

LA REACCIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALS EUROPEOS A LAS ESTRATEGIAS DE PUBLICACIÓN DEL RESULTADO

Investors' rewards for benchmark beating in Europe

Ana Gisbert Clemente¹

Universidad Autónoma de Madrid

RESUMEN

El objetivo de este trabajo consiste en examinar el efecto valorativo asociado a dos estrategias de publicación del resultado concretas: crecimientos anuales y sorpresas positivas del resultado, alcanzadas de forma consecutiva durante un período de al menos tres años. En concreto, este trabajo analiza si existe una prima de mercado para todas aquellas empresas cuyos resultados pueden enmarcarse en alguna de las estrategias citadas. El análisis empírico está basado en todas las empresas cotizadas de un total de dieciséis países europeos: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y el Reino Unido, durante el período 1990-2002. Haciendo uso de la metodología de valoración de Barth et al [1999], basada en el modelo de valoración de Ohlson [1995], los resultados obtenidos demuestran que la prima obtenida por las empresas europeas que publican sus resultados cumpliendo con alguno de los criterios analizados, no es tan significativa como en el caso de Estados Unidos, sugiriendo la posibilidad de que las diferencias entre las primas asignadas puedan ser el resultado de las diferencias institucionales entre Estados Unidos y Europa. Asimismo, se analiza el efecto de la calidad del resultado en la prima obtenida por las empresas, a fin de detectar su posible incidencia en el múltiplo precio-beneficio asociado a cada una de las estrategias analizadas.

Palabras Clave

Estrategias de publicación de resultados, valoración de empresas, calidad del resultado.

¹ Dirección para correspondencia: ana.gisbert@uam.es

La autora agradece los comentarios de los asistentes al Congreso de la European Accounting Association celebrado en Goteborg (Suecia), el I Taller de investigación en contabilidad de ASEPUC, y el Congreso de AECA celebrado en Oviedo en Septiembre de 2005. Este trabajo forma parte del proyecto de investigación de la Cátedra Carlos Cubillo de Contabilidad y Auditoría 2005-6, financiada por AECA. La autora agradece además el apoyo financiero de la Universidad Autónoma de Madrid (Proyecto de investigación PAPIRO), la Comisión Europea a través del contrato del programa de potencial humano HPRN-CT-2000-00062, el Ministerio de Ciencia y Tecnología a través del proyecto CONVERCON (SEC 2002-04608-C02-01) y el Ministerio de Educación a través del proyecto INCENNOR (SEJ 2005-08644-C02-02). Mi más sincero agradecimiento a Dr. Steve Young de la Universidad de Lancaster y al director de mi Tesis Doctoral Dr. Leandro Cañibano Calvo. Sus sugerencias, colaboración y apoyo han sido esenciales en el desarrollo de este trabajo. Cualquier error u omisión es exclusivamente responsabilidad de la autora.

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the pricing effect associated with two different earnings patterns: reporting consecutive earnings increases and positive earnings surprises. This paper tests whether investors assign a valuation premium to companies complying with the previous earnings patterns. Tests are based on a large sample of European listed firms. Particularly, on the following European markets: Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Netherlands, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland and the United Kingdom. Using a methodological approach similar to Barth et al. [1999], based on the Ohlson [1995] model, results show how markets' rewards for most of the European countries are not so prevalent as for the US markets, suggesting institutional differences as a potential explanatory factor. In addition, the paper examines whether the extent of the premium assigned varies depending on the quality of earnings.

Keywords

Earnings patterns, benchmark beating behaviour, market valuation, earnings quality.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es determinar, en el contexto institucional europeo, la posible presión que el comportamiento de los mercados financieros, puede estar ejerciendo en el desarrollo de prácticas de gestión del resultado.

Durante la década de los noventa en Estados Unidos, numerosos trabajos empíricos apuntaron la tendencia de las empresas americanas a publicar sus resultados de acuerdo a una serie de criterios del resultado, conocidos en la literatura anglosajona como *earnings benchmarks*²: publicación de beneficios, crecimientos en la cifra de resultados y sorpresas positivas.

Alertados por los múltiples ejemplos anecdóticos existentes, los esfuerzos académicos fueron más allá, analizando su impacto valorativo en las bolsas de valores. Los resultados obtenidos por los académicos estadounidenses confirmaron sus sospechas, y pusieron de manifiesto el papel determinante de estos *benchmarks* del resultado en la valoración de las empresas en los mercados financieros estadounidenses. Los costes de transacción e información soportados por los pequeños inversores y la presencia de éstos, cada vez mayor en los mercados americanos, pueden señalarse entre las razones que explican este comportamiento que, sin duda, ha marcado significativamente a los mercados financieros en Estados Unidos a lo largo de la década de los noventa. Asimismo, junto a la importancia cada vez mayor del pequeño accionista, el fuerte crecimiento de los planes de remuneración de directivos basados en opciones sobre acciones a lo largo de los noventa, se convirtió en fuente adicional de presión para los directivos, que temían ver bruscamente disminuida su riqueza ante decepciones inesperadas que pudiese percibir el mercado.

² El vocablo anglosajón, *earnings benchmark*, ha sido traducido como “criterio de evaluación del resultado”. A lo largo de este trabajo, se hará referencia a los *benchmarks* del resultado o a los criterios de evaluación del resultado indistintamente.

Por este motivo, desde los organismos reguladores, el mundo académico y profesional, se comenzó a alertar del uso estratégico de estos *benchmarks* del resultado por parte de las empresas norteamericanas, a fin de evitar decepcionar al mercado y poder continuar una tendencia alcista en los precios de las acciones, permitiendo a los directivos engrosar su patrimonio. Además, este comportamiento del mercado no sólo alentaba de forma directa la publicación de resultados de acuerdo a los *benchmarks* señalados, cuya importancia valorativa parecía ser creciente en el mercado, sino que de forma indirecta, incentivaba el desarrollo de prácticas de gestión del resultado que permitiesen a los directivos mantener artificialmente en el tiempo su cumplimiento, relegando a un segundo plano las características de relevancia y fiabilidad que debe cumplir la información financiera suministrada al mercado. Así, la evidencia empírica en Estados Unidos demuestra como en muchos casos, un elevado número de empresas son capaces de cumplir en ejercicios consecutivos con los criterios de evaluación del resultado. Por ejemplo, en la década de los noventa, muchas empresas estadounidenses conseguían anunciar al mercado sorpresas positivas o crecimientos en las cifras de resultados durante meses e incluso años, alimentando en muchos casos artificialmente las expectativas del mercado.

Los trabajos de autores como Hayn [1995], Burgstahler y Dichev [1997] o Degeorge *et al.* [1999], fueron los primeros en poner de manifiesto la importancia de los *benchmarks* del resultado para las empresas estadounidenses, siendo corroborado años más tarde por autores como Barth *et al.* [1999], Bartov *et al.* [2002], Kasznik y McNichols [2002] o López y Rees [2002], su incidencia en la valoración de las empresas en el mercado. En el caso concreto de Europa, nuestro continente parece encontrarse ante una situación similar si bien, aunque autores como Gore *et al.* [2001], Daske *et al.* [2003] o Gallén y Giner [2005] han puesto de manifiesto la importancia de los *benchmark* del resultado en varios países europeos³, la evidencia respecto a su impacto valorativo en la actualidad es simplemente anecdótica⁴. Desde algunos sectores profesionales se ha alertado sobre la posible extensión de la "enfermedad americana" [APB, 2001] al contexto europeo, sin embargo, los esfuerzos investigadores respecto al comportamiento de los mercados del viejo continente ante estos criterios de evaluación del resultado son aún escasos.

Con el objetivo de intentar determinar si el ampliamente documentado fenómeno estadounidense va más allá de sus fronteras, el análisis empírico realizado se centra en analizar si el múltiplo precio-beneficio es mayor para las empresas europeas que alcanzan sorpresas positivas o crecimientos en la cifra de resultados de forma consecutiva durante un período de al menos tres años⁵. La existencia de una prima de mercado en Europa para las empresas que publican sus resultados de acuerdo a estos patrones, supondría confirmar, al

³ Si bien estos trabajos ponen de manifiesto la importancia de los *benchmarks* del resultado en Europa, así como el desarrollo de prácticas de gestión del resultado para conseguir cumplir con ellos, las recientes críticas a la metodología del análisis de la distribución de frecuencias realizadas por autores como Beaver et al. [2003], Dechow et al. [2003] o Durtschi y Easton [2005], hace necesario que estos resultados se interpreten con cautela.

⁴ La empresa española Inditex, sufrió un caso similar al documentado por Skinner y Sloan [2002] para las empresas Oracle o Rainforest Café, y tras la publicación de los resultados del ejercicio 2003 por debajo de las expectativas marcadas por los analistas financieros, sufrió una desmesurada penalización en el mercado.

⁵ La estrategia de publicación de crecimientos consecutivos en la cifra de resultados durante al menos tres años, queda identificada a lo largo del texto como UPEPS_3, mientras que la estrategia de publicación de sorpresas positivas de forma consecutiva durante un periodo de al menos tres años, se identifica en el texto como Meet_3. UPEPS_3 se refiere al vocablo anglosajón *earnings per share* (EPS), mientras que Meet_3 se refiere a la expresión anglosajona "to meet analysts' earnings forecasts", es decir, cumplir con las estimaciones de resultados realizadas por los analistas financieros. El número 3, se refiere al límite temporal establecido para la identificación de las estrategias: tres años consecutivos.

igual que en el mercado estadounidense, la existencia de un importante factor de motivación para el desarrollo de prácticas de discrecionalidad contable que permitan a la dirección empresarial alterar las cifras de resultados, a fin de conseguir desarrollar y mantener en el tiempo una estrategia de publicación que permita mantener las expectativas y dirigir los precios de cotización.

No obstante, es importante tener en cuenta las diferencias entre el contexto institucional europeo y estadounidense que pueden afectar significativamente al fenómeno analizado. Los planes de opciones sobre acciones como sistemas de remuneración a los directivos empresariales, la importancia del inversor individual en las bolsas de valores o el riesgo de litigio existente de acuerdo al marco legal estadounidense, provocan una excesiva fijación en la evolución a corto plazo de los precios y resultados de la empresa. Europa, por el contrario, se caracteriza por estructuras de propiedad mucho más concentradas, leyes de protección al inversor más débiles y un desarrollo significativamente inferior de los planes de opciones sobre acciones (véase Grant y Kirchmaier [2004], Brown y Higgins [2002], Conyon y Murphy [2000]). Además, autores como García Lara et al. [2005], han puesto de manifiesto otras características del contexto institucional europeo, que revelan el interés de los directivos por desarrollar prácticas de gestión del resultado que disminuyan el resultado contable, mecanismo que en muchos casos, perjudicaría el cumplimiento de las estrategias analizadas.

El análisis empírico está basado en un total de 27.139 observaciones (3.341 empresas) de dieciséis países europeos para el período de análisis 1990-2002, años en los que este tipo de estrategias fueron cada vez más frecuentes en el contexto estadounidense [Brown y Caylor, 2004]. En el desarrollo del análisis empírico se utiliza una metodología de valoración principal, basado en los modelos de asociación aplicados por autores como Barth et al [1999] o López y Rees [2002], si bien los resultados obtenidos con esta aproximación metodológica, han sido sometidos a distintos análisis de sensibilidad, entre ellos, la contrastación empírica a través de una metodología de valoración alternativa a través de múltiplos, recientemente desarrollada por Bhojraj y Lee [2002] y aplicada por autores como Jonson y Schwartz [2005].

Las hipótesis están directamente relacionadas con los resultados obtenidos en el ámbito estadounidense, aunque, debido a las diferencias institucionales en Europa no se espera que los *benchmarks* del resultado tengan un efecto valorativo tan fuerte como en Estados Unidos, excepto en los entornos institucionales europeos con mayores similitudes institucionales tales como el Reino Unido. En este país, el antiguo presidente de la Auditing Practices Board, Ian Plaistow, manifestó su inquietud por la posibilidad de encontrar prácticas contables agresivas entre las empresas del Reino Unido, por la presión que pudiese estar ejerciendo el mercado. Así, si bien los resultados obtenidos ponen de manifiesto que el fenómeno documentado en Estados Unidos no se perfila tan fuerte para el contexto institucional europeo, lo cierto es que el único país europeo analizado donde el fenómeno prevalece frente al resto es en el Reino Unido. Los resultados para la totalidad de la muestra europea ponen de manifiesto un precio múltiplo-beneficio superior para empresas con crecimientos consecutivos en la cifra de resultados (UPEPS_3), no obstante en el análisis principal realizado para cada país de la muestra, la prima observada desaparece o disminuye su importancia en muchos países, permaneciendo de forma más clara en el Reino Unido, especialmente para las empresas que tienen tanto pérdidas como beneficios en su corriente de resultados. En la estrategia de publicación de sorpresas del resultado (Meet_3), se observa la ausencia de una prima asociada al cumplimiento de esta segunda estrategia en la mayoría de los países de la muestra y de nuevo sólo de forma más clara en el Reino Unido, aunque, al igual que para la estrategia de

publicación de crecimientos consecutivos en la cifra de resultados (UPEPS_3), no se trata de un fenómeno tan generalizable como en Estados Unidos.

Asimismo, junto al posible incentivo para el desarrollo de prácticas de gestión oportunista del resultado derivado del comportamiento de los mercados de capitales ante el cumplimiento de determinadas estrategias de publicación del resultado, el análisis empírico se extiende para poder analizar la capacidad del inversor de corregir sus percepciones valorativas en función del grado de calidad de la información contable, en concreto del resultado contable. Como medida de la calidad del resultado se utiliza un indicador agregado de calidad, calculado en base a tres medidas de calidad del resultado distintas:

- abs (WCA) / abs (Opin): Ratio del valor absoluto de los ajustes por devengo del capital circulante [*Working Capital Accruals (WCA)*]⁶ sobre el valor absoluto del resultado procedente de las actividades ordinarias [*Operating Income (Opin)*].
- abs (WC_DACC_{it}): Valor absoluto de los ajustes discrecionales por devengo del capital circulante [*Discretionary Working Capital Accruals (WC_DACC)*] calculados a través del modelo de Jones (1991) ajustado [Dechow *et al.* (1995)], aplicado de forma transversal, es decir anualmente para cada sector industrial (Clasificación industrial de Datastream INDC3).
- abs (ε_{it}): Valor absoluto de los residuos de la regresión mínimo cuadrática de los ajustes por devengo del capital circulante [*Working Capital Accruals (WCA)*] sobre los flujos de caja del mismo año (t), así como los adyacentes, es decir, los flujos de caja en t+1 y en t-1. Un mayor valor de los residuos es indicativo de una calidad del resultado inferior.

Identificando la posición de cada empresa respecto a cinco niveles distintos de calidad del resultado contable, puede analizarse el efecto de la misma en el múltiplo precio-beneficio asociado a las dos estrategias estudiadas (UPEPS_3 y Meet_3). Los resultados obtenidos en el análisis del efecto del grado de calidad del resultado sobre el efecto valorativo de las estrategias, no permite concluir un efecto homogéneo, del signo esperado y estadísticamente significativo en la mayoría de los países que componen la muestra.

En definitiva, los resultados parecen apuntar que, en la mayoría de los mercados europeos, prevalece la ausencia de un claro reconocimiento del mercado del cumplimiento de determinadas estrategias del resultado, incluso cuando se tiene en cuenta la calidad del resultado contable. Los resultados sugieren la importancia de las diferencias institucionales como factores determinantes de la ausencia de una relación tan estrecha entre los *benchmarks* del resultado y el valor de la empresa en los mercados de valores para el contexto europeo.

Hipótesis del estudio empírico

Como ya ha quedado señalado, el objetivo que persigue este trabajo es estudiar en el entorno institucional europeo, el efecto valorativo del cumplimiento de determinadas estrategias de publicación del resultado, desarrolladas en base a una serie de *benchmarks* del resultado.

⁶ Tal y como queda detallado en la sección 3.2 de este trabajo, los ajustes por devengo del capital circulante [*Working Capital Accruals (WCA)*] se calculan como $(DCA_{it} - DCash_{it}) - (DCL_{it} - DDEBT_{it})$, donde CA_{it} = Activo circulante [*Current Assets (CA)*] (DS 376), $Cash_{it}$ = Valor de las cuentas de tesorería (DS 375), CL_{it} = Pasivo circulante total [*Current Liabilities (CL)*] (DS 389) y $DEBT_{it}$ = La parte de la deuda a largo plazo reclasificada a corto plazo (DS 309).

Las hipótesis a contrastar están directamente relacionadas con los resultados obtenidos en el ámbito estadounidense, sin olvidar la diversidad institucional europea y las importantes diferencias que se presentan frente al contexto norteamericano, que sugieren la existencia de un comportamiento del mercado distinto al observado en Estados Unidos ante los *benchmarks* del resultado. Si bien no se descarta la existencia de reacciones puntuales por parte del mercado, no se espera que la simple publicación de sorpresas o crecimientos en la cifra de resultados derive en una mayor valoración de la empresa en el mercado de forma general, es decir, que el fenómeno observado en el mercado estadounidense ante la publicación de la cifra de resultados y el cumplimiento de los *benchmarks* del resultado, pueda ser directamente extensible al entorno europeo.

Como ya hemos señalado, Estados Unidos destaca por hacer un uso más frecuente de los planes de opciones sobre acciones como sistema de remuneración de los directivos, por la importancia del inversor individual en las bolsas de valores y por el riesgo de litigio que existe dentro del marco legal estadounidense, lo que genera una fijación excesiva de los directivos en la evolución a corto plazo de la evolución de las acciones y en definitiva, de la cifra de resultados publicada en cada ejercicio e incluso cuatrimestralmente [Brown y Higgins, 2001]. Sin embargo, Europa, cuenta con estructuras de propiedad más concentradas, donde los planes de opciones sobre acciones no se han utilizado tan frecuentemente como sistema de remuneración y donde las leyes de protección al pequeño inversor son generalmente más débiles, probablemente, por la mayor importancia de los inversores institucionales en la propiedad de las empresas. Junto a estas diferencias, los objetivos socio-económicos de los sistemas contables que conviven en Europa, sugieren, que el origen de las motivaciones para el cumplimiento de los *benchmarks* del resultado, así como para el desarrollo de prácticas de discrecionalidad contable oportunista por parte de los directivos empresariales, sea otro distinto al de las presiones procedentes de los mercados financieros europeos. Tal y como señalan Ball et al. [2000] *"las características del resultado contable a lo largo del mundo, son una función de la demanda que éste satisface en los distintos entornos institucionales"*. Esto mismo es aplicable a los incentivos para el desarrollo de prácticas de gestión del resultado o el cumplimiento de determinados *benchmarks* del resultado que estarán íntimamente relacionados con el entorno institucional en el que opere la compañía.

El objetivo del trabajo se divide en tres hipótesis, las dos primeras centradas en la contrastación empírica del efecto valorativo de las estrategias analizadas y una tercera, relacionada con el análisis de la incidencia del grado de calidad del resultado. Los criterios de evaluación del resultado analizados en este trabajo, corresponden a dos de los más analizados en Estados Unidos: crecimientos en la cifra de resultados (UPEPS_3) y sorpresas positivas del resultado (Meet_3), analizados desde un punto de vista continuista, es decir, considerando el efecto de su cumplimiento durante varios ejercicios consecutivos. Esta continuidad ha quedado calificada como *"estrategia"*⁷ de publicación, al considerar que el cumplimiento durante al menos tres años consecutivos de los dos *benchmarks* del resultado analizados, sugiere una intencionalidad continuista.

⁷ La palabra estrategia se refiere a la expresión anglosajona *"pattern"*. Así, *"a pattern of consecutive increases in earnings"* o *"a pattern of consecutive earnings surprises"* se traduce a lo largo del texto como una estrategia de publicación de crecimientos consecutivos en la cifra de resultados (UPEPS_3) o una estrategia de publicación de sorpresas positivas de forma consecutiva (Meet_3), respectivamente. Sin embargo, aunque el uso del vocablo *"estrategia"* sugiere la intencionalidad que puede estar presente en muchas empresas y además, tienen cierto componente peyorativo, lo cierto es que es importante señalar que su cumplimiento no implica el desarrollo de prácticas de gestión oportunista del resultado o de gestión de expectativas en todo caso, sino que pueden ser el resultado de una buena gestión por parte de la compañía.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos hasta el momento en el contexto estadounidense, así como los argumentos anteriores, las dos primeras hipótesis (nulas) a contrastar en este trabajo quedan expuestas de la siguiente forma:

Hipótesis 1: la publicación de crecimientos consecutivos en la cifra de resultados, no incide de forma significativa el múltiplo precio-beneficio de las empresas europeas.

Hipótesis 2: la publicación de sorpresas positivas de forma consecutiva, no incide de forma significativa en el múltiplo precio-beneficio de las empresas europeas.

Las hipótesis alternativas, defienden la existencia de un efecto significativo sobre el múltiplo precio-beneficio asociado al cumplimiento de alguna de las dos estrategias del resultado analizadas (UPEPS_3 y Meet_3).

Una tercera hipótesis, defiende la calidad de la información contable como garantía de ausencia de desarrollo de prácticas oportunistas⁸, revelando la función de señalización y no de oportunismo, de las estrategias de publicación del resultado que puedan estar desarrollando las empresas. Por este motivo, es de esperar, que el mercado reaccione a las estrategias de publicación del resultado, siempre que éstas se desarrollen con el objetivo de mejorar la información suministrada al mercado, a través de una cifra de resultados cuya elaboración cumpla con los principios de contabilidad generalmente aceptados y esté exenta de intereses oportunistas. De esta forma, se podrá observar de nuevo, si los inversores valoran el seguimiento de estrategias o patrones de publicación del resultado y además, si son capaces de determinar y premiar a las empresas que cumplen con estos criterios, a través de cifras de resultados de mayor calidad. La tercera hipótesis (nula) queda expuesta de la siguiente forma:

Hipótesis 3: el nivel de calidad del resultado no afecta significativamente al múltiplo precio-beneficio asociado a las estrategias analizadas.

La hipótesis alternativa, defiende la importancia del grado de calidad del resultado contable en la valoración que obtienen las estrategias en el mercado.

3. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS

3.1. Modelo de valoración principal

La contrastación empírica de las hipótesis, se ha realizado a través de la aplicación de una metodología similar a la desarrollada por Barth *et al.* [1999], fundamentada en el modelo de asociación de precios, resultados y patrimonio neto basado en el RIVM de Ohlson [1995]:

$$Price_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 BVE_{it} + \epsilon_{it}$$

⁸ Es importante señalar, que la estrategia Meet_3, es decir, la publicación de sorpresas positivas durante al menos tres años consecutivos, puede alcanzarse no sólo a través de prácticas de gestión oportunista del resultado, sino también a través de prácticas de gestión de expectativas, que no alteran el grado de calidad del resultado contable pero que pueden generar igualmente falsas expectativas entre los inversores. No obstante, por falta de datos, no ha podido tenerse en cuenta el efecto de la gestión de expectativas en el análisis realizado sobre el efecto valorativo de la estrategia Meet_3.

Sobre el modelo básico anterior y con el objetivo de aislar el efecto valorativo de las estrategias en el múltiplo precio-beneficio, es necesario controlar por una serie de características empresariales, tales como el riesgo, el crecimiento o la persistencia del resultado, cuya incidencia en el coeficiente de respuesta al resultado o en el múltiplo precio-beneficio ha sido puesta de manifiesto por trabajos como los de Collins y Kothari [1989], Easton y Zmijewski [1989] o Kormendi y Lipe [1989].

El modelo principal de análisis utilizado en la contrastación empírica de las hipótesis principales de este trabajo es el siguiente:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_{1, up} (D_{up, it} \times EPS_{it}) + \alpha_{1, reg} (D_{reg, it} \times EPS_{it}) + \alpha_2 (Growth_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_3 (DE_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_4 (PERSIST_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_5 BVE_{it} + \epsilon_{it} \quad [1]$$

Donde:

P_{it} = Precio por acción ajustado al cierre del ejercicio (DS Datatype P).

EPS_{it} = Resultado por acción del ejercicio contable [*Earnings Per Share* (EPS)] (DS 254).

BVE_{it} = Cifra del neto patrimonial por acción de la empresa al cierre del ejercicio [*Book Value of Equity* (BVE)]. Se excluye el valor de las acciones preferentes. Esta variable se calcula como DS 305⁹ / Número de acciones de la compañía (DS Datatype NS).

$D_{up, it}$ = Variable ficticia que aísla el efecto del fenómeno a analizar sobre el múltiplo precio-beneficio. Toma valor 1 en el año en que se producen las siguientes circunstancias:

Para la contrastación de la Hipótesis 1, la variable $D_{up, it}$ toma valor 1 cuando la empresa ha publicado el tercer año consecutivo de crecimientos en la cifra de resultados por acción. Es decir, un crecimiento en los beneficios de la compañía o una disminución en los niveles de pérdidas. En el caso de la Hipótesis 2, la variable ficticia toma valor 1, cuando la empresa ha publicado el tercer ejercicio consecutivo con resultados superiores a los pronósticos de los analistas financieros. En caso contrario, la variable ficticia toma valor 0.

El crecimiento en la cifra de resultados por acción queda calculado como:

$(EPS_t - EPS_{t-1}) / \text{abs}(EPS_{t-1})$, siendo EPS (*Earnings Per Share*), el resultado por acción del ejercicio (DS 254). Si la empresa tiene un crecimiento en un año concreto, se genera una variable ficticia ($D_{eps, it}$) que lo identifica tomando valor 1 en ese año o valor 0 en caso de producirse una disminución del resultado respecto al año anterior. Si durante tres ejercicios consecutivos el valor de la variable ficticia $D_{eps, it}$ es igual a 1, entonces, la variable ficticia, identificativa de la estrategia, $D_{up, it}$, toma valor 1. En caso contrario, la variable $D_{up, it}$ tendrá un valor igual a 0. La estrategia de publicación de crecimientos consecutivos en la cifra de resultados queda identificada como UPEPS_3.

En el caso de las sorpresas positivas, éstas quedan calculadas por la diferencia entre la cifra de resultados ajustada procedente de la base de datos I/B/E/S¹⁰ [*actual earnings per share* (*acteps*)] y la mediana de las estimaciones realizadas por los analistas financieros que siguen

⁹ En el caso concreto del Reino Unido, la variable BVE (*Book Value of Equity per share*) se calcula como (DS 1107- DS 306)/número de acciones, excepto para las compañías financieras en las que se ha utilizado el Item DS 305 en lugar del DS 1107 al no estar este último disponible.

¹⁰ La base de datos I/B/E/S (*Institutional Brokers Estimate System*) recoge las estimaciones realizadas por los analistas financieros de un total de 18.000 compañías en 60 países distintos. En el caso de Estados Unidos, cuenta con datos desde 1976, mientras que en el resto de los países del mundo, la cobertura comienza en el año 1987.

la evolución de la compañía (*median forecast*). El dato de la mediana de las estimaciones utilizado, corresponde a las predicciones realizadas inmediatamente antes de la publicación de los resultados del ejercicio. De la misma forma que en el caso de la estrategia de crecimiento en resultados (UPEPS_3), si la empresa alcanza una sorpresa positiva¹¹ en un ejercicio contable en concreto, se genera una variable ficticia, $Surp_{it}$ que identifica la sorpresa positiva tomando valor 1. En caso de producirse una sorpresa negativa, esta variable ficticia toma valor 0. Si durante tres ejercicios consecutivos, el valor de la variable ficticia $Surp_{it}$ es igual a 1, entonces, la variable ficticia que permite identificar cada estrategia, $D_{up,it}$, toma valor 1. En caso contrario, la variable $D_{up,it}$ tendrá un valor igual a 0. La estrategia de publicación de sorpresas positivas queda identificada como Meet_3.

Junto a las variables principales del modelo de valoración, así como las variables ficticias identificativas de cada una de las estrategias del resultado, se encuentra el vector de las variables de control:

$Growth_{it}$ = Variable de crecimiento calculada a través de la tasa de crecimiento anual compuesta del patrimonio neto de cada empresa en los tres últimos años. La fórmula de cálculo es: $(BVE_t - BVE_{t-3})^{1/3} - 1$. Siendo BVE la nomenclatura utilizada para el patrimonio neto por acción.

DE_{it} = Corresponde al ratio de endeudamiento de cada compañía i para cada año j como medida de aproximación al riesgo financiero de la compañía [*Debt to Equity (DE)*]. Este ratio se calcula como la totalidad de las deudas de la empresa (DS 389 + DS 321) entre su patrimonio neto (DS 305 o DS 1107- DS 306 para las empresas no financieras del Reino Unido).

$PERSIST_{it}$ = Esta variable representa la persistencia del resultado, calculada con la metodología de Ali y Zarowin [1992], haciendo uso del ratio ganancia-precio (DS254/ DS Datatype P) [*Earnings-to-Price ratio (E/P)*]. Las empresas son clasificadas en 10 grupos en función del nivel de este ratio en cada año y para cada país. En concreto, las empresas con valores negativos son asignadas al primero de los grupos y las demás, son distribuidas en los nueve restantes. Los resultados de las empresas con un ratio E/P en los deciles 1, 2, 9 y 10 se consideran transitorios, mientras que los resultados de las empresas en el resto de deciles, se consideran más persistentes. La variable PERSIST toma valor 1 para los deciles 1, 2, 9 y 10, y valor 0 para el resto.

El coeficiente $b_{1, up}$ representa la contrastación empírica de las dos primeras hipótesis de este trabajo. Este coeficiente, recoge la diferencia en el múltiplo precio-beneficio de las empresas que cumplen con las estrategias analizadas, de tal forma que, el múltiplo precio-beneficio total de las empresas que obtengan crecimientos consecutivos en la cifra de resultados o que publiquen sorpresas positivas será $(b_1 + b_{1, up})$, excepto en el caso de empresas de sectores regulados y entidades financieras, para las que será necesario añadir a los dos coeficientes anteriores el valor de $b_{1, reg}$. La significatividad estadística del coeficiente $b_{1, up}$ permite

¹¹ Se identifica una sorpresa positiva cuando la diferencia entre el resultado por acción del ejercicio procedente de la base de datos I/B/E/S y la mediana de las predicciones realizadas por los analistas financieros inmediatamente antes a la publicación del resultado, es igual o superior a cero. Es decir, si $acteps - median\ forecast \geq 0$ entonces, la variable $Surp_{it}$ toma valor 1.

rechazar la hipótesis nula y confirmar la existencia de un efecto valorativo de las estrategias de publicación del resultado en los mercados financieros europeos analizados.

Para el coeficiente $b_{1,reg}$ no existe ninguna previsión respecto al signo esperado. Sin embargo, teniendo en cuenta los argumentos de Burgstahler y Dichev [1997, p.101], los incentivos de las empresas reguladas para mantener cifras de resultados con crecimientos más moderados para evitar posibles actuaciones gubernamentales, sugiere la posibilidad de que las empresas de servicios públicos o las del sector financiero tengan un múltiplo precio-beneficio inferior al de las empresas industriales y por lo tanto $b_{1,reg}$ tenga un signo negativo.

Respecto a los coeficientes asociados a las variables de control: crecimiento (Growth), riesgo (DE) y persistencia en el resultado (PERSIST), los distintos trabajos empíricos que han analizado su efecto en el coeficiente de respuesta al resultado [Collins y Kothari 1989, Easton y Zmijewski 1989 o Kormendi y Lipe, 1989, Dhaliwal *et al.*, 1991], han revelando una incidencia positiva en el caso de la variable crecimiento y la persistencia del resultado y negativa para el riesgo financiero de la compañía. Tomando como referencia la evidencia empírica anterior, así como la definición de nuestras variables de control, el signo esperado para el coeficiente b_2 es positivo, mientras que para los coeficientes b_3 y b_4 es negativo.

Finalmente, de acuerdo al modelo de valoración de Ohlson [1995], se espera que el coeficiente de regresión de la cifra de resultados por acción (b_1) y del patrimonio neto (b_5) sea de signo positivo.

3.2. La incidencia de la calidad del resultado

Siguiendo la evidencia aportada por trabajos como Bao *et al.* [2004] o Francis *et al.* [2003], que observan, dentro de una estrategia de publicación del resultado concreta, diferencias valorativas según el grado de calidad del resultado contable, la última de las hipótesis de este trabajo defiende la incidencia de esta variable en el efecto valorativo de las estrategias de publicación del resultado en el contexto europeo. Para determinar el grado de calidad del resultado contable, se han utilizado tres medidas distintas de calidad que han permitido construir un indicador agregado que segmenta a cada empresa-año en cinco grupos distintos de mayor a menor calidad del resultado contable. En las tres medidas de calidad utilizadas, los ajustes por devengo corresponden a los procedentes del capital circulante [*Working Capital Accruals (WCA)*], al ser considerados de más fácil y frecuente manipulación frente a los ajustes por devengo a largo plazo [DeFond y Jiambalvo, 1994, p. 158]¹².

Los ajustes por devengo del capital circulante (WCA) son calculados como:

$$(DCA_{it} - DCash_{it}) - (DPC_{it} - DDEBT_{it})$$

¹² Tal y como recogen DeFond y Jiambalvo [1994, p. 158], trabajos como los de Kreutzfeldt y Wallace [1986] documentan que son las cuentas de deudores, existencias, proveedores o previsiones a corto plazo, donde los auditores encuentran un mayor número de errores.

siendo:

CA_{it} = Activo circulante [*Current Assets (CA)*] (DS 376)

$Cash_{it}$ = Valor de las cuentas de tesorería (DS 375)

CL_{it} = Pasivo circulante total [*Current Liabilities (CL)*] (DS 389)

$DEBT_{it}$ = La parte de la deuda a largo plazo reclasificada a corto plazo (DS 309)

Las tres medidas de calidad utilizadas han sido las siguientes:

- abs (WCA) / abs (Opin): El ratio del valor absoluto de los ajustes por devengo del capital circulante [*Working Capital Accruals – (WCA)*] sobre el valor absoluto del resultado procedente de las actividades ordinarias [*Operating Income (Opin)*] (DS 993). Esta medida de cálculo, aplicada por autores como Joos y Wysocki [2002, p.7], evalúa la magnitud de los ajustes por devengo respecto al resultado procedente de las operaciones ordinarias y puede utilizarse como aproximación a la posibilidad de que las empresas estén desarrollando prácticas de dirección del resultado.
- abs (WC_DACC_{it}): Los ajustes discrecionales por devengo del capital circulante [*Discretionary Working Capital Accruals (WC_DACC)*], como medida del grado de gestión oportunista del resultado, así como medida inversa de aproximación al grado de calidad del resultado. Para su cálculo, se ha utilizado el modelo de Jones [1991] ajustado [Dechow et al. 1995], aplicado de forma transversal siguiendo el procedimiento de DeFond y Jiambalvo [1994], es decir, anualmente para cada sector industrial¹³:

En primer lugar se estiman los ajustes por devengo del capital circulante a través del modelo de de Jones [1991]:

$$(WCA_{it}/TA_{it-1}) = a_0 1/ TA_{it-1} + b_1 [(DRev_{it})/ TA_{it-1}] + \epsilon_{it} \quad [2]$$

En segundo lugar, los coeficientes procedentes del modelo estimado, se utilizan para calcular los ajustes discrecionales por devengo procedentes del capital circulante [WC_DACC_{it}]:

$$WC_DACC_{it} = [(WCA_{it}/TA_{it-1})] - [a_0 1/ TA_{it-1} + b_1 [(DRev_{it} - DREC_{it})/ TA_{it-1}]] \quad [3]$$

Donde:

WCA_{it} = Los ajustes por devengo del capital circulante [*Working Capital Accruals – (WCA)*] calculado de la misma forma que en la primera medida de calidad del resultado.

TA_{it-1} =Cifra de los activos totales de la compañía al cierre del ejercicio anterior [*Total Assets (TA)*] (DS 392).

Rev_{it} = La cifra de ventas de la compañía al cierre del ejercicio [*Revenue (REV)*] (DS 104)

REC_{it} = El valor total de las cuentas de deudores [*Receivables (REC)*] (DS 287+ DS 288)

¹³ De la misma forma de DeFond y Jiambalvo [1994] o Gore et al [2001] se ha exigido que cada sector industrial cuente al menos con 6 observaciones en cada uno de los años de estimación. A fin de mantener el mayor número de observaciones en el análisis econométrico, se ha utilizado la clasificación industrial de Datastream INDC3.

- abs (ϵ_{it}): La última de las medidas de calidad utilizadas ha sido desarrollada por Dechow y Dichev [2002] y se encuentra fundamentada en el análisis de la capacidad explicativa de los flujos de caja sobre los ajustes por devengo del capital circulante, o más concretamente, en la forma en que los ajustes por devengo se incorporan a los flujos de caja. La ecuación definida por Dechow y Dichev [2002] es la siguiente:

$$(WCA_{it}/TA_{it}) = a_0 + b_1 (CFO_{i,t-1} / TA_{it}) + b_2(CFO_{it} / TA_{it}) + b_3 (CFO_{i,t+1} / TA_{it}) + \epsilon_{it} \quad [4]$$

Donde:

WCA_{it} = Los ajustes por devengo del capital circulante [*Working Capital Accruals* – (WCA)] calculados de la misma forma que en las dos medidas anteriores.

CFO_{it} = Flujos de caja procedentes de las operaciones de la empresa [*Cash Flows in Operating Activities (CFO)*] calculados por diferencia entre la cifra de resultados del ejercicio (DS 625) y los ajustes por devengo totales [*Total Accruals (TA)*], calculándose estos últimos como $WCA_{it} + DEP_{it}$, es decir, los ajustes por devengo del capital circulante [*Working Capital Accruals (WCA)*] más las amortizaciones del ejercicio [*Depreciation (DEP)*] (DS 402).

El modelo anterior se estima para cada año y cada una de las industrias que componen la muestra, basándose en la clasificación industrial INDC3 de Datastream¹⁴. Para el cálculo de la medida de calidad desarrollada por Dechow y Dichev [2002] se toma el residuo de la ecuación, que representa la parte no explicada de los ajustes por devengo del capital circulante a través de los flujos de caja presentes, pasados y futuros. Los residuos representan una medida inversa de la calidad del resultado ya que cuanto mayor sea el error del modelo, menor será la capacidad de los flujos de caja para estimar el nivel de ajustes por devengo. Para cada empresa – año, la medida de calidad es igual al valor absoluto del residuo.

Una vez calculadas las tres medidas de calidad anteriores, todas las empresas de cada país han sido clasificadas cada año en cinco grupos, a fin de determinar su mayor o menor grado de calidad del resultado en función de cada una de las variables estudiadas. Se trata de realizar un *ranking* o clasificación (R_{it}) anual para cada una de las variables, en cada país y para cada uno de los años objeto de estudio. Con cada una de las agrupaciones anteriores, se calcula un indicador del grado de calidad agregado para cada empresa i en cada uno de los años de análisis j , cuyo valor será igual a la media aritmética del valor de R_{it} para cada una de las tres variables de calidad del resultado analizadas.

$$(SR_{it})/3 = RQ_{it} \quad \rightarrow \quad \text{siendo } 5 = RQ_{it} = 1$$

Con el indicador agregado de calidad (RQ_{it}), el siguiente paso consiste en analizar el efecto de esta nueva variable sobre la prima asociada a cada una de las estrategias de publicación del resultado (UPEPS_3 y Meet_3). Para ello, se utiliza el modelo de valoración principal adaptado con cinco nuevas variables que permiten identificar la incidencia del grado de calidad del resultado contable en el múltiplo precio-beneficio asociado a las estrategias.

¹⁴ Se exige que cada sector industrial tenga al menos diez observaciones en cada año. Dechow y Dichev (2002) exigen un mínimo de 50 observaciones y Francis *et al.* (2003) 20. Sin embargo, mantener estos mismos límites al número de observaciones, supone la pérdida de un gran número de observaciones.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_{1, up, quality1} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality1_{it}) + \alpha_{1, up, quality2} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality2_{it}) \\ + \alpha_{1, up, quality3} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality3_{it}) + \alpha_{1, up, quality4} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality4_{it}) \\ + \alpha_{1, up, quality5} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality5_{it}) + \alpha_{1, reg} (D_{reg, it} \times EPS_{it}) \\ + \sum_{j=2}^4 \alpha_j (Control_{jit} \times EPS_{it}) + \alpha_5 BVE_{it} + \epsilon_{it}$$

Donde *Quality 1*, *Quality 2*, *Quality 3*, *Quality 4* y *Quality 5* son variables dummies que toman valores 1 o 0 dependiendo del nivel de calidad del resultado imputado a cada empresa en ese año concreto, de mayor *Quality 1*) a menor calidad (*Quality 5*). De esta forma, se podrá determinar si la calidad incide en la valoración de las estrategias en los mercados de cada uno de los países europeos analizados. Es decir, ¿son las estrategias conseguidas con un mayor nivel de calidad del resultado las únicas que valora el mercado?

4. RESULTADOS

4.1. Selección de la muestra

La muestra de análisis está compuesta por todas las empresas cotizadas disponibles en la base de datos Datastream, para un total de dieciséis países europeos¹⁵. Sobre las 39.673 observaciones iniciales, fueron necesarias una serie de eliminaciones detalladas en la Tabla 1, hasta crear la muestra general de partida para la creación de las dos muestras utilizadas el análisis del efecto valorativo de las estrategias.

TABLA 1
Selección de la muestra de análisis

	Observaciones
Número de observaciones procedentes de Datastream	39.673
Datos anteriores a 1990 y al FRS 3 en el caso de Reino Unido	(1.889)
Datos del ejercicio 2003	(95)
Empresas sin datos en la cifra de resultados	(884)
Empresas no cotizadas o con cotización suspendida	(221)
Empresas con acciones tipo A y B	(273)
Empresas con un cambio en el país de origen	(29)
Empresas con una cifra de resultado por acción igual a cero	(322)
Empresas con un cambio en el cierre del ejercicio	(4.660)
Muestra general	31.300

¹⁵ Se han obtenido las siguientes listas de empresas de Datastream, para cada uno de los países que componen la muestra: Reino Unido: UKQI, DEADUK, UKFN; Irlanda: DEADIR, FIRL; Bélgica: BELG, DEADBG, LTOTLFBG; Holanda: NETH, DEADNL, LTOTLFLNL; Austria: OESTR, DEADOE, LTOTLFOE; Alemania: GERM, DEADBD, LTOTLFBF; España: SPAIN, DEADES, LTOTLFES; Portugal: WSPOR, DEADPT, LTOTLFPT; Francia: FRAN, DEADFR, LTOTLFFR; Dinamarca: DEN, DEADDK, LTOTLFDK; Finlandia: FINL, DEADFN, LTOTLFFN; Suecia: SWDN, DEADSD, LTOTLFSF; Italia: ITAL, DEADIT, LTOTLFI, FITF; Grecia: WSGREE, DEADGR, LTOTLFGF; Suiza: SWIT, DEADSW, LTOTLFSW; Noruega: NORW, DEADNW, LTOTLFW.

	Modelo 1	Modelo 2
Observaciones no disponibles	(1.240)	(13.607)
Observaciones no consecutivas para la estrategia	(675)	(715)
Empresas con menos de cuatro observaciones	(2.246)	(1.105)
Muestra final	27.139	15.873
Observaciones de los tres primeros años	(10.089)	(7.280)
Muestra de regresión	17.050	8.593

Partiendo de las 31.300 observaciones de la muestra general, se han realizado una serie de eliminaciones adicionales, detalladas en la Tabla 1, hasta llegar a las 17.050 y 8.593 observaciones, utilizadas en el modelo 1 (estrategia UPEPS_3) y modelo 2 (estrategia Meet_3), respectivamente.

En primer lugar, se han eliminado todas las observaciones para las que no existen datos disponibles para el cálculo de las variables de control, así como las observaciones en las que la cifra de activos totales o el patrimonio neto es igual o inferior a cero. Posteriormente, se han eliminado las empresas para las que no existe una continuidad en la serie temporal de datos disponibles, que impide el cálculo de las dos estrategias, así como todas las empresas con menos de cuatro observaciones en el caso del análisis de la estrategia UPEPS_3 y con menos de tres observaciones en el caso del análisis de la estrategia Meet_3¹⁶. Por último, en la muestra de regresión final del modelo 1 y 2 se han eliminado las tres primeras observaciones de cada empresa, al ser las necesarias para identificar cada una de las estrategias, así como la variable de crecimiento del patrimonio neto.

En la Tabla 2 (Panel A), se presenta la distribución de la muestra por países. El Reino Unido¹⁷, Alemania, Francia y Suiza son los países con una representación mayor en la muestra. Entre el 65%-77% de las observaciones quedan repartidas entre estos cuatro países. Asimismo, tan sólo el Reino Unido recoge alrededor del 36% del total de las observaciones.

¹⁶ Todas las empresas de la muestra deben tener al menos 4 observaciones (3 observaciones en el caso del cálculo de las sorpresas) para poder realizar el cálculo de la variable D_{it} , es decir, para poder determinar si la empresa ha publicado crecimientos (sorpresas positivas) del resultado durante al menos 3 ejercicios consecutivos.

¹⁷ Es importante señalar, que debido a la publicación en el Reino Unido del FRS-3 (*Financial Reporting Standard -3*) en 1993, la recogida de datos en este país se ha realizado a partir de este año. La aprobación de esta nueva norma supuso importantes cambios en la definición del resultado por acción, lo que hace difícilmente comparables las cifras antes y después de esta fecha.

TABLA 2

Distribución de la muestra de análisis

Panel A: Por países

	<i>Modelo 1 - D_{up,it} = UPEPS_3</i>			<i>Modelo 2 - D_{up,it} = Meet_3</i>		
	<i>Empresas</i>	<i>Observaciones</i>	<i>%</i>	<i>Empresas</i>	<i>Observaciones</i>	<i>%</i>
Reino Unido	1.442	6.029	35,36%	966	3.242	37,73%
Alemania	330	2.308	13,54%	192	975	11,35%
Francia	317	1.965	11,52%	187	1.027	11,95%
Suiza	168	1.022	5,99%	108	579	6,74%
Suecia	206	938	5,50%	83	368	4,28%
Dinamarca	142	731	4,29%	56	261	3,04%
Holanda	106	649	3,81%	72	416	4,84%
Noruega	124	627	3,68%	40	187	2,18%
Italia	106	587	3,44%	65	313	3,64%
España	93	519	3,04%	68	331	3,85%
Finlandia	105	492	2,89%	48	205	2,39%
Austria	59	359	2,11%	36	168	1,96%
Bélgica	37	276	1,62%	32	201	2,34%
Portugal	41	239	1,40%	28	126	1,47%
Grecia	32	173	1,01%	26	110	1,28%
Irlanda	33	136	0,80%	12	84	0,98%
Total	3.341	17.050		2.019	8.593	

Panel B: Por industrias (a)

	<i>Modelo 1 - D_{up,it} = UPEPS_3</i>			<i>Modelo 2 - D_{up,it} = Meet_3</i>		
	<i>Empresas</i>	<i>Observaciones</i>	<i>%</i>	<i>Empresas</i>	<i>Observaciones</i>	<i>%</i>
CYSER	739	3.515	20,62%	436	1.731	20,14%
GENIN	467	2.582	15,14%	304	1.308	15,22%
BASIC	499	2.522	14,79%	266	1.137	13,23%
TOTLF	431	2.504	14,69%	303	1.416	16,48%
NCYCG	359	1.882	11,04%	233	973	11,32%
CYCGD	319	1.763	10,34%	213	926	10,78%
ITECH	281	1.043	6,12%	121	432	5,03%
RESOR	95	456	2,67%	45	208	2,42%
NCYSR	86	420	2,46%	57	260	3,03%
UTILS	65	363	2,13%	41	202	2,35%
TOTAL	3.341	17.050		2.019	8.593	

(a) CYSER = Cyclical Services; GENIN = General industrials; TOTLF= Financials; BASIC = Basic Industries; NCYCG = Non-Cyclical Consumer goods; CYCGD = Cyclical Consumer goods; ITECH = Information Technology; RESOR= Resources; NCYSR= Non-Cyclical Services; UTILS = Utilities.

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

Por sectores industriales (Ver Tabla 2 Panel B), el sector financiero (TOTLF), las empresas del sector aeroespacial, defensa, ingeniería y maquinaria, eléctrica y electrónica (GENIN) y a las empresas de distribución minorista, ocio y entretenimiento, comunicación, fotografía, servicios de apoyo y transporte (CYSER) son las que aportan un mayor número de observaciones, alrededor de un 50%.

4.2. Análisis descriptivo

La Tabla 3 (Panel A) recoge la distribución anual de frecuencias de las variables Loss, Deps y UPEPS_3, Dmeet y Meet_3¹⁸. Cada una de las variables representa un *benchmark* o criterio de evaluación del resultado distinto: publicación de pérdidas (Loss), publicación de crecimientos en la cifra de resultados (Deps), publicación de sorpresas del resultado positivas (Dmeet) y el cumplimiento de las dos estrategias del resultado analizadas: crecimientos consecutivos en la cifra de resultados (UPEPS_3) y sorpresas positivas alcanzadas igualmente, de forma consecutiva, durante al menos tres ejercicios (Meet_3).

TABLA 3

Distribución anual frecuencias del cumplimiento de los distintos *benchmarks* del resultado para el período de análisis 1990-2002

Panel A: Distribución temporal de la frecuencia de empresas con pérdidas (Loss), empresas con crecimientos en la cifra de resultados (Deps), y empresas con tres años consecutivos de crecimiento en la cifra de resultados (UPEPS_3)

Años	Observaciones Totales	Loss		Deps		UPEPS_3	
		Obs.	%	Obs.	%	Obs.	%
1990	637	54	9,48%	-	-	-	-
1991	725	48	13,52%	339	53,22%	-	-
1992	816	154	18,87%	308	42,48%	-	-
1993	1.480	268	18,11%	456	55,88%	85	13,34%
1994	2.022	233	11,52%	1.039	70,39%	121	16,78%
1995	2.201	252	11,45%	1.300	64,39%	188	23,21%
1996	2.506	320	12,77%	1.402	63,81%	401	27,24%
1997	2.772	339	12,23%	1.659	67,77%	543	27,68%
1998	2.978	461	15,48%	1.623	61,13%	575	28,38%
1999	3.022	512	16,94%	1.730	61,39%	587	26,95%
2000	2.863	552	19,28%	1.767	61,74%	588	25,11%
2001	2.749	754	27,43%	1.234	45,07%	427	16,80%
2002	2.368	727	30,70%	1.174	49,60%	300	12,71%
Total	27.139	4.724	17,41%	14.031	51,70%	3.815	22,38%

Tendencia anual (β)	1,152***	-0,0922	-0,238
White T-stat	3,35	-0,11	-0,64

¹⁸ Los porcentajes de las variables Loss o Dmeet están calculados sobre el número total de observaciones de cada año. Sin embargo, en el caso de las variables Deps, Upeps_3 y Meet_3, el número total de observaciones utilizadas en el cálculo del porcentaje de frecuencias, no coincide con las observaciones totales ya que, en el cómputo de estas variables, es necesario que estén disponibles observaciones de años anteriores y al no poder calcularse en cada año para en todas las empresas, existirán observaciones en blanco que no entran como base de cálculo en los porcentajes.

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

Panel B: Distribución temporal de la frecuencia de empresas con sorpresas positivas (Dmeet) y de empresas con tres años consecutivos de sorpresas positivas (Meet_3)

Años	Observaciones Totales	Dmeet		Meet 3	
		Obs.	%	Obs.	%
1990	420	247	58,81%		
1991	517	322	62,28%		
1992	609	338	55,50%	93	22,14%
1993	1.104	722	65,40%	139	27,15%
1994	1.496	962	64,30%	160	26,58%
1995	1.638	993	60,62%	296	27,48%
1996	1.806	1.118	61,90%	437	30,16%
1997	2.006	1.270	63,31%	462	29,75%
1998	2.104	1.220	57,98%	446	27,74%
1999	1.940	1.128	58,14%	451	27,04%
2000	1.854	1.021	55,07%	426	25,76%
2001	379	221	58,31%	93	25,69%
Total	15.873	9.562	60,24%	3.003	27,54%

Tendencia anual (β)	-0,031	0,235
White T-stat	-0,13	0,57

Asimismo, la Tabla 3, incorpora el resultado del análisis de la tendencia temporal observada en cada variable, realizado a través de un análisis de regresión mínimo cuadrática sobre el siguiente modelo de asociación:

$$FREQ_t = a + \beta Dyear_t$$

Donde: la variable FREQ representa el porcentaje de observaciones para cada año t en las que el valor de las cinco variables anteriores (Loss, Deps, UPEPS_3, Dmeet y Meet_3) toma valor 1. Dyear¹⁹ es una variable identificativa de cada uno de los años de análisis, que toma valores entre 1 y 13, desde el primero hasta el último año de la serie de datos de cada variable. El coeficiente β representa el cambio de tendencia en la frecuencia de cada una de las variables objeto de análisis, a lo largo de los trece años de estudio.

Si nos centramos en analizar visualmente la frecuencia de las cinco variables recogidas en la Tabla 3, la evolución temporal no parece extender al contexto europeo la evidencia aportada por otros trabajos realizados en el ámbito estadounidense. La única variable en la que puede observarse un claro crecimiento, es en la publicación de pérdidas (LOSS), que se ve corroborado por el análisis econométrico, donde el coeficiente β para el análisis del cambio de tendencia de la variable LOSS a lo largo del período de análisis es estadísticamente significativo al 1%.

¹⁹ En el análisis temporal de la variable Loss, la variable Dyear tomará valores entre 1 y 13 para el período 1990-2002. En el análisis de la variable Deps, la variable Dyear tomará valores entre 1 y 12 para el período 1991-2002. En el análisis de UPEPS_3, la variable Dyear tomará valores entre 1 y 10 para el período 1993-2002. En el análisis de la variable Dmeet, la variable Dyear tomará valores entre 1 y 12 para el período 1990-2001 y finalmente, en el análisis de la variable Meet_3, la variable Dyear tomará valores entre 1 y 10 para el período 1992-2001.

En el caso de las variables Deps y Dmeet, aunque el número de observaciones se mantiene en porcentajes superiores al 50%, lo cierto es que puede observarse una ligera tendencia decreciente, especialmente a partir de 1998, contraria a la documentada en trabajos realizados para muestras americanas como los de Chan et al. [2003], Brown [2003] o Matsumoto [2002].

Asimismo, aunque como hemos indicado, más del 50% de las empresas publican crecimientos en la cifra de resultados o sorpresas positivas, lo cierto es que el porcentaje que mantiene la estrategia en el tiempo es reducido, en torno al 22% en el caso de los crecimientos en resultados y al 27% en el caso de las sorpresas. Además, el análisis del cambio temporal en la tendencia de estas variables permite corroborar el análisis visual, es decir, la ausencia de crecimiento en el número de empresas que consiguen mantener estas estrategias en el tiempo.

Los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en la aplicación del modelo de asociación para el conjunto de la muestra quedan recogidos en la Tabla 4. Asimismo, esta misma tabla recoge el valor medio de cada variable para las empresas dentro de las dos estrategias analizadas (UPEPS_3 y Meet_3), así como para el resto de empresas de la muestra, analizando la significatividad estadística de las diferencias entre un grupo y otro de empresas a través del estadístico T-student. Las diferencias encontradas entre ambos grupos son extensibles en la mayoría de los países de la muestra.

TABLA 4

Estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en la aplicación del modelo de valoración, para el conjunto de la muestra europea en el período 1993-2002.

Panel A: Estadísticos descriptivos para el análisis de la estrategia UPEPS_3 y test estadístico (t-student) de las diferencias en el valor de la media, entre el grupo de empresas con crecimientos consecutivos en la cifra de resultados (UPEPS_3) y el resto de empresas de la muestra (OTHER).

Variable					UPEPS_3	OTHER	T-stat.	Pr > T
	Media	Mediana	Desv. Típica	Obs.	Media	Media		
Price	197,866	43,568	579,070	17.050	276,37	175,24	-9,53	<0,0001
Mktv	12,099	11,957	2,150	17.050	12,823	11,891	-23,97	<0,0001
EPS	15,226	1,740	627,109	17.050	40,45	7,96	-2,82	0,0048
M/B	2,747	1,466	15,482	17.050	3,37	2,57	-2,81	0,0049
Growth	0,085	0,063	0,348	17.050	0,16	0,06	-15,12	<0,0001
DE	3,076	1,269	28,829	17.050	2,65	3,20	1,02	0,3059
Size	12,781	12,552	2,263	17.050	13,214	12,657	-13,46	<0,0001
BVE	4.067,08	546,90	18.594,42	17.050	4.844	3.843,1	-2,93	0,0034
E/P	31,980	12,808	675,834	17.050	17,47	36,16	1,51	0,1322
NS	197.326	22.896	1.168.127	17.050	193.8145	198.339	0,21	0,8331
Analistas	9,303	6,000	9,069	17.050	10,93	8,73	-11,72	<0,0001
Sorpresa	-0,146	0,009	8,030	17.050	0,81	-0,52	-7,42	<0,0001

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

Panel B: Estadísticos descriptivos para el análisis de la estrategia Meet_3, y test estadístico (t-student) de las diferencias en el valor de la media, entre el grupo de empresas con tres sorpresas del resultado consecutivas (Meet_3) y el resto de empresas de la muestra (OTHER).

Variable	Media	Mediana	Desv. Típica	Obs.	Meet_3 Media	OTHER Media	T-stat.	Prob
Price	218,98	50,66	584,79	8.593	291,31	191,73	-7,06	<0,0001
Mktv	12,822	12,66	1,929	8.593	13,181	12,687	-10,64	0,0001
EPS	11,96	2,31	42,45	8.593	19,18	9,24	-9,74	<0,0001
M/B	3,01	1,68	18,32	8.593	3,06	2,99	-0,17	0,86668
Growth	0,09	0,07	0,28	8.593	0,12	0,08	-6,61	<0,0001
DE	2,80	1,31	10,29	8.593	2,35	2,97	2,49	0,0126
Size	13,373	13,101	2,044	8.593	13,576	13,297	-5,66	<0,0001
BVE	3.298,24	517,41	15.804,26	8.593	3.339,3	3.282,8	-0,15	0,9002
E/P	21,11	14,52	192,36	8.593	15,69	23,15	1,60	0,1088
NS	248.385	38.077	1.116.089	8.593	326.850	218.832	-4,00	<0,0001
Analistas	10,80	8,00	9,32	8.593	11,61	10,50	-4,91	<0,0001
Sorpresa	-0,06	0,01	8,07	8.593	1,67	-0,72	-12,35	<0,0001

Price = Precio por acción ajustado al cierre del ejercicio. Mktv = Logaritmo de la capitalización bursátil al cierre del ejercicio [*Market Value (Mktv)*]. EPS = Resultado por acción del ejercicio contable [*Earnings Per Share (EPS)*]. M/B = *Market-to-Book ratio* calculado como el coeficiente entre la capitalización bursátil y el patrimonio neto al cierre del ejercicio. Growth = Variable de crecimiento calculada a través de la tasa de crecimiento anual compuesta del patrimonio neto de cada empresa en los tres últimos años. La fórmula de cálculo es: $(BVE_t - BVE_{t-3})^{1/3} - 1$. BVE corresponde a la nomenclatura utilizada para el patrimonio neto por acción. DE_{it} = Corresponde al ratio de endeudamiento [*Debt-to-Equity (DE)*] como medida de aproximación al riesgo financiero de la compañía. Este ratio se calcula como la totalidad de las deudas de la empresa entre su patrimonio neto. BVE = Cifra del reto patrimonial por acción de la empresa al cierre del ejercicio [*Book Value of Equity (BVE)*]. Se excluye el valor de las acciones preferentes. Size = Variable que representa el tamaño de la empresa medido a través del logaritmo de la cifra de activos totales de la empresa. E/P = ratio ganancia-precio [*Earnings-to-Price ratio (EP)*] calculado como el ratio entre el resultado por acción entre el precio por acción al cierre del ejercicio. NS = Número de acciones de la compañía al cierre del ejercicio [*Number of Shares (NS)*]. Analistas = Número de analistas financieros que siguen a la compañía, según la base de datos I/B/E/S. Sorpresa = Diferencia entre la cifra de resultados por acción según I/B/E/S y la mediana de todas las predicciones anteriores a la publicación del resultado. El grupo UPEPS_3 incluye todas las observaciones en las que una compañía ha publicado crecimientos consecutivos en la cifra de resultados durante al menos tres ejercicios seguidos. El grupo Meet_3 incluye todas las observaciones en las que una compañía ha publicado sorpresas positivas del resultado de forma consecutiva, durante al menos tres ejercicios. Los códigos de Datastream utilizados para el cálculo de cada una de las variables pueden encontrarse en el texto principal del trabajo, excepto para la variable tamaño (size) medida a través de los activos totales de la empresa (DS 392) y las variables Mktv o el ratio M/B donde la capitalización bursátil corresponde al DS datatype MV.

Las empresas clasificadas en el grupo UPEPS_3 se caracterizan por presentar un nivel de precios (price), resultados (EPS) y capitalización bursátil (Mktv) mayor al resto de empresas de la muestra. Asimismo, son empresas de mayor crecimiento y tamaño, como queda reflejado en las variables MB (*Market-to-Book ratio*), Growth o Size, y el seguimiento realizado por los analistas financieros (Analistas) así como el nivel de las sorpresas (Sorpesa), es superior. Igualmente, las empresas clasificadas en el grupo Meet_3, presentan niveles de precios y resultados significativamente mayores, así como una capitalización bursátil, un tamaño y un nivel de crecimiento más elevado. Asimismo, son empresas que tienen un seguimiento más acusado de los analistas financieros y presentan sorpresas positivas de magnitud superior.

Las principales conclusiones extraídas del análisis de los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en el modelo de análisis, así como del análisis de la tendencia de cada uno de los *benchmarks* de resultado, son extensibles a la mayoría de los dieciséis países que componen la muestra. Asimismo, el test no paramétrico de Wilcoxon de diferencias entre medianas y el análisis de correlación entre variables (no recogido en las tablas), reafirma las conclusiones extraídas de los estadísticos descriptivos recogidos en la Tabla 4.

4.3. Resultados del análisis de regresión

La Tabla 5 recoge los resultados del análisis de regresión para la totalidad de la muestra. El Panel A muestra los resultados de la regresión mínimo cuadrática realizada con la totalidad de la muestra (*pooled*), mientras que el Panel B presenta los resultados de los coeficientes procedentes de regresiones mínimo cuadráticas anuales, calculando los coeficientes y estadísticos de significatividad bajo el procedimiento de Fama y MacBeth [1973]²⁰. Para evitar el efecto de las observaciones atípicas, se han eliminado el percentil 1 y 100 de las variables EPS, Price, BVE, DE y Growth para todos los países de la muestra.

²⁰ Siguiendo la metodología de Fama y MacBeth [1973], el coeficiente de regresión y el coeficiente de determinación se calculan a través de la media aritmética de los valores procedentes de las regresiones anuales. Asimismo, el estadístico t se calcula dividiendo la media aritmética de los coeficientes de regresión de cada año entre la desviación típica de los mismos coeficientes, dividida esta última por la raíz cuadrada del número de años. En este caso, el número de años asciende a 10, desde 1993 hasta el año 2002.

TABLA 5

Resultados de la aplicación de la regresión de mínimos cuadrados ordinarios para una muestra de empresas europeas para el período de análisis 1993-2002.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_{1, up} (D_{up,it} \times EPS_{it}) + \alpha_{1, reg} (D_{reg,it} \times EPS_{it}) + \alpha_2 (Growth_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_3 (DE_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_4 (PERSIST_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_5 BVE_{it} + \epsilon_{it}$$

Panel A: Resultados procedentes de regresiones mínimo cuadráticas realizadas para la totalidad de la muestra (pooled).

Signo esperado	Modelo 1 $D_{up,it} = UPEPS_3$		Modelo 2 $D_{up,it} = Meet_3$	
	Coefficiente	White T-stat	Coefficiente	White T-stat
Intercepto	57,292***	32,50	54,985***	21,43
EPS _{it} +	12,445***	58,80	12,680***	45,33
D _{up,it} x EPS _{it} +	1,423***	5,38	0,702***	2,51
D _{reg,it} x EPS _{it} ?	0,725***	2,20	1,642***	4,84
Growth _{it} x EPS _{it} +	3,128***	3,81	5,052***	4,50
DE _{it} x EPS _{it} -	-0,054*	-1,74	-0,584***	-15,79
Persist _{it} x EPS _{it} -	-10,293***	-40,08	-9,084***	-30,65
BVE _{it} +	0,003***	9,92	0,003***	7,25
Nº Observaciones		15.819		7.963
Adj. R ²		64,02%		70,96%

Panel B: Resultados procedentes de regresiones mínimo cuadráticas anuales. Los coeficientes y estadísticos de significatividad han sido calculados bajo el procedimiento de Fama y MacBeth [1973].

Signo esperado	Modelo 1 $D_{up,it} = UPEPS_3$		Modelo 2 $D_{up,it} = Meet_3$	
	Coefficiente medio	T-stat	Coefficiente medio	T-stat
Intercepto	48,366***	7,66	59,220***	3,05
EPS _{it} +	12,131***	20,63	12,356***	24,01
D _{up,it} x EPS _{it} +	1,094**	2,09	0,483	1,46
D _{reg,it} x EPS _{it} ?	-0,229	-0,36	0,221	0,35
Growth _{it} x EPS _{it} +	4,402***	3,42	6,305***	8,10
DE _{it} x EPS _{it} -	-0,168***	-2,16	-0,079**	-1,81
Persist _{it} x EPS _{it} -	-9,065***	-11,04	-8,249***	-21,05
BVE _{it} +	0,004***	8,70	0,002**	2,47
Nº Observaciones		15.819		7.963
Adj. R ²		66,69%		77,90%

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

Nota: En el Panel A, los estadísticos t han sido corregidos aplicando el procedimiento de White [1980] para corregir los posibles problemas derivados de la heterocedasticidad. En el Panel B, los coeficientes de regresión, su estadístico t, así como el coeficiente R^2 , han sido calculados aplicando el procedimiento de Fama y MacBeth [1973]. El coeficiente de regresión y el coeficiente de determinación se calculan a través de la media aritmética de los valores procedentes de las regresiones anuales. Por su parte, el estadístico t se calcula dividiendo la media aritmética de los coeficientes de regresión de cada año entre la desviación típica de los mismos coeficientes, dividida esta última por la raíz cuadrada del número de años. En nuestro caso, el número de años asciende a 10, desde 1993 hasta el año 2002.

* significativo al 10% , ** significativo al 5%, *** significativo al 1%

En el análisis de la estrategia UPEPS_3, los resultados revelan un precio múltiplo-beneficio un 9% superior para las empresas que, durante al menos 3 años consecutivos obtienen un crecimiento en la cifra de resultados. Asimismo, los coeficientes de regresión obtenidos para el resto de las variables de control son consistentes con los esperados. Las empresas con más crecimiento tienen un múltiplo mayor, mientras que las empresas con mayor nivel de riesgo, y una baja persistencia del resultado, obtienen un múltiplo inferior. El elevado porcentaje de empresas con pérdidas que quedan representadas en la variable PERSIST, explica el valor y el signo del coeficiente de regresión que reduce significativamente el múltiplo para este tipo de empresas.

En el caso de la estrategia Meet_3, el efecto de la variable D_{ip} es tan sólo significativo en el caso del análisis de regresión *pooled* realizado para la totalidad de la muestra, pero no en el segundo caso, donde los coeficientes han sido calculados de acuerdo a la metodología de Fama y McBeth [1973], para evitar las consecuencias de los problemas de autocorrelación que pueden existir con datos de panel. No obstante, el resto de las variables de control sí son significativas y el signo es consistente con las predicciones realizadas respecto a su impacto en el múltiplo.

Sin embargo, en el análisis para una muestra de empresas que publica resultados positivos a lo largo de todo el período de análisis (no recogido en las tablas), la significatividad estadística del coeficiente de regresión $\beta_{1,up}$ desaparece en ambas estrategias, perfilándose como un fenómeno exclusivo para las empresas que a lo largo de la muestra de análisis publican tanto pérdidas como beneficios.

La Tabla 6 presenta el coeficiente de regresión $\beta_{1, up}$ y su estadístico t-student, procedentes de las regresiones anuales realizadas sobre la totalidad de la muestra europea de análisis. En el Panel A, se presentan los resultados para tres tramos temporales donde en cada uno, tanto el coeficiente como el valor del estadístico t-student, han sido calculados de acuerdo a la metodología de Fama y McBeth [1973]. El Panel B presenta los resultados obtenidos en cada uno de los años objeto de análisis. Recordamos que, la necesidad de eliminar las primeras tres observaciones de cada una de las empresas, hace que el período de análisis comience en 1993 (1996 en el caso del Reino Unido).

TABLA 6

Resultados de la aplicación de la regresión de mínimos cuadrados ordinarios para cada año de la muestra del período 1993-2002

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_{1,up} (D_{up,it} \times EPS_{it}) + \alpha_{1,reg} (D_{reg,it} \times EPS_{it}) + \alpha_2 (Growth_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_3 (DE_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_4 (PERSIST_{it} \times EPS_{it}) + \alpha_5 BVE_{it} + \epsilon_{it}$$

Panel A: Resultados del coeficiente $\alpha_{1,up}$ calculado por tramos temporales de acuerdo al procedimiento de Fama y McBeth [1973].

Periodo	Modelo 1 $D_{up,it} = UPEPS_3$			Modelo 2 $D_{up,it} = Meet_3$		
	Obs.	Coeficiente		Obs.	Coeficiente	
		$\alpha_{1,up}$	T-stat		$\alpha_{1,up}$	T-stat
1993-1995	2.069	1,011	0,20	1.422	-0,226	-0,10
1996-1999	7.190	0,401	0,23	4.951	0,587***	2,08
2000-2002	6.560	2,102****	4,63	1.590	1,341	0,73
Total	15.819	1,094***	2,09	7.963	0,483	1,46

Panel B: Resultados del coeficiente $\alpha_{1,up}$ en cada uno de los años de análisis

Año	Modelo 1 $D_{up,it} = UPEPS_3$			Modelo 2 $D_{up,it} = Meet_3$		
	Obs.	Coeficiente $\alpha_{1,up}$		Obs.	Coeficiente $\alpha_{1,up}$	
		$\alpha_{1,up}$	White T-stat		$\alpha_{1,up}$	White T-stat
1993	603	4,208*	1,86	382	0,403	0,33
1994	693	0,435	0,13	479	-1,656	-1,10
1995	773	-1,611	-0,85	561	0,576	0,42
1996	1.402	0,841	1,37	1.007	0,784	1,10
1997	1.858	0,636	1,32	1.298	0,515	0,90
1998	1.914	0,991	1,53	1.339	0,586	0,82
1999	2.016	-0,863	-1,48	1.307	0,462	0,71
2000	2.133	2,311***	3,09	1.286	0,417	0,71
2001	2.306	1,808**	2,45	304	2,264**	2,43
2002	2.121	2,186***	3,32	-	-	-
Total	15.819	1,094***	2,09	7.963	0,483	1,46

Nota: En el Panel A, el coeficiente de regresión de cada período temporal y su estadístico t, han sido calculados aplicando el procedimiento de Fama y MacBeth [1973]. Los coeficientes de regresión y el coeficiente de determinación se calculan a través de la media aritmética de los valores procedentes de las regresiones anuales. Por su parte, el estadístico t se calcula dividiendo la media aritmética de los coeficientes de regresión de cada año entre la desviación típica de los mismos coeficientes, dividida esta última por la raíz cuadrada del número de años.

* significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%

En el análisis temporal de la estrategia UPEPS_3, los resultados ponen de manifiesto la falta de significatividad estadística a lo largo de la década de los noventa, si bien a partir del año 2000 y hasta el final del período de estudio, es decir, hasta el año 2002, el coeficiente $\beta_{1, up}$ es significativo. Igualmente, en el análisis temporal de la estrategia Meet_3, el único año en el que el coeficiente $\beta_{1, up}$ es significativo es en el 2001. En ambos casos, parece que este tipo de estrategias comenzaron a ser valoradas en el nuevo siglo, si bien el análisis realizado en cada país, muestra una gran variabilidad en la significatividad estadística del coeficiente $\beta_{1, up}$ a lo largo de cada uno de los años de estudio.

En el análisis temporal realizado para cada país de la muestra no se observa ningún año o período temporal en el que exista un mayor impacto valorativo de las estrategias analizadas ni tampoco, una reacción homogénea en los países pertenecientes al mismo tipo de sistema contable. No obstante, como se observará más adelante, en países de ámbito anglosajón, especialmente en el Reino Unido, este tipo de criterios o estrategias de publicación del resultado tienen un efecto positivo en el múltiplo precio-beneficio mucho más evidente que en otros países o sistemas contables, de los que es difícil extraer una conclusión clara ya que el efecto es muy variable.

La Tabla 7 recoge los resultados del análisis realizado para cada uno de los dieciséis países que han formado parte de la muestra europea. Los países han quedado agrupados por sistemas contables²¹ con el fin de poder observar de forma clara, la similitud en el efecto valorativo de las estrategias de publicación del resultado en los mercados de valores de los países pertenecientes a un mismo sistema contable. El Panel A, recoge el valor del coeficiente $\beta_{1, up}$ y su estadístico T-student para las dos estrategias analizadas (UPEPS_3 y Meet_3), mientras que el Panel B y C, reflejan los resultados del análisis realizado por tramos temporales para la estrategia UPEPS_3 y Meet_3, respectivamente. Los resultados presentados en la Tabla 7 proceden de las regresiones "pooled" realizadas para cada país.

TABLA 7

Resultados de la aplicación de la regresión de mínimos cuadrados ordinarios para cada país de la muestra para el período de análisis 1993-2002

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_{1, up} (D_{up,it} \times EPS_{it}) + \beta_{1, reg} (D_{reg,it} \times EPS_{it}) + \sum_{j=2}^4 \beta_j (Control_{jit} \times EPS_{it}) + \beta_5 BVE_{it} + \epsilon_{it}$$

²¹ Los dieciséis países han sido agrupados en cuatro sistemas contables distintos, teniendo en cuenta las clasificaciones realizadas por trabajos como Nobes [1998] o La Porta et al. [1997]. Países del sistema contable anglosajón: Reino Unido, Irlanda y Holanda; países del sistema contable continental de influencia francesa: Francia, Bélgica, España, Portugal, Grecia e Italia; países del sistema contable continental de influencia germánica: Alemania, Austria y Suiza y finalmente, países del sistema contable continental de influencia escandinava: Dinamarca, Noruega, Suecia y Finlandia.

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

Panel A: Resultados del coeficiente $\beta_{1,up}$ procedentes de regresiones *pooled* en cada uno de los países de la muestra

País	Modelo 1 $D_{up,it} = UPEPS_3$			Modelo 2 $D_{up,it} = Meet_3$		
	Obs	Coef.Est. $D_{up,it}$	White T-stat	Obs	Coef.Est. $D_{up,it}$	White T-stat
R. Unido	5.605	0,987***	4,24	3.013	0,979***	3,64
Irlanda	128	0,817	0,66	74	0,221	0,16
Holanda	599	0,137	0,34	378	-1,002***	-2,34
Alemania	2.134	-1,648	-1,14	899	-1,037	-1,10
Austria	345	-0,938	-1,41	160	2,606*	1,88
Suiza	942	2,867***	3,48	533	-1,031	-1,42
Dinamarca	683	16,094***	3,19	241	0,340	0,53
Noruega	591	1,670	1,63	181	-0,861*	-1,94
Suecia	863	1,236**	2,17	341	-0,403	-0,71
Finlandia	457	0,501	0,77	187	1,044	1,75
Francia	1.821	0,496	1,03	952	-0,127	-0,19
Bélgica	265	0,138	0,08	161	1,026	0,62
España	476	0,798	1,60	301	-0,492	-0,71
Portugal	222	-0,960	-0,90	118	1,012	0,89
Grecia	123	6,852	1,68	101	7,815	1,38
Italia	543	1,944**	2,16	286	1,881	1,43

significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%

Panel B: Resultados del coeficiente $\beta_{1,up}$ para la estrategia UPEPS_3, procedentes de regresiones *pooled* en cada país, realizadas por tramos temporales

País	1993-1995		1996-1999		2000-2002	
	Coef.Est. $D_{up,it}$	T-stat.	Coef.Est. $D_{up,it}$	T-stat.	Coef.Est. $D_{up,it}$	T-stat.
R. Unido	-	-	0,280	0,81	1,357***	4,07
Irlanda	4,540***	2,60	0,565	0,21	-4,276***	-2,24
Holanda	-0,198	-0,51	-1,209*	-1,93	0,447	0,61
Alemania	-3,781	-1,35	-3,146	0,51	2,140	0,83
Austria	-1,520***	-2,44	-2,393	-1,16	1,983	1,70
Suiza	-0,068	-0,08	0,161	0,09	4,439***	3,36
Dinamarca	13,110	0,71	23,413***	4,87	0,481	1,35
Noruega	-0,880	-0,84	2,708	1,45	0,859	0,95
Suecia	-0,470	-0,76	1,380	1,55	2,505***	3,70
Finlandia	0,006	0,01	1,315	1,23	-0,634	-0,71
Francia	2,447***	2,60	2,078***	2,43	0,466	0,76
Bélgica	2,819	1,23	-4,493***	-2,24	-0,025	-0,01
España	1,355***	2,48	0,200	0,19	0,489	0,82
Portugal	-8,207	-7,01	-0,304	-0,24	2,391	1,55
Grecia	10,184***	3,96	9,414*	1,94	-6,142	-1,17
Italia	9,418***	2,63	-0,084	-0,06	1,955	1,72

* significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

Panel C: Resultados del coeficiente $\beta_{1,up}$ para la estrategia Meet_3, procedentes de regresiones pooled en cada país, realizadas por tramos temporales

País	1993-1995		1996-1999		2000-2002	
	Coef.Est. $D_{up,it}$	T-stat.	Coef.Est. $D_{up,it}$	T-stat.	Coef.Est. $D_{up,it}$	T-stat.
R. Unido	-	-	1,033***	3,20	1,095***	2,33
Irlanda	1,101	0,80	0,268	0,11	23,754***	11,79
Holanda	-0,269	-0,58	-1,122***	-2,18	-1,696	-1,39
Alemania	-0,311	-0,16	-1,070***	-7,98	-4,912***	-3,17
Austria	-2,553	-0,71	3,136***	2,37	0,000	0,00
Suiza	-1,274*	-1,95	-1,942***	-2,47	-0,929	-0,60
Dinamarca	0,228	0,17	0,115	0,11	1,306	1,39
Noruega	-5,601***	-5,93	-0,973	-1,54	-0,324	-0,72
Suecia	0,200	0,35	-1,365*	-1,79	1,552	1,53
Finlandia	-0,566	-0,52	0,472	0,80	1,388	0,95
Francia	-1,716	-1,32	0,332	0,39	0,723	0,63
Bélgica	-5,049***	-2,59	2,673	0,88	5,907***	2,26
España	0,961	1,02	-0,068	-0,06	-2,230	-1,66
Portugal	0,872	0,35	-0,933	-0,63	9,656***	4,79
Grecia	0,000	0,00	5,344	0,85	7,891***	2,91
Italia	0,031	0,01	2,932***	2,54	2,306	1,02

* significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%

Teniendo en cuenta los resultados del Panel A de la Tabla 7, así como los procedentes de la aplicación de la metodología de Fama y McBeth [1973] (estos resultados no están recogidos en las tablas y además, su aplicación tan sólo es posible en Francia, Alemania y Reino Unido), puede decirse que el país en el que se observa de forma más clara un efecto valorativo significativo para las dos estrategias analizadas, es el Reino Unido. En el resto de países, los resultados sufren de mayor variabilidad a lo largo del período temporal objeto de estudio (ver Panel B y C de la Tabla 7) e incluso entre las dos estrategias analizadas. Así, como puede observarse en el Panel A de la Tabla 7, junto al Reino Unido, en otros países como Suiza, Suecia, Dinamarca o Italia para la estrategia UPEPS_3 o en Austria para la estrategia Meet_3, los resultados obtenidos parecen indicar la existencia de un múltiplo significativamente mayor asociado al cumplimiento de cada estrategia. Sin embargo, al analizar cada período temporal por separado, el efecto sobre el múltiplo se diversifica, sin mantenerse en más de un período en la mayoría de los países de la muestra. Asimismo, y aunque se analizará más adelante, es importante adelantar que en el caso de Holanda y Noruega se observa una penalización del mercado a la publicación de sorpresas del resultado durante al menos tres ejercicios consecutivos (Meet_3). En el análisis realizado por periodos temporales recogido en el Panel B y C de la Tabla 7 puede observarse que este fenómeno es extensible a otros países, así como a la estrategia UPEPS_3.

Entrando en detalle en los resultados recogidos en el Panel B de la Tabla 7, puede observarse una gran variabilidad en los resultados obtenidos para cada país, sistema contable o período temporal analizado, aunque los datos sugieren que mientras que en el Reino Unido el cumplimiento de la estrategia UPEPS_3 es relevante en los años más recientes (período 2000-2002), en otros países de la Europa continental y en concreto, los pertenecientes a un sistema contable de influencia francesa, la publicación de crecimientos consecutivos en la cifra de resultados (UPEPS_3) ha sido valorado por el mercado durante la primera mitad de los años noventa. En cualquier caso, la estrategia UPEPS_3 no siempre está asociada a un múltiplo significativamente mayor, sino que como puede observarse en Irlanda (2000-2002), Holanda (1996-1999), Austria (1993-1995) o Bélgica (1996-1999), el mercado penaliza en ocasiones su cumplimiento²². Una posible explicación a este fenómeno, así como a la penalización observada en países como Alemania, Holanda, Suiza, Noruega o Bélgica, para la estrategia Meet_3, puede encontrarse en una posible reacción negativa por parte del mercado ante la publicación de cifras de resultados susceptibles de una mayor visibilidad política o una mayor fiscalización, que dificulte la retención de fondos internos para proyectos de inversión en el futuro. Tal y como explican García Lara et al. (2005) para Alemania, basándose en la teoría del “*pecking order*” [Myers, 1984 y Myers y Majluf, 1984] según la cual, los directivos prefieren utilizar fondos internos en la financiación de futuros proyectos de inversión, las presiones fiscales y de reparto de dividendos²³ a las que están sometidas las empresas alemanas, incitan la gestión a la baja del resultado contable para poder retener recursos en la compañía. La reacción negativa al cumplimiento de las estrategias Meet_3 y UPEPS_3 puede deberse a una penalización del mercado asociada a la mayor fiscalidad y dificultad para la retención de fondos internos para acometer proyectos de inversión futuros.

Centrándonos en el Panel C de la Tabla 7, se observa una mayor diversificación de los resultados dentro y entre los distintos sistemas contables en los que han quedado agrupados los países. El país en el que se observa una clara reacción positiva al cumplimiento de la estrategia Meet_3 es en el Reino Unido, ya que en el resto de países, bien la reacción es negativa, como ocurre en Alemania o Suiza, países que forman parte del sistema contable de influencia germánica, bien el efecto valorativo sólo puede observarse en un período concreto como ocurre en países como Portugal, Grecia, Italia, Austria o Irlanda, donde se observa un múltiplo positivo y estadísticamente significativo, o en el caso de Noruega, Suecia u Holanda, donde el efecto es negativo. Bélgica, es el único país donde puede observarse que el múltiplo asociado a la estrategia es opuesto en dos de los tres periodos analizados. Así mientras que se produce una penalización del mercado en el período 1993-1995, la reacción es positiva para el período 2000-2002, al igual que en el caso de otros países dentro de su mismo sistema contable como Portugal o Grecia.

Con el objetivo de contrastar los resultados obtenidos con el modelo de valoración principal, se ha utilizado como metodología de análisis alternativa el modelo de valoración a través de múltiplos, desarrollado por Bhojraj y Lee [2002], consistente en la estimación de un múltiplo

²² Este mismo efecto puede observarse también en Alemania, en el análisis de la estrategia UPEPS_3 realizado a través de la metodología de Fama y McBeth [1973].

²³ Tal y como explican Ball et al. [2000] y García Lara et al. [2005], el reparto de dividendos de acuerdo a las leyes alemanas (*German Stock Corporation Law*), debe ascender como mínimo al 50% del resultado de la compañía, salvo que la Junta General de Accionistas decida un reparto distinto. Asimismo, en relación a la presión fiscal, los beneficios no distribuidos entre los accionistas, tributan a una tasa mucho más alta (45% vs. 30%) [Ball et al. , 2002: 32]

teórico y su posterior comparación con el de mercado (Ver Tabla 8)²⁴. El país en el que se observa una diferencia significativa entre el múltiplo real y el estimado en ambas estrategias es en Alemania, donde, de forma consistente con los resultados obtenidos con el modelo de valoración principal, las empresas que cumplen con las dos estrategias analizadas, presentan un valor de mercado del múltiplo precio-beneficio significativamente inferior. Esto mismo ocurre en el caso de Francia, si bien las diferencias son tan sólo significativas para la estrategia UPEPS_3 y además, no coinciden con la tendencia observada en este país, donde, como queda recogido en el Panel B de la Tabla 7, en el período 1993-1995 y 1996-1999, puede observarse un efecto valorativo de signo positivo. Los resultados del Reino Unido no son significativos y por lo tanto, no son comparables con los obtenidos a través de la metodología de valoración principal.

TABLA 8

Resultados para Reino Unido, Alemania y Francia según el modelo de valoración de múltiplos

$$PE_{it} = b_0 + b_1 IHM_PE_{jit} + b_2 IHM_PB_{jit} + b_3 IHM_EVS_{jit} + b_4 MARGIN_adj_{jit} + b_5 LOSS_MARGIN_adj_{jit} + b_6 GROWTH_adj_{jit} + b_7 DE_{it} + b_8 ROE_{it} + e_{it}$$

$$WPE_{it} = b_0 + b_1 IHM_PE_{jit} + b_2 IHM_PB_{jit} + b_3 IHM_EVS_{jit} + b_4 MARGIN_adj_{jit} + b_5 LOSS_MARGIN_adj_{jit} + b_6 GROWTH_adj_{jit} + b_7 DE_{it} + b_8 ROE_{it}$$

Panel A: Diferencias en el múltiplo PE y el múltiplo estimado (WPE) para las empresas UPEPS_3

	Obs.	PE media	WPE media	Diferencia	T-stat
R. Unido	3.181	16,1946	10,3327	5,8619	0,89
Francia	1.095	17,6130	24,5894	-6,9765	-3,94***
Alemania	1.429	15,7168	35,9093	20,1926	-18,25***

Panel B: Diferencias en el múltiplo PE y el múltiplo estimado (WPE) para las empresas Meet_3

	Obs.	PE media	WPE media	Diferencia	T-stat
R. Unido	1.762	15,004	16,323	-1,318	-1,66
Francia	654	17,209	23,059	-5,833	-0,89
Alemania	568	17,664	26,719	9,055	-4,27***

Donde: P/E_{it} = Ratio precio-beneficio de cada empresa [*Price-to-Earnings (P/E)*] calculado como el coeficiente del precio por acción (DS datatype P) entre el resultado por acción (DS 254). IHM_PB_{jit} = Media armónica del ratio precio-neto patrimonial [*Price-to-Book (P/B)*] de todas las empresas dentro del mismo sector industrial, calculado como DS datatype P/DS 305. En el caso concreto del Reino Unido, el neto patrimonial se calcula como DS 1107- DS 306, excepto para las compañías financieras en las que se ha utilizado también el DS 305. IHM_EVS_{jit} = Media armónica del ratio del valor de la empresa sobre el total de las ventas [*Enterprise Value-to-Sales (EVS)*] de todas las empresas dentro del mismo sector industrial. El valor de la empresa se mide como la totalidad de su capitalización bursátil más el valor contable de la deuda a largo plazo.

²⁴ Esta metodología ha sido aplicada para contrastar los resultados de Francia, Alemania y el Reino Unido. No obstante, es importante señalar su falta de robustez. La capacidad explicativa del modelo de estimación utilizado es muy baja y muchos de los coeficientes de regresión obtenidos no son estadísticamente significativos.

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

El ratio se calcula como $(DS \text{ datatype MV} + DS 321)/\text{Ventas (DS 104)}$. IHM_PE_{jit} = Media armónica del ratio precio beneficio de todas las empresas dentro del mismo sector industrial. El ratio precio-beneficio de cada empresa i de la muestra de control al cierre de cada ejercicio t se calcula como el ratio del precio por acción entre el resultado por acción. Sobre esta medida se calcula cada año la media armónica de cada sector industrial. La clasificación industrial utilizada en las tres medidas anteriores está basada en el nivel INDC3 de Datastream. $MARGIN_adj_{jit}$ = El margen operativo para cada empresa i al cierre del ejercicio j ajustado por la mediana de la industria. El margen operativo [Operating Margin (MARGIN)] es el resultado procedente de las actividades ordinarias entre el importe neto de la cifra de ventas (DS 993/ DS 104). En el caso del Reino Unido, se aplica DS 1077 en lugar de DS 993. $LOSS_MARGIN_adj_{jit}$ = La variable anterior multiplicada por la variable ficticia LOSS para controlar el efecto de las empresas cuyo margen operativo es negativo. La variable ficticia LOSS toma valor 1 si la cifra del margen operativo es igual o menor a cero. $GROWTH_adj_{jit}$ = Recoge el crecimiento futuro de la empresa, ajustado por el de la mediana de la industria a la que pertenece. Esta variable queda estimada en función del crecimiento de la cifra de resultados en ejercicios anteriores, calculando el porcentaje medio de crecimiento de la cifra de resultados de los últimos 4 años, ajustado por la mediana del sector industrial de la empresa. DE_{it} = Corresponde al ratio de endeudamiento de la empresa [Debt-to-Equity (DE)], calculado como la totalidad de las deudas de la empresa (DS 389 + DS 321) entre el patrimonio neto (DS 305 o DS 1107-DS 306 para empresas no financieras del Reino Unido). ROE_{it} = Ratio de rentabilidad financiera de la empresa [Return on Equity (ROE)] calculado como el resultado del ejercicio entre el neto patrimonial (DS 625/DS 305 o DS 1107-DS 306 para empresas no financieras del Reino Unido).

La media armónica se calcula como $n/[S1/X_i]$, siendo n el número total de observaciones y X la variable para la que se quiere calcular la media.

* significativo al 10% , ** significativo al 5%, *** significativo al 1%

4.4. Resultados del análisis del efecto de la calidad del resultado

Como ha quedado descrito en la sección dedicada a la metodología de análisis, las empresas de cada país han quedado clasificadas en cinco grupos, en función de las tres variables de calidad del resultado calculadas, cuyos estadísticos descriptivos se presentan en la Tabla 9.

TABLA 9

Estadísticos descriptivos de las variables de calidad del resultado utilizadas en el cómputo del indicador agregado de calidad

Panel A: Resultados para el modelo 1: $D_{up,it} = UPEPS_3$

	Obs	Media	Mediana	Desv. Típ.
abs (WCA)/abs (Opin)	8.148	2,1295	0,4095	33,3829
abs (WC DACC _{it})	8.148	0,0658	0,0386	0,1042
abs(ϵ_{it})	8.148	0,0387	0,0256	0,0449
RQ _{it}	8.148	2,6453	3	1,1083

Panel B: Resultados para el modelo 2: $D_{up,it} = Meet_3$

	Obs	Media	Mediana	Desv. Típ.
abs (WCA)/abs (Opin)	4.850	1,7450	0,3584	37,6618
abs(ϵ_{it})	4.850	0,0564	0,0353	0,0776
abs (WC_DACC _{it})	4.850	0,0349	0,0233	0,0406
RQ _{it}	4.850	2,6490	3	1,1272

abs (WCA)/abs (Opin)= Ratio de los ajustes por devengo del activo circulante [*Working Capital Accruals* (WCA)] sobre el resultado procedente de las actividades ordinarias [*Operating Income* (Opin)]. abs (WC_DACC_{it})= Valor absoluto de los ajustes discrecionales por devengo procedentes del capital circulante [*Discretionary Working Capital Accruals* (WC_DACC)] calculados a través del modelo de Jones (1991) ajustado [Dechow *et al.* (1995)], aplicado de forma transversal [DeFond y Jiambalvo (1994)], es decir anualmente para cada sector industrial (INDC3). El valor que se presenta en los estadísticos descriptivos corresponde al valor de los ajustes discrecionales por devengo (WC_DACC) escalados por el valor de los activos totales de la compañía al comienzo del ejercicio contable. abs (ϵ_{it})= el valor absoluto de los residuos de la regresión mínimo cuadrática de los ajustes por devengo del capital circulante (WCA) sobre los flujos de caja [*Cash Flows in Operating Activities* (CFO)] del mismo año (t), así como los adyacentes, es decir, los flujos de caja en t+1 y en t-1. Un mayor valor de los residuos es indicativo de una calidad del resultado inferior. RQ_{it} = Indicador de calidad agregado de las tres variables anteriores. RQ_{it} toma valores entre 1 y 5. El valor 1 está asociado a muy buena calidad, valor 2 - buena calidad, valor 3 - calidad media, valor 4 - mala calidad y valor 5 - muy mala calidad.

A través de las tres variables de calidad, abs(WCA)/abs(Opin), abs (WC_DACC) y abs(ϵ_{it}) se genera el indicador agregado de calidad RQ_{it} que permite identificar a cada empresa en cinco niveles de calidad representados en las variables *Quality1*, *Quality2*, *Quality3*, *Quality4*, *Quality5*, que toman valores de 1-0 dependiendo del grado de calidad al que queda asignado el resultado de la empresa en cada año. Como puede observarse en los estadísticos descriptivos recogidos en la Tabla 9, el grado de calidad de la muestra se encuentra en un nivel medio de 2,64.

La Tabla 10 recoge los resultados procedentes del análisis de la calidad del resultado contable sobre el efecto valorativo de cada una de las estrategias analizadas en cada uno de los países de la muestra. De nuevo y de la misma forma que en la Tabla 7, los países han sido agrupados en cuatro sistemas contables.

Mientras que análisis adicionales permiten confirmar que la calidad del resultado está directamente asociada al múltiplo precio-beneficio, este mismo efecto no es extensible a las estrategias. Es decir, el múltiplo precio-beneficio es significativamente mayor para las empresas caracterizadas por tener una buena calidad del resultado, sin embargo, tal y como queda reflejado en el Panel A y Panel B de la Tabla 10, no ocurre lo mismo cuando analizamos el efecto de la calidad en el múltiplo recibido por las empresas que cumplen con las estrategias UPEPS_3 y Meet_3. En la mayor parte de los países de la muestra utilizada en este análisis²⁵, el efecto observado para cada uno de los niveles de calidad es muy variable y

²⁵ En el análisis del efecto de la calidad del resultado, el número de países se reduce a doce ya que para Irlanda, Noruega, Grecia y Portugal, no hay datos disponibles para el cálculo de algunas de las variables de calidad del resultado.

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

no se observa que los inversores valoren exclusivamente las estrategias asociadas a mayor calidad en la cifra de resultados. De nuevo y de forma consistente con los resultados de la Tabla 7, donde se observa que el efecto valorativo de las estrategias no prevalece de forma tan clara en Europa, los resultados de la Tabla 10 permiten extraer conclusiones similares. Sólo en países como el Reino Unido, Dinamarca, Suiza o Francia en el caso de la estrategia UPEPS_3 o en el Reino Unido, Austria, Dinamarca o Finlandia para el caso de la estrategia Meet_3, puede observarse un múltiplo consistente con la hipótesis de calidad planteada. Asimismo, al igual que ya ha quedado comentado en el análisis de los resultados presentados en la Tabla 7, incluso las empresas asignadas a un grupo de mayor calidad del resultado contable, obtienen una penalización por parte del mercado en países como Alemania, Holanda, Finlandia, Bélgica o Italia, en el caso de la estrategia UPEPS_3 y Holanda en el caso de la estrategia Meet_3.

TABLA 10

Efecto de la calidad del resultado en las estrategias analizadas UPEPS_3 y Meet_3 para el período de análisis 1990-2002

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_{1, up, quality1} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality1_{it}) + \beta_{1, up, quality2} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality2_{it}) + \beta_{1, up, quality3} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality3_{it}) + \beta_{1, up, quality4} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality4_{it}) + \beta_{1, up, quality5} (D_{up, it} \times EPS_{it} \times Quality5_{it}) + \beta_{1, reg} (D_{reg, it} \times EPS_{it}) + \sum_{j=2}^4 \beta_j (Control_{jit} \times EPS_{it}) + \beta_5 BVE_{it} + \epsilon_{it}$$

Panel A: Efecto de la calidad del resultado en la estrategia UPEPS_3. Resultados del coeficiente de regresión $\beta_{1, up}$ para cada uno de los niveles de calidad, procedentes de las regresiones pooled para la totalidad de la muestra en cada país.

	<i>1, up, quality1</i>		<i>1, up, quality2</i>		<i>1, up, quality3</i>		<i>1, up, quality4</i>		<i>1, up, quality5</i>	
	Coef.	White T-stat								
Reino Unido	0,097	0,25	0,803***	3,82	0,337***	2,12	0,626***	3,42	0,081	0,29
Holanda	-1,083*	-1,80	-0,252	-0,91	0,206	1,24	0,213	0,63	-0,016	-0,05
Alemania	-11,498***	-6,60	-2,229	-1,60	-0,340	0,00	-1,546***	-2,67	-0,157	-0,54
<i>Austria</i>	-	-	0,081	0,16	1,365***	6,22	0,377	0,87	-	-
Suiza	2,866	1,34	0,930*	1,73	1,418***	2,51	2,535	0,05	0,615***	2,22
Dinamarca	4,760	0,59	9,812***	3,75	5,396***	7,00	-0,509	-1,10	-	-
Finlandia	-5,256***	-4,68	-0,473	-0,74	-0,421	-0,79	0,584	1,38	-	-
Suecia	1,737	1,13	0,494	1,06	0,557**	2,03	-0,190	-0,54	-0,986***	-8,17
Francia	4,028***	3,65	0,493	0,84	-0,533	-1,78	0,021	0,08	0,258	0,85
Bélgica	-1,518**	2,00	0,567	0,43	-2,469***	-2,37	-2,865	-1,59	-	-
España	2,187	0,74	-0,087	-0,06	-0,046	-0,04	-0,880	-0,93	-	-
Italia	-4,941*	-1,86	0,805	1,55	0,320	0,38	1,194***	2,53	-	-

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

Panel B: Efecto de la calidad del resultado en la estrategia Meet_3. Resultados del coeficiente de regresión $1, up$ para cada uno de los niveles de calidad, procedentes de las regresiones pooled para la totalidad de la muestra en cada país.

	<i>1, up, quality1</i>		<i>1, up, quality2</i>		<i>1, up, quality3</i>		<i>1, up, quality4</i>		<i>1, up, quality5</i>	
	Coef.	White T-stat								
Reino Unido	1,100***	2,85	0,550***	2,58	0,121	0,75	-1,058	1,35	-0,093	-0,43
Holanda	-2,028***	-3,65	-0,795***	-2,12	-0,154	-0,87	-0,368	-1,06	0,568*	1,84
Alemania	6,976	1,00	-0,527	-0,68	-0,202	0,00	-0,583	-1,30	-0,059	-0,04
<i>Austria</i>	-	-	2,117***	7,97	-	-	0,778***	3,71	-	-
Suiza	-1,306	-1,02	-1,331***	-2,57	-0,883***	-2,81	0,693	-1,17	-	-
Dinamarca	3,361***	2,92	-1,252***	-2,71	1,322***	4,72	-0,050	-0,18	-	-
Finlandia	1,365	1,28	0,835***	2,38	-0,245	-0,51	0,137	0,52	-	-
Suecia	-0,404	-0,20	-0,836	-1,27	0,083	0,31	-0,313	-1,45	-	-
Francia	-1,508	-1,30	0,531	1,29	1,823*	1,86	-0,277	-0,86	-0,336	-1,67
Bélgica	-0,741**	2,00	-0,074	-0,22	-	-	-1,561***	-3,50	-	-
España	-	-	0,801	0,19	0,195	0,30	-1,130***	-2,36	0,009	0,00
Italia	-0,900	-0,73	-0,010	-0,01	-0,456	-0,49	0,375	0,69	-	-

El análisis empírico realizado no está exento de limitaciones. Una de las principales es el desequilibrio que existe en la muestra hacia países como el Reino Unido, Francia o Alemania, frente a otros países como Irlanda, Grecia, Portugal o España. En el análisis realizado para la totalidad de la muestra, este desequilibrio, impide extrapolar los resultados a todas las empresas europeas recogidas en la muestra, ya que éstos se ven fuertemente afectados por los tres países que aportan un mayor número de observaciones a la muestra global. De ahí el interés del análisis empírico por países. No obstante, la existencia de muestras pequeñas y la falta de un número suficiente de observaciones que permita identificar el cumplimiento de cada una de las estrategias (UPEPS_3 y Meet_3), puede ser un posible factor explicativo de la ausencia de significatividad del fenómeno, en muchos de los países de la muestra. Por este motivo, a lo largo del desarrollo del análisis empírico, se ha comprobado el porcentaje de empresas en cada país en las que ha podido identificarse cada una de las estrategias (UPEPS_3 y Meet_3), observándose que la significatividad estadística del fenómeno no es exclusiva de muestras con mayores observaciones o con un número más alto de casos en los que pueden identificarse las dos estrategias. En cualquier caso, la importancia de la muestra del Reino Unido, Francia y Alemania frente a otros países, hace que las conclusiones de los resultados obtenidos del análisis empírico, se centren principalmente en estos países.

Asimismo, con el objetivo de evaluar la incidencia de otras limitaciones en los resultados obtenidos, se han realizado una serie de análisis adicionales entre los que cabe destacar: el análisis del efecto valorativo de las estrategias del resultado por sectores industriales en cada uno de los países de la muestra; la división de muestra en dos grupos, el primero de empresas que durante todo el período de análisis sólo publicaron beneficios y el segundo, compuesto

por empresas que publicaron tanto pérdidas como beneficios; la sustitución de la variable $D_{up,it}$ que identifica el cumplimiento de la estrategia UPEPS_3 o Meet_3 por una nueva variable “*length*”, que mide la longitud de cada una de las estrategias en cada momento del tiempo y que identifica el efecto creciente sobre el múltiplo de una estrategia cada vez más larga; y por último, la aplicación de dos modelos de análisis alternativos que permiten controlar por los posibles efectos de la escala documentado por autores como Easton y Sommers [2003], Barth y Clinch [2001] o Barth y Kallapur [2001]. En líneas generales, los resultados obtenidos en cada uno de los análisis adicionales, no alteran las principales conclusiones del trabajo y permiten afirmar una vez más la heterogeneidad de los resultados obtenidos en cada país y la existencia de una prima asociada a las estrategias en situaciones muy particulares, para industrias, empresas o periodos temporales concretos y en ningún caso de forma tan generalizada como en Estados Unidos.

5. CONCLUSIONES

El principal objetivo de este trabajo es contrastar el efecto valorativo de dos estrategias de publicación del resultado: crecimientos en la cifra de resultados y sorpresas positivas, alcanzados de forma consecutiva durante un periodo de al menos tres años (UPEPS_3 y Meet_3), para comprobar si la tendencia de las empresas europeas a seguir el comportamiento americano, cumpliendo con determinados criterios de evaluación del resultado o *earnings benchmarks*, puede explicarse al igual que en el contexto estadounidense, por importancia de éstos como determinantes del valor de las empresas en el mercado de valores. La confirmación de la existencia de una prima por parte del mercado ante la publicación de sorpresas positivas o crecimientos consecutivos en la cifra de resultados, permitiría ofrecer una explicación al fenómeno documentado por autores como Gore et al. [2001] en el Reino Unido, Daske et al. [2003] en distintos países de Europa o Gallén y Giner [2005] en el caso de España.

Sin embargo, los resultados demuestran que el fenómeno documentado en Estados Unidos por autores como Barth et al. [1999], Lopez y Rees [2002], Bartov et al. [2002], Chevis et al. [2003] o Francis et al. [2003], no es extensible a Europa. Aunque el análisis para el conjunto de la muestra refleja un efecto valorativo significativo para la estrategia UPEPS_3 y Meet_3, los resultados obtenidos para cada país son muy variables, impidiendo confirmar la extensión y prevalencia del fenómeno estadounidense al ámbito europeo, incluso en países con grandes similitudes institucionales como es el caso del Reino Unido. Aunque en este país puede observarse de forma más clara la existencia de un múltiplo precio-beneficio mayor para las empresas que cumplen con las estrategias analizadas, lo cierto es que los resultados son muy variables dependiendo del tipo de empresa y el sector industrial analizado, el período temporal o el grado de calidad del resultado contable. Esto mismo es extensible a todos los países europeos, donde puede afirmarse que la valoración de las estrategias de publicación del resultado se trata de un fenómeno aislado en sectores o en empresas concretas, con características institucionales que favorecen la importancia del cumplimiento de los *benchmarks* o estrategias del resultado ya que son necesarias como mecanismos de señalización. Sin embargo, en ocasiones el cumplimiento de las estrategias de publicación del resultado genera una penalización por parte del mercado derivada de las posibles repercusiones políticas o fiscales derivadas de la señalización de una buena actuación por parte de la compañía. Asimismo, los resultados obtenidos en el análisis de la influencia de la calidad del resultado, la prima asociada a las estrategias no ofrece resultados consistentes a los

obtenidos en Estados Unidos y ponen de manifiesto que si bien la calidad del resultado es determinante en el múltiplo precio-beneficio de la compañía, lo cierto es que en la mayoría de los países, no incide en el múltiplo asignado a cada una de las estrategias analizadas, confirmando de nuevo la escasa importancia de éstas en los mercados financieros de los países europeos analizados en la muestra.

Aunque no se ha contrastado empíricamente, los resultados sugieren que las diferencias institucionales entre los países europeos y Estados Unidos pueden ser los factores determinantes de los resultados obtenidos. Como quedaba señalado en la introducción de este trabajo, las empresas europeas destacan entre otros aspectos, por una mayor concentración accionarial, un uso menos abusivo de los planes de opciones sobre acciones como mecanismos de remuneración a los directivos y un riesgo de litigio por parte de los accionistas mucho menor, ante caídas en el precio de las acciones. Éstos y otros factores relacionados con la fuerte relación entre la fiscalidad y la información financiera existente en muchos de los países que forman parte de la muestra analizada, puede incidir en la escasa importancia que puedan adquirir los *benchmarks* del resultado en los mercados de valores y en definitiva, a que su cumplimiento pueda deberse a factores de distinta naturaleza, por ejemplo contractual. Asimismo, *“la características institucionales y las motivaciones que llevan a que se realicen distintos procesos de elección contable”* [García Lara y Mora (2005)], varían de forma significativa dentro de la propia Europa y puede ser la causa de la disparidad de los resultados obtenidos ya que los objetivos perseguidos por la información financiera y en definitiva, su interpretación por parte de los inversores, pueden ser distintos en cada país. De hecho, una de las limitaciones de este trabajo ha sido la incorporación de países muy dispares a la muestra. La diversidad institucional existente dentro de la propia Europa, llama al desarrollo de estudios más específicos en cada país donde pueda analizarse en detalle la incidencia de particularidades institucionales en el fenómeno analizado en este trabajo.

BIBLIOGRAFIA

- ALI, A Y ZAROWIN, P. [1992]: "The role of earnings levels in annual earnings-returns studies", *Journal of Accounting Research*, vol.30, núm.2: 286-296.
- AUDITING PRACTICES BOARD (APB) [2001]: "Aggressive Earnings Management". Consultation Paper, London.
- BALL, R., KOTHARI, S.P. Y ROBIN, A. [2000]: "The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings", *Journal of Accounting and Economics*, vol.29, núm.1:1-51.
- BAO, D. Y BAO, B. [2004]: "Income smoothing, earnings quality and firm valuation", *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol.31, núm. 9 &10: 1525-1557.
- BARTH, M.E. Y CLINCH, G [2001]: "Scale effects in capital markets-based accounting research", Working Paper Stanford University y University of New South Wales.
- BARTH, M.E., ELIOT, J. A. Y FINN, M.W. [1999]: "Market rewards associated with patterns of increasing earnings", *Journal of Accounting Research*, vol.37, núm.2: 387-413.
- BARTH, M.E. Y KALLAPUR, S. [1996]: "The effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research", *Contemporary Accounting Research*, vol.13, núm.2: 527-567.

- BARTOV, E. GIVOLY, D. Y HAYN, C. [2002]: "The rewards to meeting or beating earnings expectations", *Journal of Accounting and Economics*, vol.33, núm.2: 173-204.
- BEAVER, W, MCNICHOLS, M Y NELSON, K. [2003]: "An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions", Working Paper Graduate School of Business, Stanford University.
- BHOJRAJ, S. Y LEE, C.M.C. [2002]: "Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms", *Journal of accounting research*, vol. 40, núm. 2: 407-439.
- BURGSTHALER, D. Y DICHEV, I. [1997]: "Earnings Management to avoid earnings decreases and losses", *Journal of Accounting and Economics*, vol.24, núm.1: 99-126.
- BROWN, L.D Y CAYLOR, M.L. [2004]: "A temporal analysis of thresholds: propensities and valuation consequences", Working Paper Georgia State University.
- BROWN, L.D. Y HIGGINS, H. [2002]: "Managers' guidance of analysts: International evidence", Working Paper, Georgia State University y Worcester Polytechnic Institute.
- COLLINS, D. Y KOTHARI, S. P. [1989]: "An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, vol.11, núm. 2-3: 143-181.
- CONYON, M. J. Y MURPHY, K. J. [2000]: "The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom", *The Economic Journal*, vol.110, núm. november: 640-671.
- DASKE, H., GEBHARDT, G. Y MCLEAY, S. [2003]: "A comparative analysis of the distribution of earnings relative to targets in the European Union", Working Paper J.W. Goethe-Universität Frankfurt y University of Wales at Bangor.
- DECHOW, P , RICHARDSON, S. Y TUNA, I. [2003]: "Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation", *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, núm. 2-3: 355-384.
- DECHOW, P. M. Y DICHEV, I. D. [2002]: "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, vol.77, núm. 4 (supplement): 35-59.
- DECHOW, P. M., SLOAN, R. Y SWEENEY, A. P. [1995]: "Detecting earnings management", *The Accounting Review*, vol.70, núm.2: 193-225.
- DEFOND, M. L. Y JIAMBALVO, J. [1994]: "Debt covenant violation and manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics*, vol.17, núm. 1-2: 145-176.
- DEGEORGE, F., PATEL, J. Y ZECKHAUSER, R. [1999]: "Earnings management to exceed thresholds", *Journal of Business*, vol.72, núm.1: 1-33.
- DHALIWAL, D. S LEE, K.J. FARGHER, N.L. [1991]: "The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage", *Contemporary Accounting Research*, vol 8, núm 1: 20-41.
- DURTCHI, C Y EASTON, P. [2005]: "Earnings management? The shapes of the frequency distributions of earnings metrics are not evidence of ipso facto", *Journal of Accounting Research*, vol. 43, núm. 4 :557-592.
- EASTON, P. D. Y SOMMERS, G.A. [2003]: "Scale and scale effects in market-based accounting research", *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 30, núm. 1-2: 25-55.
- EASTON, P. D. Y ZMIJEWSKI, M. E. [1989]: "Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements", *Journal of Accounting and Economics*, vol.11, num. 2-3: 117-141.

- FAMA, E. Y MACBETH, J. [1973]: "Risk, return and equilibrium: empirical test", *Journal of Political Economy*, vol.81, núm.3: 607-636.
- FRANCIS, J., LAFOND, R., OLSSON, P. Y SCHIPPER, K. [2003]: " Earnings quality and the pricing effects of earnings patterns", Working Paper Duke University, University of Wisconsin, Duke University y FASB.
- GALLÉN, M. L. Y GINER, B. [2005]: "La alteración del resultado contable para evitar pérdidas y descensos: evidencia empírica", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 34, núm.124.
- GARCÍA LARA, J.M., GARCÍA OSMA, B, Y MORA, A. [2005]: "The effect of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings", *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 32, núm. 3-4: 691-726.
- GORE, P., POPE, P. Y SINGH, A. [2002]: "Earnings management and the distribution of earnings relative to targets", Working Paper, Lancaster University.
- GRANT, J. Y KIRCHMAIER, T. [2004]: "Corporate ownership structure and performance in Europe", Working Paper, London School of Economics and Political Science.
- HAYN, C. [1995]: "The information content of losses", *Journal of Accounting and Economics*, vol.20, núm.2: 125-153.
- JOHNSON, W. B. Y SCHWARTZ, W. C. [2005]: "Are investors misled by "pro-forma" earnings?", *Contemporary Accounting Research*, vol. 22, núm. 4: 915-963.
- JONES, J. [1991] "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, vol.29, núm.2: 193-228.
- KASZNIK, R., Y MCNICHOLS, M. [2002]: "Does meeting expectations matters? Evidence from analyst' forecast revisions and share prices", *Journal of Accounting Research*, vol.40, núm.3: 727-759.
- KORMENDI, R. Y LIPE, R. [1987]: "Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns", *Journal of Business*, vol.60, núm.3: 323-345.
- KREUTZFELDT, R. Y WALLACE, W. [1986]: "Error characteristics in audit populations: Their profile and relationship to environmental factors", *Auditing: a Journal of Practice and Theory*, vol. 6, núm. 1: 20-43.
- LA PORTA, R, LOPEZ DE SILANES, F. SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. [1997]: "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 3: 1131-1150.
- LOPEZ, T. Y REES, L. [2001]: "The effect of beating and missing analysts' forecasts on the information content of unexpected earning", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol.2, núm.2: 155-184.
- MYERS, S. C. Y MAJLUF, N. [1984]: "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, núm. 2: 187-221.
- MYERS, S. C. [1984]: "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, núm 3: 575-592.
- NOBES, C. [1998]: "Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting", *Abacus*, vol. 34, núm. 2: 162-187.
- OHLSON, J. [1995]: "Earnings, book values and dividends in equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, vol.11, núm.2: 661-687.

La reacción de los mercados de capitales europeos a las estrategias de publicación del resultado

SKINNER, D. J. Y SLOAN, R. G. [2002]: "Earnings surprises, growth expectations and stock returns: Don't let an earnings torpedo sink your portfolio", *Review of Accounting Studies*, vol.7, núm. 2-3: 289-312.

WHITE, H. A [1980]: "Heterokedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heterokedasticity", *Econometrica*, vol.48, núm.8: 817-38.