

J. A. Ansón  
Lapeña,  
M.<sup>a</sup> P. Brusca  
Burriel y M.<sup>a</sup> I.  
Brusca Alijarde

*Departamento  
de Contabilidad  
y Finanzas  
de la Universidad  
de Zaragoza*

# UTILIDAD DE LA INFORMACION CONTABLE PARA EVALUAR LA RENTABILIDAD DE SOCIEDADES DOMINANTES: PAPEL DE LA INFORMACION CONSOLIDADA FRENTE A LA INDIVIDUAL (\*)

*Resumen.—Palabras clave.—Abstract.—Keywords—1. Introducción.—2. Trabajos previos.—3. Metodología: 3.1. Muestra y datos. 3.2. Definición de las variables. 4. Análisis de resultados.—5. Conclusiones.—Bibliografía.*

## RESUMEN

EL presente trabajo investiga la utilidad de los estados financieros para evaluar la rentabilidad de las acciones de las sociedades dominantes de grupos empresariales, en el marco del mercado bursátil español, al objeto de, por una parte, comparar la información individual de dicha sociedad con la elaborada a nivel consolidado para el grupo en su conjunto, y por otra, analizar qué variables resultan más relevantes en la formación del precio de las acciones, si las elaboradas con criterio de devengo o las de flujos de caja.

Los resultados obtenidos en el estudio, nos indican la necesidad de utilizar información consolidada para conocer adecuadamente la situación económico-financiera de la entidad analizada, así como, que tanto

(\*) Este estudio se ha realizado en el marco del proyecto de investigación UZ96-SOC-02 sobre «Utilidad de la información consolidada para la valoración de los grupos de empresas» financiado por la Universidad de Zaragoza.

la información de devengo como la de flujos de caja tienen contenido informativo, aunque superior en el caso de la segunda.

### PALABRAS CLAVE

Información consolidada, utilidad información contable, información de devengo, información de flujos de caja.

### ABSTRACT

This paper examines the usefulness of financial statements in order to determine the parent company stock returns in the Spanish stock market. The purpose is twofold. By one hand, individual and consolidated accounts are analysed to explore the existence of significant differences in the information transmission procedure. On the other hand, accrual measures and *cash flow* measures are compared to study their corresponding relevance degree.

The results suggest the use of consolidated information in analysing the company financial and economic situation. Moreover, both *cash flow* and accruals measures have significant explanatory power in the security price formation. Nevertheless, operating *cash flow* exhibits more information content than accrual measures.

### KEYWORDS

Consolidated statements, accounting usefulness, accruals, *cash flow* measures.

## 1. INTRODUCCION

Parece existir acuerdo en que el valor de una empresa viene determinado por los flujos de caja que la misma será capaz de generar con la explotación de su actividad. Además, en un mercado de capitales eficiente en el que los inversores toman sus decisiones de forma racional, la coti-

zación de las acciones de la empresa es un buen estimador del valor presente de los flujos de caja futuros. Por ello, si se demuestra la existencia de una relación entre la información contable y dicha cotización, quedaría comprobado que esa información es útil para estimar los flujos de caja futuros que va a generar la entidad, y, por tanto, para determinar el valor de la empresa.

No obstante, el problema surge al considerar qué tipo de información contable es más relevante, si la elaborada con criterio de devengo o la elaborada con criterio de caja. En las últimas décadas se ha producido una crítica a la información obtenida mediante la aplicación del principio de devengo, al considerar que los beneficios empresariales pueden ser poco significativos para predecir la evolución de la empresa en el futuro. Esto puede ser debido fundamentalmente a dos causas: por un lado, los procedimientos de imputación y registro, condicionados por las normas contables y en no pocas ocasiones fiscales; y, por otro, las distorsiones o manipulaciones voluntarias que la propia empresa hubiera introducido en su determinación.

Las normas contables permiten en ocasiones reflejar un mismo hecho de distintas maneras. El propio Plan General de Contabilidad (PGC) establece entre sus principios contables el de uniformidad, que impide el cambio en los criterios de contabilización a lo largo del tiempo, debiendo informar del efecto cuantitativo que pueda producir cualquier variación introducida. No obstante, es posible encontrar situaciones en que las empresas aprovechando la ambigüedad de las normas, modifican los criterios de contabilización manteniendo ocultas las consecuencias producidas.

Así, mediante el cambio en los criterios contables, se pretende llegar a obtener el beneficio más favorable para los intereses de la empresa. Lo más habitual es que la empresa persiga una estabilidad en sus resultados a lo largo del tiempo, evitando grandes oscilaciones que son percibidas como un mayor riesgo por los potenciales inversores, razón por la que se tiende a la nivelación o alisamiento de los beneficios.

Esta forma de proceder, que se ha denominado contabilidad creativa, es de gran utilización por las empresas, fundamentalmente con el objetivo de manipular la variable beneficio. El principal elemento de manipulación del beneficio es el reconocimiento de los gastos, y principalmente aquellos que no llevan asociada una salida de tesorería, es decir, las provisiones y las amortizaciones. Así, son prácticas habituales las consistentes en alargar o acortar la vida útil de los distintos elementos de inmovilizado con el fin de disminuir o aumentar la dotación a la amortización correspondiente. Otra práctica también utilizada consiste en do-

tar mayores provisiones de las necesarias en aquellos años en los que existen pérdidas, y que, por tanto, la imagen de la empresa ya está deteriorada, para aplicarlas en los ejercicios siguientes, dando de esta forma una imagen de recuperación.

Estas deficiencias observadas en la determinación del beneficio han llevado a que los distintos organismos reguladores internacionales se hayan inclinado en los últimos años a exigir información que refleje la situación actual y evolución retrospectiva de los medios líquidos disponibles, como complemento a la información obtenida mediante la aplicación del principio de devengo.

Por otro lado, esta problemática se ve incrementada cuando se considera la utilidad de la información contable elaborada por sociedades dominantes de grupos empresariales, existiendo un debate sobre la relevancia de la información individual frente a la suministrada por los estados financieros consolidados. Hay que considerar, que si se trata de sociedades cotizadas en Bolsa, la cotización de las acciones recogerá las expectativas sobre flujos de caja futuros que el grupo será capaz de generar en su conjunto, por lo que los estados financieros individuales constituyen una fuente de información insuficiente.

La característica principal delimitadora del concepto de grupo es la existencia de unidad de decisión que conduce a la unidad económica. Por ello, aunque desde una perspectiva jurídica se detecten en el grupo varias empresas, bajo un plano económico constituye una sola entidad, donde las empresas enmarcadas dentro del grupo se encuentran sometidas a unas reglas de actuación comunes, previamente establecidas por la dirección del mismo.

Por esta razón, los estados consolidados constituyen el único medio de obtener una visión de la realidad económica del conjunto. Esta información surge igualmente en un intento de mejorar las deficiencias y limitaciones que presentan los estados individuales de las diferentes empresas que componen el grupo, al obtener bajo las cifras consolidadas no sólo una visión globalizada del patrimonio, situación financiera y resultados del grupo, sino también neta, es decir, una vez canceladas las posiciones y transacciones desarrolladas en el interior del grupo.

En este contexto, el presente trabajo pretende alcanzar un doble objetivo. En primer lugar, queremos contrastar empíricamente la utilidad de la información que proporcionan las cuentas consolidadas del grupo, frente a las individuales de la sociedad dominante, con el objetivo de ratificar las limitaciones que podemos encontrar en la valoración de forma aislada de dicha compañía. En segundo lugar, analizar qué variables resultan más relevantes en la valoración de las acciones de la sociedad que

se encuentra al frente de un grupo empresarial, si las elaboradas con criterio de devengo o con criterio de caja.

## 2. TRABAJOS PREVIOS

Desde el trabajo de Ball y Brown [1968], que podemos considerar como pionero en este campo, y en el que se comprobaba que la información contable, y más concretamente los beneficios, son parte de la información utilizada en la formación de precios en el mercado, han sido numerosos los estudios que inspirados en esta idea han tratado de obtener evidencia empírica sobre el contenido informativo de los estados financieros en relación al mercado de capitales.

En particular, los trabajos sobre la utilidad e impacto de la información contable en el mercado de capitales se han centrado fundamentalmente en dos aspectos: estudio de la capacidad del beneficio y sus componentes como variables explicativas, y contrastación del incremento informativo de las variables de flujos de tesorería respecto a las variables calculadas con criterio de devengo.

Los resultados obtenidos en la primera línea de investigación ponen de manifiesto que efectivamente el resultado contable y sus componentes tienen impacto en el precio de mercado y rentabilidad de las acciones, aunque inferior al que en un primer momento podría esperarse. En esta línea se enmarcan los trabajos de Easton [1985] y Lipe [1986], evidenciando este último que los componentes del beneficio tienen capacidad explicativa por sí mismos y superior al propio beneficio.

Pueden igualmente destacarse algunos trabajos dirigidos a comparar la capacidad explicativa de los beneficios en relación al cambio en éstos, comprobando que ambas variables influyen significativamente en la rentabilidad de las acciones, aunque los resultados son mixtos y no existe consenso sobre cuál tiene mayor contenido informativo [Easton y Harris, 1991; Strong, 1993].

Otras aportaciones han estado dirigidas al estudio del contenido informativo de los beneficios agregados de amplios intervalos de tiempo respecto al beneficio anual o sus variaciones. Así, Easton, Harris y Ohlson [1992] evidencian que, aunque con un  $R^2$  bajo, la correlación con el precio de los títulos es mayor si se utilizan intervalos de mayor rango. Conclusiones similares son obtenidas por Warfield y Wild [1992] y Ohlson y Penman [1992], detectando baja correlación entre los datos conta-

bles y rentabilidades, pero crecientes según se incrementa el rango en años del intervalo estudiado.

Además, cabe señalar que junto a las variables de beneficios, algunos han utilizado otras variables del balance de situación, como, por ejemplo, Wild [1992], que estudia no sólo el contenido informativo de los beneficios, sino también el del activo neto. Los resultados implican que los componentes, fruto de la desagregación de ambas variables, proporcionan unos  $R^2$  superiores a los obtenidos en los modelos que usan las variables agregadas.

En relación a la segunda línea de trabajos, y aunque sus resultados no son concluyentes, en general se observa un mayor contenido informativo para las variables calculadas con criterio de devengo que para las variables de flujos de caja, aunque estas últimas también presentan en ocasiones un incremento adicional de la capacidad explicativa de los datos contables.

En esta línea se sitúa el trabajo de Wilson [1985] (1), llegando a la conclusión de que las variables elaboradas con criterio de devengo contienen más información que las elaboradas con criterio de flujo de caja. Estos resultados, posteriormente replicados por Bernad y Stober [1989], han sido confirmados más recientemente por otros autores, como Charitou y Ketz [1990], Ballas [1992], Dechow [1994] y Ali y Pope [1995].

Otros autores, como Bowen *et al.* [1987] y Ho [1988] obtienen que las variables de beneficio y flujos de caja tienen contenido informativo propio, aunque el último autor ratifica que éste es superior en el beneficio. Sin embargo, en el trabajo Arnold *et al.* [1990] es la variable capital circulante de las operaciones la que manifiesta una mayor capacidad predictiva. De cualquier forma, y como ratifica Ali [1994], en buena parte de los trabajos mencionados se comprueba que las tres variables señaladas tienen contenido informativo adicional para explicar la rentabilidad de los títulos.

En los últimos años este tipo de estudios desarrollados con anterioridad en el ámbito anglosajón, se han extendido a otros países, desprendiéndose resultados que en líneas generales no distan excesivamente de los anteriores, obteniéndose en todos ellos de una u otra forma, evidencia de la capacidad explicativa de la información contable para la valoración de acciones (2).

(1) Véase también WILSON [1986] y WILSON [1987].

(2) Véase a modo de ejemplo DUMOTIER y LABELLE [1994] en Francia; MARTIKAINEN *et al.* [1992] y MARTIKAINEN y PUTTONEN [1993] en Finlandia; KOKUBU y KUTSUNA [1994] en Japón; OLBERT [1994] en Suecia.

En el contexto español, pueden destacarse los trabajos de Ansón [1994], Ansón y Pina [1994, 1995], Monterrey y Pineda [1996] y Larrán [1996], cada uno de ellos con distinta orientación. Así, Ansón comprueba que la información de flujos financieros es más relevante para los accionistas que la elaborada con criterio de devengo, ya que es el capital circulante de las operaciones la que se manifiesta con mayor capacidad explicativa.

Estos resultados son un complemento a los obtenidos en Ansón y Pina [1994] que, utilizando medias de las variables para una serie temporal de diez años, evidencian que las variables elaboradas con criterio de devengo, y concretamente la autofinanciación, explican mejor la rentabilidad de las empresas que las variables de flujos de caja. Tales resultados, ratificados en un trabajo posterior de los autores, ponen de manifiesto que si se utilizan variables medias o agregadas para un horizonte temporal amplio, los flujos de caja quedan relegados a un segundo plano, siendo entonces las variables de devengo las que aparecen como más explicativas, debido a que a largo plazo se elimina el efecto de algunos criterios de reconocimiento e imputación de gastos e ingresos [Ansón y Pina, 1995].

A su vez, lo anterior se confirma también en el trabajo de Monterrey y Pineda [1996], comprobando que tanto el cambio en los resultados como los resultados acumulados de tres y cuatro ejercicios aportan mayor contenido informativo que los resultados anuales.

Por otro lado, Larrán [1996] manifiesta que las variables que tradicionalmente se han utilizado por los analistas como subrogados de los flujos de caja están asociadas de una forma significativa con el beneficio y, por tanto, difícilmente aportan información adicional a éste. Esta afirmación es contrastada empíricamente, comprobándose que las variables capital circulante de las operaciones y flujos de caja operativos tienen un contenido informativo propio y diferente, la primera asociada a la dimensión económica de la empresa, mientras que la segunda informaría de la dimensión financiera, aspectos ambos a considerar al analizar la supervivencia de la empresa.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. MUESTRA Y DATOS

El estudio ha sido realizado sobre una muestra constituida por 59 empresas, todas ellas dominantes de grupos consolidables, que cotizaron en

bolsa de forma continuada durante los años 1991 a 1994 (3), y pertenecientes a todos los sectores de la economía a excepción del financiero, por ser éste un sector regulado por normas específicas.

Si bien el número de empresas de la muestra puede parecer pequeño, dado que en la actualidad son más de 250 los grupos que cotizan en bolsa, hemos optado por trabajar con los más significativos, ya que representan el 85,49 por 100 de las empresas no financieras que configuran el Índice General de la Bolsa de Madrid en el año 1994.

De cada empresa disponemos información contable y bursátil. Los datos contables están constituidos por las cuentas anuales individuales y consolidadas depositadas por las sociedades en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La información bursátil comprende las cotizaciones, dividendos anuales y derechos de suscripción de las sociedades objeto de estudio.

### 3.2. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

La variable dependiente que utilizamos recoge la rentabilidad de las acciones de las empresas estudiadas en el mismo período para el que están referidos los datos contables.

$$R_i = \frac{P_t + D + D_s - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

donde  $P_t$  es el precio de las acciones al final del ejercicio,  $D$  son los dividendos pagados,  $D_s$  los derechos de suscripción cotizados, en los casos que se haya producido ampliación de capital a lo largo del ejercicio, y  $P_{t-1}$  es el precio de las acciones al comienzo del ejercicio.

Las variables explicativas utilizadas se corresponden con distintas medidas alternativas del resultado empresarial, y han sido calculadas tomando como base tanto los estados financieros de la sociedad dominante como los consolidados del grupo.

En primer lugar, hemos definido tres variables calculadas con criterio de devengo, el beneficio ordinario (BO), obtenido por diferencia entre los ingresos y gastos de la actividad principal y financieros; el beneficio neto (BN), añadiendo al anterior los resultados extraordinarios y descontando

---

(3) El período analizado comienza en el ejercicio 1991, al existir obligación de formular estados consolidados para los ejercicios cerrados con posterioridad al 31 de diciembre de 1990.



el gasto por impuesto de sociedades, y la variable autofinanciación (AF), definida como el beneficio ordinario más las dotaciones del ejercicio para amortizaciones del inmovilizado y provisiones tanto a largo como a corto plazo.

En relación a los flujos financieros hemos definido dos variables, los flujos de caja operativos (FCO) y los recursos generados por la explotación (RG), utilizados tradicionalmente como subrogado de los anteriores. En aquellos casos en que las sociedades presentan cuadro de financiación, la variable recursos generados, tanto a nivel individual, como consolidado, se ha tomado directamente de dicho estado (4). Por contra, en los casos en los que no se dispone de cuadro de financiación consolidado, hemos procedido al cálculo de la variable partiendo del beneficio neto y realizando los ajustes propuestos por el PGC, teniendo en cuenta además los ajustes derivados de partidas específicas procedentes del proceso de consolidación, tales como amortización del fondo de comercio, imputación a resultados de la diferencia negativa, así como los beneficios o pérdidas de las sociedades puestas en equivalencia (5).

El cálculo de los flujos de caja operativos se ha realizado a partir de los recursos generados, ajustando los cambios producidos en partidas del capital circulante vinculadas con operaciones ordinarias, excluida la tesorería e inversiones financieras temporales. En el caso de los consolidados se han ajustado además los resultados de conversión, que deben eliminarse en su totalidad al no generar movimiento de tesorería (6).

Por tanto, disponemos en total de diez variables, con las que hemos definido otros tantos modelos, con el fin de comprobar la capacidad explicativa de cada una de ellas en relación a la variable dependiente. La razón por la que no se han incluido todas las variables en el mismo modelo es evitar problemas de multicolinealidad, dado que es alta la correlación que presentan algunas de las variables explicativas entre sí.

---

(4) Téngase en cuenta, que si bien el cuadro de financiación individual es de obligada presentación para todas las empresas de la muestra, la elaboración y publicación del consolidado es facultativa.

(5) En relación a los resultados de conversión, que surgen en el proceso de convertir aquellos estados que se encontraban expresados en moneda distinta a la de consolidación, deberían haberse ajustado las diferencias surgidas de partidas cuyo vencimiento sea a largo plazo. Sin embargo, al no disponer de información sobre la procedencia de dicha diferencia, no se ha podido ajustar el beneficio consolidado para el cálculo de los recursos generados.

(6) Para un análisis más detallado del cálculo de los flujos de caja operativos consolidados, puede verse CONDOR y BLASCO [1995].

Además, para evitar problemas de heterocedasticidad, hemos deflactado todas las variables, utilizando el valor de mercado de la empresa al final del año anterior, técnica habitualmente empleada en este tipo de trabajos.

En consecuencia, los modelos definidos adoptarán la siguiente expresión:

$$R_{it} = a + b \frac{X_{it}}{V_{it-1}} + u_{it}$$

donde:

- $R_{it}$  = Rentabilidad de las acciones de la empresa  $i$  en el período  $t$ .
- $V_{it-1}$  = Valor de mercado de la empresa  $i$  al final del período  $t-1$ .
- $X_{it}$  = Valor que toma la variable contable utilizada para la empresa  $i$  en el período  $t$ .
- $a, b$  = Parámetros del modelo.
- $u_{it}$  = Perturbación aleatoria.

La metodología utilizada para la estimación de los modelos planteados es la de datos de panel, donde la unidad de observación varía en dos dimensiones, englobando las técnicas de corte transversal y de series temporales, lo cual nos va a permitir realizar distintos contrastes de homogeneidad de los parámetros. La razón fundamental de emplear esta metodología es que permite ampliar notablemente el número de observaciones, al trabajar conjuntamente con la información de todas las empresas para todos los años considerados, mejorando, por tanto, la fiabilidad de las estimaciones. En nuestro estudio, dado que disponemos de una muestra de 59 empresas con información de tres años para cada una de ellas (7), el número total de observaciones para la estimación de los modelos es 177.

#### 4. ANALISIS DE RESULTADOS

Las estimaciones del modelo *Total*, recogidas en la Tabla 1, son el resultado de aplicar MCO a todas las observaciones de la muestra, por lo que presupone que los parámetros permanecen constantes para todas las

(7) De los cuatro años de que disponemos información, el primero se utiliza para el cálculo de los flujos de caja operativos.

empresas a lo largo del tiempo, lo que es equivalente a considerar que no existen comportamientos diferenciales entre las distintas empresas.

A la vista de los resultados, se comprueba que la información de los estados financieros individuales de la sociedad dominante carece de relevancia, dado que ninguno de los coeficientes de las variables analizadas resulta significativo. Esto implica que dicha información no es considerada por el mercado a la hora de fijar el precio de las acciones, o lo que es lo mismo, el mercado no reacciona ante la misma.

TABLA 1

RESULTADOS DE LA ESTIMACION DE LOS MODELOS AGREGADOS

VARIABLES INDIVIDUALES	a	t-est <sup>1</sup>	b	t-est <sup>1</sup>	R <sup>2</sup> (%)	F-est <sup>2</sup>
BO	0,14	3,34	-0,12	-1,31	0,98	0,76
BN	0,14	3,36	0,02	0,29	0,05	1,11
AF	0,15	3,54	-0,11	-1,09	0,68	1,13
RG	0,14	3,35	-0,01	0,17	0,01	1,62
FCO	0,13	3,21	0,02	0,28	0,04	1,71

VARIABLES INDIVIDUALES	a	t-est <sup>1</sup>	b	t-est <sup>1</sup>	R <sup>2</sup> (%)	F-est <sup>2</sup>
BO	0,14	3,41	0,03	0,58	0,19	0,89
BN	0,14	3,42	0,05	0,63	0,33	1,07
AF	0,11	2,45	0,21	2,86	4,45	1,30
RG	0,11	2,68	0,22	2,51	3,48	1,50
FCO	0,07	1,77	0,31	4,32	9,60	1,62

<sup>1</sup> Contraste de significatividad individual de los parámetros, *t* significativo al 5 por 100, valor absoluto asintótico 1,96.

<sup>2</sup> Contraste de homogeneidad total del modelo  $H_0: A, B = A_1, B_1$ . Grados de libertad del estadístico: *F* (116,59). Valor crítico al 5 por 100: 1,47 (al 1%:1,73).

Este resultado confirma nuestra hipótesis de partida, al afirmar que los estados financieros individuales constituyen un medio de información insuficiente para evaluar la rentabilidad de las acciones de la sociedad dominante, debiendo ser complementados con los datos que nos proporcionan los estados consolidados. Hay que tener en cuenta que el mercado, en la formación del precio de las acciones de la sociedad dominante, evalúa la situación patrimonial y los rendimientos del grupo. Por ello, los estados consolidados constituyen la única fuente de información que permitirá conocer la situación económico-financiera del grupo sobre el que la sociedad dominante ejerce el control.

Además, debe considerarse que en el seno del grupo existen mecanismos de transferencia de recursos que pueden condicionar la imagen individual de las empresas que lo forman, lo cual limita la información elaborada por dichas compañías. Sin embargo, los estados consolidados se muestran netos de este tipo de operaciones, registrando únicamente la actividad que el grupo, como unidad económica, realiza frente al mercado exterior, evitando de esta forma el reflejo de posibles transacciones innecesarias, o de resultados ficticios que pueden aparecer en los estados individuales.

Una vez comprobada la mayor utilidad de la información consolidada frente a la individual, el siguiente paso es analizar la relevancia de las distintas variables calculadas a partir de la primera. En primer lugar, podemos observar que, según se muestra en la tabla 1, tanto las variables elaboradas con criterio de devengo como con criterio de caja, tienen un aporte informativo propio, si bien éste es dispar según las variables que consideremos.

Entre las variables de devengo, solamente la autofinanciación presenta un coeficiente significativo, que además si tenemos en cuenta el valor del estadístico  $F$ , es homogéneo para todas las empresas de la muestra considerada. Por contra, ni los beneficios netos ni los ordinarios son significativos. Respecto al primero, este resultado puede producirse por la inclusión de los resultados extraordinarios, los cuales, dado su carácter esporádico y por no estar vinculados con la actividad principal de la entidad, carecen de utilidad en la formación del valor de la misma.

En relación al beneficio ordinario, la ausencia de significatividad puede radicar en la incidencia que sobre dicha variable tienen las dotaciones para amortizaciones y provisiones. Mas, si tenemos en cuenta que la autofinanciación de la empresa, que se diferencia del beneficio ordinario únicamente en estas partidas, sí es una variable relevante y homogénea en todas las empresas. Este resultado nos confirma el hecho de que estas partidas son el principal elemento de manipulación del beneficio por

parte de las empresas, lo cual motiva una desconfianza por parte de los inversores hacia dicha variable (8).

Esta situación se presenta con mayor intensidad en el caso particular que estamos analizando, al intervenir en la determinación del resultado ordinario consolidado partidas específicas, tales como la amortización del fondo de comercio y reversión de la diferencia negativa, dado que el criterio que se ha seguido para imputar dichas diferencias a resultados, presenta un alto grado de subjetividad, al encontrarse en relación con la evolución positiva o negativa seguida por la sociedad dominada.

Asimismo, en relación a los resultados de conversión, podemos hablar igualmente de escepticismo en su obtención, al ser de difícil justificación la relación de continuidad de las transacciones de una sociedad dependiente con las actividades desarrolladas por la dominante, circunstancia que debe darse de acuerdo con las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas para aplicar el método monetario-no monetario y, en consecuencia, para imputar las diferencias de conversión a resultados. Debemos considerar que la decisión de utilizar un método u otro de conversión recae en última instancia sobre la dirección del grupo, pudiendo estar condicionada dicha elección por los efectos que produzca sobre la cifra de resultados consolidados, dando lugar a una posible manipulación de los mismos, que se verá acentuada en mayor o menor medida dependiendo de la importancia que tengan las inversiones extranjeras en el conjunto del perímetro de la consolidación.

Por otro lado, tanto los recursos generados como los flujos de caja operativos, presentan unos coeficientes significativos y homogéneos para todas las empresas, lo cual ratifica la hipótesis de que la información de devengo no es por sí misma suficiente, sino que para la evaluación de la situación económica y financiera de la empresa es necesaria, además, información elaborada con criterio de caja.

Una vez comprobado qué variables son relevantes, resulta interesante estudiar cuál de ellas presenta un mayor poder explicativo, para lo cual analizamos los  $R^2$ . El mayor valor del  $R^2$  y, por tanto, la variable que mayor capacidad explicativa reporta es el flujo de caja operativo con un 9,6 por 100, seguido de la autofinanciación con un 4,45 por 100, y los recursos generados con un 3,48 por 100.

---

(8) Sería interesante contrastar el contenido informativo de los componentes del beneficio ordinario, con vistas a reforzar este resultado. No obstante, al disponer solamente de información de tres ejercicios, por las razones apuntadas anteriormente, nos resulta imposible realizar dicho contraste.

Por tanto, es una variable de flujos de caja la que presenta una mayor capacidad explicativa del valor de la empresa, mostrando un  $R^2$  similar al obtenido en otros trabajos anteriores (9), si bien la variable autofinanciación también se manifiesta con cierta utilidad. Este resultado nos permite ratificar la importancia que para la evaluación de la empresa tiene la información de flujos de caja, superior a la de devengo, la cual se manifiesta también relevante en la variable autofinanciación, pero no en las variables de beneficio, como consecuencia de la subjetividad que incorporan las partidas de amortizaciones y provisiones, tal como hemos comentado anteriormente.

Esto justifica la tendencia existente en el contexto internacional, a la cual se ha incorporado la normativa contable española, de exigir la publicación de estados que informen sobre los flujos financieros de la entidad, junto a las tradicionales cuentas de resultados. En esta línea, el PGC exige la presentación del cuadro de financiación, del cual podemos obtener información del movimiento de fondos a lo largo del ejercicio, así como la publicación de un estado de liquidez previsional en los casos en que la sociedad proceda al reparto de dividendos a cuenta. Si bien esto implica un avance significativo, en función de los resultados de nuestro análisis es a todas luces insuficiente, dado que el cuadro de financiación solamente es obligatorio en los estados individuales, siendo de carácter voluntario en la información consolidada, en la cual además no tiene cabida el estado de liquidez por ser la sociedad dominante, y no el grupo, la entidad que reparte los dividendos.

Por otra parte, dado que la variable flujos de caja operativos presenta mayor capacidad explicativa que los recursos generados por la explotación, consideramos que no es suficiente la presentación del cuadro de financiación consolidado, sino que sería necesario incorporarse a la tendencia internacional exigiendo la presentación a nivel consolidado de un estado de flujos de tesorería. Además, en nuestra opinión, dicho estado podría ser elaborado por el procedimiento indirecto, para recoger en un primer nivel los recursos generados del grupo, y en un segundo los flujos de caja operativos. Nos decantamos por este método frente al directo, al permitirnos obtener ambas variables, aduciendo también a su favor el menor coste de elaboración, ya que el método directo requiere un seguimiento pormenorizado de los diferentes cobros y pagos efectuados en cada transacción operativa, que en el caso de un grupo se complica debido

---

(9) Véase EASTON *et al.* [1992], donde se realiza una revisión de trabajos concluyendo que en todos ellos los  $R^2$ , cuando se trabaja con observaciones anuales como es nuestro caso, raramente exceden del 10 por 100.

a la multitud de operaciones que pueden registrarse en el seno del mismo, sin olvidar los diferentes sistemas contables que pueden ser utilizados en cada una de las compañías pertenecientes al grupo.

## 5. CONCLUSIONES

El presente trabajo está dirigido a contrastar la utilidad de la información consolidada frente a la individual, para evaluar la rentabilidad de las acciones de las sociedades dominantes de grupos empresariales, así como a evidenciar el contenido informativo de las variables de devengo en relación a las de flujos de caja.

En primer lugar, hemos podido comprobar que los estados financieros individuales constituyen una fuente de información insuficiente para la valoración de las acciones de la sociedad dominante, siendo los estados consolidados los que presentan mayor relevancia a este respecto. Esto ratifica la idea de que la única forma posible de conocer la situación económico-financiera de dicha sociedad es a través de la información consolidada.

En segundo lugar, se ha constatado que tanto la información elaborada con criterio de devengo como la de flujos de caja, tienen contenido informativo por sí mismas, siendo no obstante la segunda la que mayor capacidad explicativa presenta. Esto cuestiona la utilidad de las variables de devengo cuando, como en nuestro caso, se trabaja con un horizonte temporal anual, debido a la influencia que sobre dichas variables tienen los distintos métodos de imputación y registro, efecto que se ve amortiguado cuando se trabaja con horizontes más amplios, y en los que, según los trabajos anteriormente estudiados, las variables de devengo mantienen cierta primacía.

Además, esa menor utilidad de las variables de devengo es más acusada al considerar el beneficio empresarial, afectado por la subjetividad inherente a ciertas partidas que intervienen en su cálculo, como las amortizaciones, provisiones y otras específicas del proceso de consolidación, en las que la dirección de la entidad tiene cierta discrecionalidad, permitida por las normas contables.

Por otro lado, si consideramos la información sobre flujos financieros, es la variable de flujos de caja operativos la que se ha manifestado con un mayor aporte informativo, lo cual, en nuestra opinión, implica una insuficiencia en la información exigida a los grupos de empresas, da-

do que en la actualidad únicamente aparece, y con carácter voluntario, la presentación a nivel consolidado del cuadro de financiación, existiendo una carencia sobre información basada en flujos líquidos.

Por tanto, y a modo de conclusión final, se justifica la necesidad de basar en la información consolidada cualquier estudio destinado a conocer la situación de una sociedad que se sitúa al frente de un grupo empresarial, si bien dadas las actuales exigencias de la normativa contable española, la información disponible es insuficiente, debiendo completarse, a nuestro juicio, con un estado de flujos de tesorería consolidado.

## BIBLIOGRAFIA

- ALI, A. (1994): «The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and *cash flows*», *Journal of Accounting Research*, vol. 32, núm. 1, Spring, pp. 61-74.
- ALI, A., and POPE, P. (1995): «The incremental information content of earnings, funds flow and *cash flow*: The UK evidence», *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22, núm. 1, January, pp. 19-34.
- ANSON, J. A. (1994): *Utilidad de los estados financieros para la valoración de empresas*, Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza.
- ANSON, J. A., y PINA, V. (1994): «Contenido informativo de la información económico-financiera para evaluar la rentabilidad empresarial», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXIII, núm. 78, enero-marzo, pp. 143-157.
- ANSON, J. A., y PINA, V. (1995): «Factores explicativos de la rentabilidad empresarial», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXIV, núm. 82, enero-marzo, pp. 41-57.
- ARNOLD, J.; CLUBB, C.; MASON, S., y WEARING, R. (1990): «The relationship between earnings, funds flows and *cash flows*: evidence for the UK», *Conferencia Internacional sobre Flujos de Caja*, Niza.
- BALL, R., y BROWN, P. (1968): «An empirical evaluation of accounting income numbers», *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 407-436.
- BALLAS, A. (1992): «The information content of the components of earnings: a valuation perspective», *15th European Accounting Association Congress*, Madrid, April.
- BERNAD, V., y STOBER, T. (1989): «The nature and amount of information in *cash flows* and accruals», *The Accounting Review*, vol. LXIV, núm. 4, pp. 624-652.
- BOWEN, R.; BURGSTHALER, D., y DALEY, L. (1987): «The incremental information content of accruals versus *cash flows*», *The Accounting Review*, vol. LXII, núm. 4, pp. 723-747.



- CHARITOU, A., y KETZ, J. (1990): «Valuation of earnings, cash flows and their components: an empirical investigation», *Journal of Accounting Auditing & Finance*, vol. 5, núm. 4, pp. 475-498.
- CONDOR, V., y BLASCO, M. P. (1995): «El estado de flujos de tesorería consolidado», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXIV, núm. 83, abril-junio, pp. 445-478.
- DECHOW, P. (1994): «Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, núm. 1, pp. 3-42.
- DUMOTIER, P., y LABELLE, R. (1994): «Accounting earnings and firm valuation: The French case», *17th European Accounting Association Congress*, Venecia, April.
- EASTON, P. (1985): «Accounting earnings and security valuation: Empirical evidence of the fundamental links», *Journal of Accounting Research*, vol. 23, Supplement, pp. 54-77.
- EASTON, P., y HARRIS, T. (1991): «Earnings as an explanatory variable for returns», *Journal of Accounting Research*, vol. 29, núm. 1, pp. 19-36.
- EASTON, P.; HARRIS, T., y OHLSON, J. (1992): «Aggregate accounting earnings can explain most of security returns», *Journal of Accounting Economics*, vol. 15, pp. 119-142.
- HO, S. (1988): *The usefulness of cash flows relative to accrual earnings: A security valuation study*, Tesis Doctoral, University of Syracuse.
- KOKUBU, K., y KUTSUNA, K. (1994): «The ambiguous relationship among investment measures, stock prices and accounting», *17th European Accounting Association Congress*, Venecia, April.
- LARRÁN, M. (1996): «La asociación entre distintas acepciones del cash flow utilizadas en la literatura contable y financiera: evidencia empírica», *Análisis Financiero*, núm. 69, 2.º cuatrimestre, pp. 62-77.
- LIPE, R. (1986): «The information contained in the components of earnings», *Journal of Accounting Research*, vol. 24, Supplement, pp. 37-64.
- MARTIKAINEN, T., y PUTTONEN, V. (1993): *Dynamic linkages between stock prices. Accrual earnings and cash flows: A cointegration analysis*, working paper, April.
- MARTIKAINEN, T.; ROTHVIUS, T., y YLI-OLLI, P. (1992): *On the individual and incremental information content of accrual earnings, cash flows and cash dividends in the Finnish stock market*, Working Paper, September.
- MONTERREY, J., y PINEDA, C. (1996): «Resultados contables y precios bursátiles en España», *VII Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*, Barcelona, junio, pp. 277-296.
- OHLSON, J., y PENMAN, S. (1992): «Disaggregated accounting data as explanatory variables for returns», *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 7, núm. 4, pp. 553-573.
- OLBERT, L. (1994): «Stock valuation- the use of information sources and valuation methods by five categories of investment analysts», *17th European Accounting Association Congress*, Venecia, April.

- REAL DECRETO 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el *Plan General de Contabilidad* (BOE de 27 de diciembre).
- REAL DECRETO 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las *Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas* (BOE de 27 de diciembre).
- STRONG, N. (1993): «The relation between returns and earnings: evidence for the UK», *Accounting and Business Research*, núm. 93, pp. 69-77.
- WARDFIELD, T., y WILD, J. (1992): «Dissaggregated accounting data as explanatory variables for returns», *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 7, núm. 4, pp. 553-573.
- WILD, J. (1992): «Stock price informativeness of accounting numbers: evidence on earnings, book values, and their components», *Journal Accounting and Public Policy*, vol. 11, pp. 119-154.
- WILSON, G. P. (1985): *The incremental information content of accruals and cash flows after controlling for earnings*, Tesis Doctoral, Carnegie-Mellon University.
- (1986): «The relative information content of accruals and cash flows: Combined evidence at the earnings announcement and annual report release date», *Journal of Accounting Research*, vol. 24, Suplement, pp. 165-200.
- (1987): «The incremental information content of the accruals and funds components of earnings after controlling for earnings», *The Accounting Review*, April, pp. 293-322.