentación las conclusiones extraídas de los mismos.

## 1. TRABAJOS PREVIOS

Existe una amplia literatura empírica, parte de ella ya clásica, que ha tratado de estudiar la capacidad de la información contable para explicar los rendimientos de las inversiones en acciones en el mercado de valores.

Junto con los trabajos pioneros de Ball y Brown [1968] y Beaver y Duker [1972], el primero de los cuales compara el contenido informativo del beneficio, con el beneficio neto más amortizaciones y provisiones, encontrando mayor contenido informativo en el beneficio contable que en el de flujos de tesorería definido en términos de autofinanciación, y el segundo observa mayor correlación entre rentabilidades anormales y be-

beneficios no previstos que entre flujos de tesorería no previstos; otros más recientes, revisten especial interés, por su relación con el tema que nos ocupa.

Así, Easton y Harris [1991] y Easton, Harris y Ohlson [1991], contrastan la relación existente entre beneficio y rentabilidad en amplios intervalos de tiempo. Utilizan la agregación de diversos tramos del beneficio ponderado por el precio de las acciones al comienzo del intervalo sobre el que se está trabajando. Con ello pretenden eliminar las distorsiones y retardos causados por los criterios de reconocimiento e imputación contables al tratar de relacionar estos indicadores con la evolución de la rentabilidad del mercado. En general, los resultados presentan un  $R^2$  bajo, como es habitual en este tipo de estudios, mostrando una mayor capacidad explicativa en los intervalos de mayor rango, de cinco y diez años.

Warfield y Wild [1992] estudian la influencia de los criterios de reconocimiento contable en el beneficio y su relación con la rentabilidad del mercado, con el fin de determinar la capacidad explicativa del mismo. Para ello, definen diversos paneles de MCO, trimestrales, semestrales y anuales. Detectan una escasa correlación entre datos contables y rentabilidades en los intervalos más cortos, incrementándose a medida que aumenta el tamaño del período considerado. Lo que resulta coherente, a juicio de los autores, con la hipótesis de que existe un cierto retardo en la asimilación de la información económica contenida en los datos contables como consecuencia de los criterios de imputación y reconocimiento contable utilizados.

Ohlson y Penman [1992] con una metodología inspirada en el trabajo anterior, llevan a cabo un estudio empírico para tratar de determinar en qué medida el beneficio y otra información desagregada del balance de situación y de la cuenta de resultados, explican la rentabilidad del mercado. Para ello, establecen intervalos de tiempo de distinta amplitud: diez, cinco, dos, y un año. Los resultados muestran unos  $R^2$  bajos, pero crecientes según se incrementa el rango en años del intervalo estudiado. Asimismo, los signos de los coeficientes resultan los esperados, excepto en el gasto por impuesto, que en los intervalos más cortos, presenta un comportamiento dispar.

## 2. METODOLOGIA

En el trabajo realizado por Ansón y Pina [1994] la metodología de datos de panel ponía de manifiesto el incremento importante que experi-

mentaba la capacidad explicativa de las variables contables, al trabajar con medias para un período de diez años, con respecto a los resultados obtenidos para cada uno de ellos por separado. Este comportamiento ha servido de base y orientación al que desarrollamos a continuación, inspirado, básicamente, en la metodología utilizada por Easton y Harris [1991], Easton, Harris y Ohlson [1992], y Ohlson y Penman [1992] que aplican MCO a un conjunto de variables contables agregadas en función del número de años que abarque el intervalo de tiempo estudiado.

La definición de las variables dependiente e independientes, en términos agregados para un amplio intervalo de tiempo, pretende eliminar potenciales distorsiones en la medición del beneficio como consecuencia de los criterios de imputación y reconocimiento contable utilizados, como ya hemos comentado. Esta orientación resulta opuesta a la aplicada con mayor generalidad, que tiende a definir períodos de tiempo muy cortos con el fin de establecer pautas de comportamiento en función de la información y del momento en que se hace pública, que contribuyan a explicar y predecir la evolución futura de las variables estudiadas. En este tipo de trabajos el  $R^2$  casi nunca es mayor de 0,01, lo que demuestra la escasa capacidad explicativa de los modelos utilizados.

#### DESCRIPCIÓN DEL MODELO Y VARIABLES UTILIZADAS

Con el fin de contrastar las distintas hipótesis propuestas, hemos planteado varios escenarios:

1. Un primer escenario que estudia la relación entre la rentabilidad del mercado para un período de diez años, con respecto al agregado del beneficio ordinario de los nueve primeros y del beneficio ordinario observado en el décimo año.

$$R_{ij} = a + b Z_{kj} + c Z_{10j} + e_i$$

La variable dependiente del modelo ( $R_{ij}$ ) representa la rentabilidad del período (i) para la empresa (j), calculada a partir de la plusvalía generada por el incremento en la cotización de sus acciones a lo largo del período de análisis ( $P_{10j} - P_{0j}$ ), más los dividendos pagados en dicho período, así como la cotización de los derechos de suscripción correspondientes a ampliaciones de capital llevadas a cabo en el mismo:

$$P_{10j} - P_{0j} + \sum_{i=1}^{10} (D_{ij}) + \sum_{i=1}^{10} (DS_{ij})$$

$$P_{ij} = \frac{\quad}{P_{0j}}$$

La primera de las variables independientes ( $Z_{kj}$ ), es el beneficio agregado del período ( $k = i - 1$ ) para la empresa ( $j$ ) deflactado por el valor de mercado de la empresa en el primer año ( $MV_0$ ):

$$Z_{kj} = \frac{\sum_{k=1}^9 BO_{kj}}{MV_0}$$

y la segunda ( $Z_{10j}$ ) es el beneficio del año décimo para la empresa ( $j$ ) deflactado por el valor de mercado de la empresa en el primer año:

$$Z_{10j} = \frac{BO_{10j}}{MV_0}$$

Por pertenecer las empresas comprendidas en la muestra a distintos sectores, y presentar distintos tamaños, en la fórmula anterior se ha utilizado el valor de mercado como deflactor de las variables utilizadas con el fin de homogeneizar las mismas, y de esta forma evitar la heterocedasticidad en los residuos que implicaría un sesgo en los estimadores obtenidos.

El valor de mercado se ha calculado a partir del producto del número de acciones en que se encuentra dividido el capital de la sociedad, por su cotización en el momento inicial del período.

2. Un segundo escenario, en el que manteniendo la variable dependiente, pero utilizando como variables independientes el agregado del beneficio ordinario de dos períodos de cinco años, tratamos de delimitar otros intervalos de tiempo que habitualmente se utilizan para distribuir capitalizaciones contables, con el fin de establecer si este intervalo de tiempo es suficiente para que el mercado absorba las imputaciones convencionales que prevé el sistema contable español, así como los de la OCDE.

$$R_{ij} = a + b Z_{mj} + c Z_{nj} + e_t$$

donde  $Z_{mj}$  y  $Z_{nj}$  vienen representados respectivamente por:

$$Z_{mj} = \frac{\sum_{m=1}^5 (BO_{mj})}{MV_0} \quad \text{y} \quad Z_{nj} = \frac{\sum_{n=6}^{10} (BO_{nj})}{MV_0}$$

3. Un tercer escenario en el que hemos trabajado sobre los subconjuntos posibles (ventanas) de nueve, ocho, siete, cinco y tres años tomados consecutivamente.

$$R_{rj} = a + b Z_{r-1,j} + c Z_{sj} + e_t$$

donde  $R_{rj}$  representa la rentabilidad del período (r) para la empresa (j), siendo (s) el último año del intervalo:

$$R_{rj} = \frac{P_{sj} + \sum_{r=1}^s (D_{rj}) + \sum_{r=1}^s (DS_{rj}) - P_{0j}}{P_{0j}}$$

$Z_{r-1,j}$  es el beneficio agregado del período (r-1) para la empresa (j):

$$Z_{r-1,j} = \frac{\sum_{r=1}^{s-1} (BO_{r,j})}{MV_0};$$

y  $Z_{sj}$  el beneficio del último año (s) para la empresa (j):

$$Z_{sj} = \frac{BO_{sj}}{MV_0}$$

Con carácter alternativo a la consideración como variable independiente del beneficio ordinario, hemos reproducido los tres escenarios señalados, sustituyendo el mismo por los recursos generados por operaciones ordinarias en el ejercicio (RG), con el fin de determinar cuál de las dos formas de medición del excedente empresarial podía explicar mejor la evolución de la rentabilidad de las inversiones en el mercado de valores.



Los RG han sido calculados a partir del beneficio ordinario (BO), añadiéndole las dotaciones practicadas en el ejercicio para provisiones y amortización del inmovilizado:

$$RG_{ij} = BO_{ij} + (\text{Dot. Amort.}_{ij} + \text{Prov.}_{ij})$$

4. Finalmente, en un cuarto escenario hemos trabajado con la desagregación del beneficio en determinadas partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias, para intervalos alternativos de rentabilidad de uno, dos, cinco y diez años. Las variables consideradas como explicativas son: recursos generados, amortizaciones, provisiones, resultados extraordinarios, impuestos y dividendos. Todas ellas agregadas para el período de rentabilidad considerado en cada caso:

$$R_{r,ij} = a + b RG_{ij} + c AM_{ij} + d PR_{ij} + e EXT_{ij} + f IM_{ij} + g DIV_{ij} + e_t$$

siendo  $r = 1, 2, 5$  ó  $10$  años.

#### BASE DE DATOS

Está constituida por datos contables y bursátiles correspondientes a 37 empresas que cotizaron en bolsa de forma continuada durante los años 1980 a 1990.

La información bursátil disponible incluye, con una periodicidad mensual, cotizaciones de las acciones, dividendos y en su caso, cotización de los derechos de suscripción.

### 3. ANALISIS DE RESULTADOS

Los resultados relativos al primer escenario en el que tomábamos como variable dependiente la rentabilidad global para los diez años estudiados y como explicativas, el agregado del BO o RG para los nueve primeros y el valor de la variable contable correspondiente para el décimo, vienen reflejados en el cuadro n.º 1. En él se recogen los coeficientes estimados por cada modelo, el estadístico «t» de cada uno, el coeficiente de correlación lineal entre la variable dependiente y cada una de las independientes, y por último, el  $R^2$  que nos indica la bondad del ajuste de cada uno de los modelos.

Tal como puede observarse el BO agregado muestra una «t» significativa, al 95%, lo que pone de manifiesto la capacidad explicativa de esta variable con respecto al comportamiento de la rentabilidad global del accionista. Asimismo, este escenario presenta un  $R^2$  del 50% que podríamos considerar relevante, dados los niveles habituales en este tipo de trabajos.

CUADRO N.º 1

## RESULTADOS PARA EL PERIODO AGREGADO DE 10 AÑOS

	$\Sigma BO$	BO1	$R^2$	$\Sigma RG$	RG1	$R^2$
Coef. ....	0,54	0,34	0,50	0,30	0,53	0,55
(t) ....	2,87	0,66		2,36	1,20	
Corr. ....	0,70	0,61		0,73	0,69	

Este comportamiento se repite cuando estimamos el modelo, utilizando como variable explicativa los recursos generados (RG) en lugar del BO. En ambos casos, la variable significativa es el agregado para los nueve primeros, no resultando en ningún caso relevante el valor del último año que hemos introducido en el modelo de forma individual.

El análisis de correlación lineal entre las variables explicativas y la variable dependiente confirma estos resultados, mostrando mayor correlación las variables agregadas que las individuales.

En este escenario se confirma nuestra hipótesis de partida, mostrándose explicativa la variable que recoge el resultado agregado. Presentando, además, un  $R^2$  considerablemente alto para este tipo de trabajos, lo que pone de manifiesto que el BO, o en su caso, los RG, explican en el período estudiado, el 50% del comportamiento de la rentabilidad de las acciones de las empresas utilizadas.

CUADRO N.º 2  
RESULTADOS AGREGANDO EL BO (RG)  
EN DOS PERIODOS DE CINCO AÑOS

	BOA	BOB	R <sup>2</sup>	RGa	RGB	R <sup>2</sup>
Coef. ....	0,69	0,51	0,51	0,91	0,32	0,59
(t) ....	2,02	5,87		3,13	6,08	
Corr. ....	-0,06	0,66		0,41	0,69	

Utilizando como variables explicativas los BO agregados de los dos subperíodos de cinco años considerados (BOA y BOB), observamos que ambas variables se muestran significativas, tanto en el caso del BO como en los RG. Los R<sup>2</sup> se sitúan en un nivel similar al anterior del 51% y 59% respectivamente.

A pesar de que las variables correspondientes a ambos períodos se muestran significativas, las relativas al último presentan una «t» y una correlación más alta. Esto parece indicar que los períodos más recientes tienen un peso específico mayor en la definición final de la rentabilidad.

Al igual que en el primer escenario, en este segundo se confirma la hipótesis inicialmente planteada, ampliándose la significatividad a los dos subperíodos agregados, con un R<sup>2</sup> del 51% para el BO y del 59% para los RG, ligeramente más altos que en el escenario anterior.

El Anexo I recoge los resultados del tercer escenario, en el que hemos definido los subperíodos posibles para intervalos de nueve, ocho, siete, cinco y tres años consecutivos, creando de esta forma una «ventana» con la que pretendemos contrastar si la capacidad explicativa de las variables independientes depende del tamaño del período considerado y/o de su situación en el tiempo, o si por el contrario, no es posible determinar una pauta de comportamiento estable.

Con carácter general para todos los subperíodos considerados, el comportamiento de las variables explicativas es el esperado por lo que a su signo se refiere. Únicamente en tres de los veintitrés subperíodos definidos presenta el BO agregado un signo negativo, circunstancia que en el caso de la ventana «3 años (6:8)» bien podría deberse a la existencia de multicolinealidad por presentar las variables independientes una correlación del 0,91.

Con respecto al resto, en líneas generales, parece apreciarse una tendencia a trasladar la significatividad de las variables agregadas a las individuales a medida que se va reduciendo el período de análisis.

Así en la ventana de nueve años se muestran significativas las variables agregadas de BO y RG, mientras que sólo una variable individual lo es. En la siguiente ventana de ocho años, la tendencia empieza a modificarse en la variable BO, equilibrándose la significatividad entre la magnitud agregada y la individual. Por el contrario, los RG reflejan una mayor estabilidad, puesto que tanto en esta ventana como en la anterior, resultan significativas únicamente las variables agregadas.

En las ventanas definidas para el subperíodo de siete años comienza a predominar la significatividad de las variables independientes, tanto en el BO como en los RG. Este comportamiento se generaliza para las ventanas de cinco y tres años, en las que prácticamente la totalidad de variables significativas son individuales, y únicamente en casos excepcionales lo son también las agregadas.

El cambio de tendencia comentado se encuentra acompañado de un fluctuación importante de los  $R^2$ . Así, en el subperíodo de tres años oscila en el caso de los RG entre un 2% y un 86%. Y en el subperíodo de cinco años, en el caso del BO, oscila entre el 25% y el 78%. En general, las mayores fluctuaciones comienzan a aparecer en los subperíodos donde se alterna la significatividad de las variables agregadas e individuales, lo que es coherente con los resultados obtenidos en los trabajos realizados sobre rentabilidad y datos contables, en los que se pone de manifiesto que la capacidad explicativa de las variables independientes disminuye a medida que se reduce el período de agregación considerado.

Los resultados obtenidos en el cuarto de los escenarios, en el que pretendíamos contrastar la capacidad explicativa de diversos componentes del beneficio ordinario con respecto a la rentabilidad de las acciones, han puesto de manifiesto la escasa significatividad de estas variables en todos los años estudiados, mostrando un comportamiento muy irregular y poco relevante. No obstante, en los casos que resultaban significativas alguna de las variables consideradas, el signo de sus coeficientes respectivos era siempre el esperado. Por ello, podemos afirmar que las variables desagregadas del beneficio ordinario aportan un contenido informativo inferior al del propio beneficio globalmente considerado, y por lo tanto, también inferior al de la variable recursos generados.

#### 4. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este trabajo nos hemos propuesto contrastar si los datos contables tomados en forma agregada explican mejor que los individuales la evolución de la rentabilidad de las acciones que cotizan en el mercado de valores. Partimos de la hipótesis de que una de las razones que podrían justificar que los resultados de los MCO aplicados al estudio de esta relación, sean tan poco representativos, radica en que los criterios contables de imputación y cuantificación utilizados para calcular el beneficio, cuando se toman intervalos de tiempo anuales, introducen un elemento de imprecisión en el mismo que es detectado y descontado por el mercado. El mencionado elemento de imprecisión resultaría compensado cuando se toman períodos de tiempo suficientemente largos, con lo que los MCO ganarían en capacidad explicativa cuanto mayores fueran los mismos.

Esta hipótesis se ha visto plenamente confirmada por los resultados obtenidos en los escenarios que han utilizado variables independientes agregadas en los intervalos de tiempo más largos, presentando éstas el comportamiento esperado en cuanto a signo y significatividad, así como  $R^2$  importantes.

Con el fin de establecer la sensibilidad del modelo con respecto a la amplitud de los períodos de tiempo utilizados en la agregación de los datos contables, hemos definido «ventanas» de diversos tamaños, contrastando, de esta manera, la hipótesis anterior sobre todos los subperíodos posibles que podían formarse, tomando una serie de años consecutivos. Los resultados reflejan un incremento en la inestabilidad del comportamiento de las variables agregadas e individuales a medida que se reducía el número de años agregados, así como un incremento en el rango de los valores mínimos y máximos de  $R^2$ , lo que indica una oscilación importante en el valor del mismo, circunstancia que resta fiabilidad al modelo para explicar los comportamientos planteados en las hipótesis iniciales.

Por otro lado, se ha comprobado que para los mismos períodos de tiempo considerados, los modelos en los que las variables explicativas son los recursos generados, presentan por norma general un poder explicativo ligeramente superior que aquellos en los que se toma el beneficio ordinario como variable independiente, fundamentalmente en los escenarios en los que la agregación se realiza para un mayor número de años. Además los modelos en los que la variable independiente son los

recursos generados presentan una mayor estabilidad en su poder explicativo cuando se reduce el número de años considerado.

Asimismo, en el presente trabajo hemos tratado de determinar el contenido informativo de diversas variables contables desagregadas del beneficio neto de las empresas, con el fin de contrastar si las mismas predicen mejor que el beneficio la evolución de la rentabilidad de las acciones en el mercado de valores. Los resultados ponen de manifiesto que los componentes del beneficio no explican mejor que el beneficio ordinario o los recursos generados la rentabilidad de las acciones, presentando tanto unos como otros una escasa capacidad explicativa, cuando están referidos a intervalos de tiempo cortos, como son los años naturales.

#### BIBLIOGRAFIA

- ANSÓN, J. A., y PINA, V. (1994): «Contenido informativo de la información económica y financiera para evaluar la rentabilidad empresarial», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 78, pp. 143-157.
- BALL, R., y BROWN, P. (1968): «An empirical evaluation of accounting income numbers», *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 300-323.
- BEAVER, R., y DUKES, R. (1972): «Interperiod tax allocation earnings expectations and the behavior of security prices», *Accounting Review*, vol. 6, supplement, pp. 320-333.
- BERNAD, V. L., y STOBER, T. L. (1989): «The nature and amount of information in cash flows and accruals», *The Accounting Review*, vol. LXIV, n.º 4, pp. 624-652.
- EASTON, P., y HARRIS, T. (1991): «Earning as an explanatory variable for returns», *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 19-35.
- EASTON, P.; HARRIS, T., y OHLSON, J. (1992): «Aggregate accounting earning can explain most of security returns», *Journal of Accounting and Economics*, n.º 15, pp. 119-142.
- EMMANUEL, C., y OTLEY, D. (1985): *Accounting for management control*, Van Nostrand Reinhold.
- FERRARA, W. (1976): «Accounting for performance evaluation and decision making», *Management Accounting*, december, pp. 13-19.
- IJIRI, Y. (1978): «Cash Flow accounting and its structure», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, summer, pp. 331-348.
- KAPLAN, R. (1983): «Measuring manufacturing performance: A new challenge for managerial accounting research», *The Accounting Review*, october, pp. 686-705.
- (1984): «The evolution of management accounting», *The Accounting Review*, july, pp. 390-418.
- OHLSON, J., y PENMAN, S. (1992): «Dissaggregated accounting data as explanatory variables for returns», *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 7, n.º 4, pp. 553-573.
- WARDRIED, T., y WILD, J. (1992): «Accounting recognition and the relevance of earning as an explanatory variable for returns», *The Accounting Review*, october, pp. 821-842.
- WILSON, G. P. (1985): *The incremental information content of accruals and cash flows after controlling for earnings*, Tesis Doctoral, Carnegie-Mellon University.

ANEXO 1  
RESULTADOS DE LOS SUBPERIODOS

	$\Sigma BO$	BO1	$R^2$	$\Sigma RG$	RG1	$R^2$
9 años (1:2)						
Coef. ....	0,86	1,13	0,62	0,81	0,32	0,70
(t) ....	3,11	2,68		4,34	0,84	
Corr. ....	0,74	0,72		0,83	0,73	
9 años (2:2)						
Coef. ....	0,48	0,34	0,55	0,26	0,44	0,52
(t) ....	3,05	0,76		1,99	0,96	
Corr. ....	0,73	0,65		0,71	0,68	
8 años (1:3)						
Coef. ....	0,40	2,30	0,67	0,59	1,23	0,71
(t) ....	1,58	7,20		2,81	3,77	
Corr. ....	0,41	0,80		0,77	0,80	
8 años (2:3)						
Coef. ....	0,65	1,38	0,69	0,56	0,71	0,66
(t) ....	2,62	3,83		2,61	1,74	
Corr. ....	0,75	0,79		0,79	0,77	
8 años (3:3)						
Coef. ....	0,68	-0,12	0,29	0,39	0,19	0,29
(t) ....	3,10	-0,24		2,43	0,40	
Corr. ....	0,53	0,29		0,54	0,41	
7 años (1:4)						
Coef. ....	-1,12	2,97	0,69	0,19	1,92	0,72
(t) ....	-0,63	8,83		1,07	7,04	
Corr. ....	-0,02	0,83		0,57	0,84	
7 años (2:4)						
Coef. ....	0,39	2,32	0,72	0,47	1,34	0,69
(t) ....	1,64	8,33		1,88	3,98	
Corr. ....	0,39	0,83		0,73	0,81	
7 años (3:4)						
Coef. ....	0,75	1,40	0,35	0,59	0,93	0,39
(t) ....	2,07	2,57		2,03	1,83	
Corr. ....	0,48	0,52		0,57	0,56	

ANEXO I  
RESULTADOS DE LOS SUBPERIODOS (Cont.)

	$\Sigma$ BO	BO1	R <sup>2</sup>	$\Sigma$ RG	RG1	R <sup>2</sup>
7 años (4:4)						
Coef. (*) .....	0,35	0,13	0,36	0,22	0,21	0,37
(t) (*) .....	2,29	0,29		1,82	0,50	
Corr. ....	0,66	0,63		0,67	0,67	
5 años (1:6)						
Coef. ....	0,05	0,65	0,25	0,19	0,63	0,51
(t) ....	0,50	2,47		2,07	3,25	
Corr. ....	0,35	0,50		0,59	0,66	
5 años (2:6)						
Coef. ....	-0,61	3,14	0,67	-0,3	2,53	0,66
(t) ....	-3,18	7,74		-1,15	7,92	
Corr. ....	-0,30	0,75		0,18	0,80	
5 años (3:6)						
Coef. ....	-0,26	3,17	0,41	0,29	2,08	0,41
(t) ....	-0,94	4,78		0,94	4,39	
Corr. ....	-0,12	0,62		0,29	0,63	
5 años (4:6)						
Coef. ....	-0,03	2,34	0,64	0,32	1,45	0,64
(t) ....	-0,09	5,95		0,76	2,82	
Corr. ....	0,51	0,80		0,74	0,79	
5 años (5:6)						
Coef. (*) .....	0,13	1,74	0,78	0,12	1,35	0,77
(t) (*) .....	0,32	2,56		0,36	1,94	
Corr. ....	0,86	0,88		0,85	0,88	
5 años (6:6)						
Coef. ....	0,04	1,68	0,72	-0,04	1,59	0,72
(t) ....	0,27	2,91		-0,32	3,16	
Corr. ....	0,81	0,85		0,80	0,85	
3 años (1:8)						
Coef. ....	0,11	0,21	0,14	0,12	0,41	0,34
(t) ....	1,08	1,76		1,64	3,40	
Corr. ....	0,25	0,33		0,35	0,54	



ANEXO 1  
RESULTADOS DE LOS SUBPERIODOS (Cont.)

	$\Sigma$ BO	BO1	R <sup>2</sup>	$\Sigma$ RG	RG1	R <sup>2</sup>
3 años (2:8)						
Coef. ....	-0,04	0,15	0,03	0,06	0,31	0,14
(t) ....	-0,2	0,78		0,39	1,86	
Corr. ....	0,11	0,17		0,23	0,37	
3 años (3:8)						
Coef. ....	0,03	0,15	0,02	0,18	0,42	0,19
(t) ....	0,19	0,44		1,02	1,49	
Corr. ....	0,13	0,14		0,37	0,41	
3 años (4:8)						
Coef. ....	-0,98	2,67	0,66	-0,47	2,27	0,64
(t) ....	-3,09	7,13		-1,10	7,87	
Corr. ....	-0,39	0,75		0,07	0,79	
3 años (5:8)						
Coef. (*) .....	-2,6	4,57	0,88	-1,74	3,62	0,86
(t) (*) .....	-4,53	11,23		-2,39	5,64	
Corr. ....	0,74	0,91		0,86	0,91	
3 años (6:8)						
Coef. (*) .....	-1,11	3,51	0,84	0,92	2,92	0,85
(t) (*) .....	-1,33	4,23		-1,14	3,21	
Corr. ....	0,88	0,91		0,89	0,91	
3 años (7:8)						
Coef. ....	-1,20	0,83	0,05	-1,50	1,12	0,11
(t) ....	-1,20	0,54		-2,08	1,07	
Corr. ....	-0,22	-0,11		-0,29	-0,07	
3 años (8:8)						
Coef. ....	-0,13	2,02	0,35	-0,59	1,86	0,34
(t) ....	-0,28	3,66		-1,60	3,81	
Corr. ....	0,31	0,59		0,26	0,54	