

*La relevancia valorativa del resultado global frente al resultado neto: una perspectiva europea **

Value relevance of the comprehensive income versus net income: a European perspective

Begoña Giner Inchausti. Universidad de Valencia.

Francisca Pardo Pérez **. Universidad de Valencia.

RESUMEN Este trabajo investiga la relevancia valorativa del resultado global frente al resultado tradicional, a fin de analizar la conveniencia de dar mayor o menor transparencia a los componentes *dirty surplus*. A tal efecto se utilizan modelos de precios y de rentabilidades. La muestra incluye 11.793 observaciones de empresas que cotizan en Alemania, Francia, Holanda y Reino Unido en el periodo 1993-2002. Los resultados proporcionan evidencia sobre la relevancia valorativa del resultado, tanto neto como global, asimismo confirman la utilidad de los ajustes agregados sobre el resultado neto. Respecto al papel individual de los ajustes, no hay una pauta de comportamiento común, pero en Reino Unido se confirma de utilidad de la desagregación de los tres ajustes. Estos resultados tienen ciertas implicaciones para el regulador; sugieren la conveniencia de mostrar de forma transparente el resultado neto y los otros componentes del resultado global en un mismo estado que informe sobre este resultado.

PALABRAS CLAVE Resultado global; Relevancia valorativa; Contabilidad internacional; Mercado de capitales.

ABSTRACT This paper investigates the value relevance of comprehensive income versus traditional income, in order to consider the usefulness of reporting dirty surplus items in a more transparent way. To that end it uses price and return models. The sample includes 11,793 observations of quoted companies in Germany, France, The Netherlands and the United Kingdom in the period 1993-2002. The results provide evidence on the value relevance of income, both net and comprehensive income, moreover they confirm the usefulness of dirty surplus items. With regard to the individual role of these adjustments, there is not a common behaviour, but the decomposition of three analyzed adjustments appears to be clearly useful in the United Kingdom. These results have some implications for regulators; they reveal the convenience of disclosing separately the income and dirty surplus items in the same income statement, as this provides more transparency.

KEYWORDS Comprehensive income; Value-relevance; International accounting; Capital market.

* Agradecemos a los evaluadores, y en especial a M.^a Teresa Tascón, los comentarios y sugerencias realizados que sin duda han mejorado este trabajo. El trabajo forma parte de los proyectos de investigación: SEJ2005-08644-C02-01, financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia; ECO2008-06238-C02-01, financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación, y fondos FEDER.

** **Autora para correspondencia:** Francisca Pardo Pérez, Departamento de Contabilidad, Facultad de Economía, Universidad de Valencia, Avda. dels Tarongers s/n (46071) Valencia, España. Tel. +34 963828280, Correo-e: francisca.pardo@uv.es

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo principal de este trabajo es analizar la relevancia valorativa del resultado global y sus componentes⁽¹⁾; en la literatura contable se considera que una cifra contable tiene relevancia valorativa si tiene la asociación esperada con los precios del mercado de valores (Barth *et al.*, 2001). Con este estudio se pretende contribuir al debate sobre la utilidad de esta nueva medida del rendimiento de la empresa frente a la tradicional cifra de resultados, así como sobre la forma de presentación del resultado global. Esta discusión ha adquirido una gran notoriedad desde los años noventa, y en 2001 el tema se reabrió como consecuencia de un proyecto del IASB (*International Accounting Standards Board*) sobre el formato del estado de resultado global. En 2008, se emitió un documento de discusión fruto del proyecto conjunto del IASB y el FASB (*Financial Accounting Standards Board*) sobre presentación de estados financieros, en el que se plantea la estructura de un estado de resultado global que sustituiría al estado de resultados y en el que resultado neto tradicional es un nivel intermedio en la obtención del resultado global.

A pesar de la existencia de una sólida base conceptual en favor de un estado que muestre todos los cambios en el patrimonio neto no derivados de transacciones con los propietarios, este estado ha encontrado fuertes detractores, principalmente entre las empresas. El concepto de resultado global, o resultado de excedente limpio (*clean surplus*) siguiendo la terminología de Ohlson (1995), incluye en la cifra de resultado, no sólo todos los ingresos, gastos, ganancias y pérdidas⁽²⁾ que aparecen actualmente en el resultado neto, sino también otros movimientos ahora incluidos directamente en el patrimonio neto, también llamados componentes del excedente sucio (*dirty surplus*). Así pues la noción de resultado global se aproxima a la de ganancia en términos económicos (aumento de riqueza), ahora bien depende de las normas contables por cuanto sólo si los cambios de valor se reconocen dan lugar a un resultado; sin embargo a diferencia de la noción de resultado neto tradicional obvia la cuestión de si el cambio de valor ha ido al resultado del período o directamente al patrimonio neto, lo que supone que está menos condicionado por la propia normativa contable. En la mayoría de los países, las normas contables permiten, y han permitido, incluir algunos cambios de valor directamente en el patrimonio neto, y como Isidro *et al.* (2004) ponen de relieve estas partidas son potencialmente materiales, su distribución no está centrada en el cero y hay diferencias importantes entre unos países y otros. Se aduce que, si se incluyeran en una cuenta de resultados, serían más visibles, mejorando la transparencia de la información financiera, algo que el IASB y en especial los inversores consideran una cualidad importante en

(1) El término resultado global fue introducido en el SFAC 1 (FASB 1978) y definido en el SFAC 3 (FASB 1980). Fue reemplazado algunos años después por el SFAC 6 (FASB 1985) y se definió como «el cambio en el patrimonio neto de una empresa durante un período derivado de transacciones y otros eventos y circunstancias no relacionados con los propietarios de la entidad. Incluye todos los cambios del patrimonio neto durante un período excepto los resultantes de aportaciones de los propietarios y distribuciones a los mismos» (SFAC 6, párrafo 70). El SFAC 5 (FASB 1984) recomendaba la presentación de esa cifra.

(2) Según el marco del IASB (IASB 1989), la definición de ingresos incluye tanto ingresos como ganancias y la de gastos incluye gastos y pérdidas.

la información. Otro efecto de este nuevo estado podría ser la eliminación de la llamada práctica de reciclaje. Así, en determinados modelos contables, algunos de estos movimientos que no se registraron inicialmente en la cuenta de resultados son reconocidos en ella con posterioridad cuando se realizan, lo que puede conllevar dificultades en la interpretación del resultado contable, lo que se evitaría mediante el nuevo estado. En definitiva hoy en día la discusión no es tanto si presentar o no el resultado global, sino qué importancia debe darse a esta magnitud. No cabe duda que conocer su relevancia para el mercado y la de sus componentes es un aspecto clave para los reguladores, y de ahí la abundante literatura que ha examinado este aspecto.

Este trabajo proporciona evidencia empírica referida a la Unión Europea (UE) sobre la relevancia valorativa del resultado global frente al tradicional. En él se compara la relevancia valorativa de ambas medidas, y se profundiza en un aspecto a nuestro juicio más importante cuál es la relevancia valorativa de los componentes del resultado global, de forma agregada y separada; de esta forma se pretende contribuir al debate sobre la forma de presentación, más o menos transparente, de este resultado. En la terminología de Holthausen y Watts (2001) y Giner *et al.* (2002) abordamos un estudio de relevancia siguiendo la metodología de asociación, relativo e incremental, pero puesto que nos basamos en un modelo de valoración, concretamente en Ohlson (1995), se considera un trabajo de medición. Asimismo hacemos un análisis de rentabilidad a fin de valorar la oportunidad de esta información.

El período de estudio (1993-2002) es previo a la adopción obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la UE. Nuestro análisis empírico no hace referencia a un país específico, sino que considera un área más amplia, donde en el período examinado todavía había diferencias en las normas contables y, en consecuencia, los componentes del excedente sucio varían de un país a otro. Desde nuestro punto de vista la incorporación de diversos escenarios da mayor generalidad al trabajo y por lo tanto al análisis del papel de estas partidas para la valoración. Por otra parte, a excepción de Reino Unido (RU), en los demás países no se exigía presentar los excedentes sucios en un estado de resultados, lo que sin duda dificulta la tarea de los usuarios, por ello consideramos que la comparación entre los resultados de los diversos países permite captar si la mayor transparencia puede afectar a las decisiones de los inversores.

La estructura de este trabajo es la siguiente: tras esta introducción, en el apartado dos se presentan los antecedentes y los motivos que dan lugar a este análisis. El apartado tres detalla otros estudios afines. El apartado cuatro está dedicado al análisis empírico, hipótesis, modelos, muestra y resultados. La conclusión de esta investigación se incluye en el apartado cinco.

2. ANTECEDENTES Y MOTIVACIÓN

Entre los organismos pioneros en la elaboración de normas referidas al resultado global destacan el británico ASB (*Accounting Standards Board*) y el estadounidense FASB. El FRS 3 (ASB 1992) establece un estado contable primario adicional de ingresos y gastos totales reconocidos. Por su parte el SFAS 130 (FASB 1997) exige dar a conocer

el resultado global, que incluye algunos componentes del excedente sucio, además del resultado neto, pero ofrece dos alternativas: a través de un estado de resultados (que podría ser una cuenta de resultados ampliada o un estado independiente que empezase con el resultado neto) o a través del estado de cambios en el patrimonio neto, pero con un subtotal claro que constituya el resultado global⁽³⁾; en la práctica, la gran mayoría de las empresas de Estados Unidos (EE.UU.) han utilizado esta última alternativa. En cierta medida, esta norma derivó de las críticas de los usuarios sobre la escasa y contradictoria divulgación de estos componentes, lo que dificulta su uso a pesar de considerar que tienen relevancia valorativa (AIMR 1993).

En 2001, el recién creado IASB inició un proyecto conjunto con el ASB cuyo objetivo principal era diseñar un formato para el estado de resultado global. Este proyecto, siguiendo las recomendaciones del documento *Reporting Financial Performance* del G4+1 (1999), trató de sustituir el modelo basado en transacciones realizadas por otro nuevo que incluyera las transacciones realizadas y las no realizadas⁽⁴⁾. En abril de 2004 el IASB y el FASB acordaron trabajar juntos y combinar sus proyectos sobre divulgación y clasificación de partidas de ingresos, gastos, ganancias y pérdidas. En noviembre de 2004, formaron un Grupo Internacional Conjunto sobre *Reporting Financial Performance*. En marzo de 2006 el grupo cambió el título del proyecto al de *Financial Statement Presentation* para indicar con mayor claridad que se abordan todos los estados financieros, no solamente el estado de ingresos y gastos reconocidos; el proyecto conjunto consta de tres fases.

Como resultado de la primera fase se revisó la NIC 1 sobre «Presentación de Estados Financieros» (IASB 2007) introduciéndose un estado de resultado global; en estos momentos las empresas deben presentar todos sus ingresos y gastos de forma separada de los cambios en el patrimonio neto que procedan de transacciones con sus propietarios. Ha cambiado el nombre de «estado de ingresos y gastos reconocidos» por el de «estado de resultado global», en consonancia con la terminología del FASB, pero se da la opción de presentar los ingresos y gastos y el resto de componentes del resultado global en un único estado de resultado global o en dos estados separados; de forma que el estado de resultado global se presentaría a continuación del estado de resultados tradicional. En 2008 se emitió un documento conjunto de discusión acerca de aspectos preliminares sobre la presentación de estados financieros. Este documento plantea la estructura del estado de resultado global que sustituye al tradicional estado de resultados. Ambos organismos publicaron en mayo de 2010 sendos borradores en los que mantienen esta postura. En el Apéndice se resume la normativa expuesta.

El planteamiento del resultado global sigue el enfoque de balance, y en él se recogen todos los cambios de valor de los elementos (activos y pasivos) del balance, de forma

(3) La NIC 1 revisada en 2003 siguió esta línea, y exigió que el estado de cambios en el patrimonio neto mostrase las ganancias o pérdidas netas, y un subtotal de los componentes del resultado global separado claramente de los movimientos resultantes de las transacciones con los accionistas. También ofreció la opción de incluir estos componentes en un estado contable distinto denominado «estado de ingresos y gastos reconocidos».

(4) Esto puede considerarse un paso más avanzado que el seguido por el FRS 3 y el SFAS 130. Por su parte, el *Financial Accounting Standards Committee* de la *American Accounting Association* estuvo de acuerdo con la propuesta de un único estado financiero: «No encontramos ventaja alguna, conceptual o práctica, en la presentación de cuentas múltiples y creemos que este enfoque múltiple conlleva muchos costes para los usuarios» (Wahlen *et al.* 2000: 366).

que la cuenta de resultados tiene un carácter residual o secundario. Sin embargo, como señala Walton (2003), las empresas discrepan de este planteamiento, y consideran que lo crucial es la cuenta de resultados.

También entre los académicos hay diversidad de opiniones. Algunos han recibido la nueva medida del resultado de manera muy favorable⁽⁵⁾. Así Schipper y Vincent (2003) la apoyan porque es la propuesta que más se acerca al concepto de resultado de Hicks (1946); además, según Penman (2003), es la medición más adecuada desde el punto de vista de los accionistas. Por otra parte, es la base del modelo Ohlson, en el que se fundamenta gran parte de la investigación contable basada en el mercado de capitales. El resultado global adopta una noción amplia de beneficios, donde los cambios de valor reconocidos se agregan al resultado realizado, eliminando así la tendencia oportunista de realizar los beneficios (incluso para después adquirir el mismo activo) para evitar incurrir en pérdidas en un ejercicio.

Como apuntan O'Hanlon y Pope (1999), otro aspecto importante es la falta de transparencia de los cambios en el patrimonio neto de los accionistas que no se incluyen en el resultado tradicional (los componentes del excedente sucio). Si bien este tema ya fue objeto de debate en la primera mitad del siglo pasado⁽⁶⁾, ha vuelto a suscitar gran interés a raíz de los cambios normativos expuestos. La diferencia de tratamiento de los cambios de valor ha despertado preocupación en la profesión contable y en los usuarios, principalmente en los inversores, debido a los posibles efectos negativos que la falta de transparencia puede provocar en la comparabilidad y la relevancia valorativa de la información. Como bien es sabido, según la normativa internacional algunos cambios de valor se llevan al patrimonio neto⁽⁷⁾, y otros se imputan al resultado⁽⁸⁾; ello da cierta sensación de arbitrariedad. Además, el hecho de que esta decisión dependa de la función que desempeña el activo en la empresa y no de su naturaleza puede dificultar la interpretación de la información por parte de los usuarios, a la par que fomentar la discrecionalidad de los directivos. Tras los escándalos financieros de principios de este siglo, la necesidad de proporcionar información transparente para recuperar la credibilidad perdida en la información financiera es uno de los principales objetivos de los reguladores de la información financiera, y ésta es, probablemente, una de las motivaciones que subyacen al proyecto del resultado global.

Por otra parte, según parece los directivos actúan como si percibiesen diferente actitud por parte de los inversores según se incluya el resultado global en el estado de cambios en el patrimonio neto o en la cuenta de resultados. Lee *et al.* (2006) encuentran que en el sector seguros los directivos manipulan el resultado neto mediante el traspaso selectivo de resultados que inicialmente se habían aparcado en el neto; por ello prefieren in-

(5) Véase la respuesta del *Financial Accounting Standards Committee* de la *American Accounting Association* a la propuesta normativa del FASB sobre la presentación financiera del resultado global (Linsmeier *et al.* 1997).

(6) Véase por ejemplo Paton (1934), May (1937) y Littleton (1940).

(7) Como es el caso de las revalorizaciones del inmovilizado (NIC 16), ganancias y pérdidas de moneda extranjera al convertir las inversiones netas (NIC 21), ganancias y pérdidas de los instrumentos financieros disponibles para la venta (NIC 39).

(8) Por ejemplo, las ganancias y pérdidas de los instrumentos financieros de la cartera de negociación (NIC 39) o las revalorizaciones de inversiones inmobiliarias si se sigue el modelo de valor razonable (NIC 40).

cluir el resultado global en el estado de cambios en el patrimonio neto. También Bamber *et al.* (2010) observan que la elección de formato de presentación del resultado global puede ser explicada por los incentivos de los directivos, de forma que prefieren incluirlo en el patrimonio neto cuando su seguridad en el empleo y remuneración están ligadas a los precios de los títulos. Esta diferente percepción sobre los formatos del estado de resultados se observa también en estudios experimentales que han evidenciado que al incluir el resultado global en el patrimonio neto se dificulta detectar la manipulación del resultado (Hirst y Hopkins 1998).

Por el contrario, otros autores argumentan que el resultado global tiene mayor volatilidad que el tradicional lo que puede afectar a la percepción del riesgo de la entidad, pudiendo perjudicar a la valoración de la empresa en el mercado de valores. Normalmente, quienes apoyan la existencia de componentes del excedente sucio sostienen que ayudan a eliminar las partidas transitorias de la cifra de resultados, facilitando que los inversores perciban con mayor claridad el resultado sostenible, más útil a la hora de pronosticar los resultados y los flujos de tesorería futuros (Skinner 1999). Otro argumento utilizado para apoyar esta práctica es que permite excluir del resultado los componentes que no están bajo el control de los directivos, lo que hace que sea más útil para evaluar su gestión; sin embargo, como apuntan Linsmeier *et al.* (1997), esto podría hacer que los directivos fueran menos conscientes del impacto de algunos factores sobre la riqueza de los propietarios. Según parece los que defienden la existencia de excedentes sucios prefieren que el resultado global tenga la menor visibilidad posible, por lo que si bien preferirían que no se utilizase este concepto, puestos a hacerlo optan porque se incluya en el estado de cambios en el patrimonio neto y no en un estado de resultados.

En el apartado siguiente se describen estudios afines que han producido resultados contradictorios sobre las ventajas del resultado global frente al resultado tradicional.

3. REVISIÓN DE LA LITERATURA

La literatura empírica sobre relevancia para el valor es muy abundante, y antes de abordar la referida al resultado global, parece apropiado hacer una síntesis de su planteamiento y evolución⁽⁹⁾. Si bien los primeros trabajos seguían una metodología de eventos, con posterioridad adoptaron una metodología a largo plazo que establece una relación entre variables fondo: precios y datos contables. Estos trabajos se denominan de asociación y en la medida que subyace un modelo se suelen denominar de valoración o medición. Éstos permiten no sólo detectar la relevancia para el valor de una variable a través de la significatividad de su coeficiente, sino que en la medida que el coeficiente se ajuste a lo establecido por el modelo permiten captar dos características clave del modelo contable: la fiabilidad y la relevancia⁽¹⁰⁾. Ambos tipos de trabajos pueden abordarse de forma relativa e incremental. En los primeros se observa la relevancia relativa de variables

(9) Puede verse: Barth *et al.* (2001), Holthausen y Watts (2001) y Giner *et al.* (2002). En Van Cauwenberge y De Beelde (2007) se revisa la literatura referida al resultado global.

(10) Sin embargo como Barth *et al.* (2001) matizan estos análisis no permiten distinguir entre ambas características o atributos.

alternativas (generalmente comparando los R^2 de los distintos modelos), y en los segundos analizando la significatividad de la variable que se añade al modelo base (o bien el aumento del R^2 ajustado). Si bien, la forma funcional de los modelos de asociación supone emplear precios, dados los problemas de heterocedasticidad que conlleva esta especificación se han escalado por distintas variables, entre las que se incluye el precio de mercado. Además algunos han utilizado primeras diferencias con lo que se asemejan a los modelos de rentabilidad, lo que por su propia naturaleza capta la dimensión oportunidad de la información contable en relación con lo que capta el mercado. A continuación abordamos la revisión de la literatura sobre la relevancia del resultado global y sus componentes, distinguiendo entre los trabajos de rentabilidad y precios, ya se planteen en forma relativa o incremental; como se observa seguidamente la mayor parte de esta literatura se ha abordado a través de modelos *ad hoc* de rentabilidad.

O'Hanlon y Pope (1999) examinan la relevancia valorativa incremental de los flujos del excedente sucio durante el período 1972-1992, período previo a la introducción del FRS 3 en RU. Miden la relevancia valorativa a través de la asociación entre la rentabilidad bursátil y ciertas variables contables, y utilizan diferentes intervalos, desde 1 año hasta 20 años. Tanto para los análisis en intervalos a corto plazo como a largo plazo, los resultados evidencian que el beneficio ordinario tiene mayor relevancia valorativa que el global. En cuanto a los demás componentes examinados, en un intervalo a largo plazo, las partidas extraordinarias son relevantes, mientras que el resto de componentes no lo son.

Respecto a los estudios en EE.UU., los pioneros Cheng *et al.* (1993) consideran el período 1972-1989 y a través de un análisis de rentabilidad relativo concluyen que el resultado global es menos relevante que el resultado neto. Tampoco detectan que el agregado de los excedentes sucios tenga valor incremental sobre el resultado neto. Dhaliwal *et al.* (1999) evalúan la capacidad relativa del resultado global y del resultado neto para captar el rendimiento de la empresa a través de la rentabilidad bursátil, y examinan qué ajustes sobre el resultado global muestran mayor asociación. Con este fin, analizan los años 1994 y 1995, previos al SFAS 130. Sus conclusiones no demuestran que el resultado global esté más vinculado a la rentabilidad que el resultado neto, y detectan que el único excedente sucio que tiene valor incremental es el derivado de la revalorización de la cartera de negociación. Biddle y Choi (2006) analizan un período más largo (1994-1998) en un estudio de rentabilidades, realizado de forma relativa e incremental, en el que además de los resultados del período incluyen los resultados retardados. El estudio revela que el resultado global es más relevante para la rentabilidad de las acciones, y que dos componentes sucios (moneda extranjera y ajustes de valor de activos financieros disponibles para la venta) tienen poder incremental. Por otra parte ponen de manifiesto que el resultado tradicional es más relevante para los contratos de remuneración de la gerencia. Ello sugiere que distintas cifras contables pueden ser útiles para distintos fines. Por su parte Chambers *et al.* (2007) examinan el período 1998-2003 posterior a la aplicación del SFAS 130 evidenciando que dos componentes del resultado global son relevantes para los inversores (el ajuste por conversión de moneda extranjera y las ganancias o pérdidas no realizadas en activos financieros disponibles para la venta). Adicionalmente investigan si el estado financiero en el que se muestran estos componentes del resultado global afecta a la valoración y evidencian

que los inversores prestan mayor atención si la información se incluye en el estado de cambios en el patrimonio neto que si se hace en el estado de resultados.

Kanagaretnam *et al.* (2009) examinan la relevancia valorativa de las partidas del resultado global en una muestra de empresas canadienses que cotizan en EE.UU. durante el período 1998-2003. Sus resultados concluyen que dos de los componentes del resultado global que analizan tienen valor incremental para explicar la rentabilidad bursátil y el valor de mercado (los ajustes a valor razonable derivados de coberturas de flujos de tesorería y los derivados de activos financieros disponibles para la venta). Asimismo evidencian que la cifra de resultado global agregada está más asociada (en términos de poder explicativo) al valor de los títulos y la rentabilidad que el resultado neto. Concluyen que obligar a las empresas canadienses a divulgar los componentes del resultado global probablemente mejorará la relevancia valorativa de la información contable.

Kubota *et al.* (2009) utilizan una muestra de empresas japonesas cotizadas en el período 2000-2005. Mediante modelos de rentabilidades concluyen que el resultado neto posee mayor relevancia que el resultado global, si bien los otros componentes del resultado global poseen relevancia incremental significativa.

En el ámbito europeo los trabajos son escasos y bastante recientes, a excepción de O'Hanlon y Pope (1999). Wang *et al.* (2006) analizan la relevancia valorativa de los componentes del resultado global en Holanda. Mediante la aplicación de modelos de rentabilidad en intervalos de uno, dos, cinco y diez años evidencian que en el período 1988-1997 tanto el resultado neto como el resultado global son relevantes para explicar la rentabilidad bursátil, si bien el resultado neto parece ser más relevante. Encuentran que los componentes del resultado global agregado no son relevantes, aunque, hallan cierta evidencia de que las revalorizaciones de activos y las diferencias de conversión de moneda extranjera tienen poder explicativo. Ernstberger (2008) utiliza una muestra de empresas alemanas que voluntariamente aplicaron durante el período 2001-2004 las NIIF o los USGAAP, y mediante un modelo de rentabilidad concluye que el resultado global no parece ofrecer información relevante incremental sobre la ofrecida por el resultado tradicional. El único componente sucio que tiene relevancia valorativa incremental es el ajuste por valoración de activos financieros disponibles para la venta.

Finalmente Goncharov y Hodgson (2008) analizan diversos aspectos sobre valoración, predicción y conservadurismo con una muestra de empresas de 16 países europeos. En relación con las cuestiones de valoración, realizan análisis de rentabilidad y de precios, en forma relativa e incremental; sus resultados *pooled* muestran que el resultado neto supera al resultado global.

Los trabajos analizados siguen una metodología común de rentabilidad, por lo que abordan la cuestión de la oportunidad del resultado global frente al neto, así como de los diversos componentes, pero los resultados obtenidos no son concluyentes. Mientras Cheng *et al.* (1993), O'Hanlon y Pope (1999), Wang *et al.* (2006), Goncharov y Hodgson (2008) y Kubota *et al.* (2009) sugieren que el resultado neto posee mayor relevancia que el resultado global, Cahan *et al.* (2000), Biddle y Choi (2006) y Kanagaretnam *et al.* (2009) encuentran evidencia de que el resultado global es superior al resultado neto.

Por otra parte la mayor parte de trabajos concluyen que algunos excedentes sucios tienen poder explicativo incremental para explicar la rentabilidad de los títulos, por lo que la desagregación del resultado global parece una medida aconsejable.

Frente a la anterior literatura cabe señalar Dhaliwal *et al.* (1999), Cahan *et al.* (2000), Pinto (2005), Goncharov y Hodgson (2008) y Kanagaretnam *et al.* (2009), que utilizan modelos de precios. El primer trabajo utiliza un modelo de precios *ad hoc*, que confirma la mayor relevancia del resultado neto detectada en su análisis de rentabilidad, pero en los restantes se emplea un modelo de precios basado en Ohlson (1995). Como a continuación se detalla, los resultados de la mayoría de estos trabajos no son concluyentes sobre la conveniencia de desagregar los componentes del resultado global.

Cahan *et al.* (2000) analizan la relevancia valorativa incremental de las partidas de excedente sucio en Nueva Zelanda en el período 1993-1997. Puesto que el FRS 2, emitido en 1994, se aplicó por primera vez en 1995, examinan si el uso del nuevo estado contable produjo alguna diferencia en la relevancia valorativa de las partidas incluidas previamente en el patrimonio neto. Sus resultados no evidencian la utilidad de la desagregación del resultado global, pero sí la superioridad del resultado global sobre el resultado neto. Respecto a la relevancia valorativa del nuevo estado contable, no detectan que la relevancia valorativa incremental de estas partidas cambiara después del FRS 2. Concluyen que, en contraposición al punto de vista de los reguladores y de los usuarios, podría no ser necesario un nuevo estado contable. Sin embargo O'Hanlon (2000) cuestiona estos resultados dado el pequeño tamaño de la muestra (48 empresas).

Pinto (2005) analiza la relevancia del ajuste de moneda extranjera en una muestra de empresas de EE.UU. durante el período 1991-1996. Los resultados confirman que dicho ajuste es relevante, por lo que sostiene que debe ser mostrado separadamente del resultado neto. Por el contrario, Goncharov y Hodgson (2008) no detectan que los componentes del resultado global distintos al resultado neto tengan valor. En Kanagaretnam *et al.* (2009) se utiliza una versión del Ohlson similar a la empleada en este trabajo y se confirma que los excedentes sucios examinados tienen relevancia valorativa.

4. ANÁLISIS EMPÍRICO

4.1. HIPÓTESIS

Como ya se ha indicado anteriormente, el objetivo de este estudio es contribuir al debate sobre la relevancia valorativa del resultado global frente a la tradicional cifra de resultados, así como sobre la conveniencia de dar más transparencia a los excedentes sucios. En este trabajo partimos de un modelo de valoración, y analizamos en primer lugar la relevancia de las dos variables flujo alternativas, si bien es su ubicación lo que en estos momentos es objeto de máxima atención. Nuestra primera hipótesis, en forma alternativa, es la siguiente:

H_1 *El resultado global proporciona información más relevante para los inversores que el resultado neto.*

Por otro lado, consideramos la relevancia valorativa incremental sobre el resultado neto de los ajustes que se incorporan directamente al neto patrimonial. Algunos trabajos han evidenciado que los inversores se benefician de la presentación desagregada de ingresos y gastos en la cuenta de resultados tradicional (Lipe 1986; Wild 1992; Barth *et al.* 1992; Strong y Walker 1993; Booth *et al.* 1997; Giner y Reverte 1999). En esta misma línea la mayoría de trabajos examinados sugieren la conveniencia de desagregar los componentes del resultado global, si bien debemos insistir en que se trata de trabajos que emplean modelos de rentabilidades, mientras que los de precios no son tan concluyentes. En este trabajo primero analizamos la relevancia incremental agregada de los ajustes, así pues planteamos la siguiente hipótesis:

H₂ Los otros componentes (distintos al resultado neto) del resultado global agregados proporcionan información relevante incremental para los inversores con respecto a la ofrecida por el resultado neto.

También analizamos si los ajustes efectuados sobre el resultado neto, los excedentes sucios del resultado global, proporcionan individualmente información relevante para los precios, lo que justificaría su presentación separada.

H₃ Los otros componentes (distintos al resultado neto) del resultado global proporcionan de forma individual información relevante para los inversores.

Como se ha indicado la mayor parte de la literatura revisada lleva a cabo análisis de rentabilidad. Se trata de una metodología complementaria para analizar la relevancia de las variables contables, si bien como se ha puesto de relieve en este caso es la oportunidad la dimensión que se juzga; es decir, si la información recogida en los estados financieros es contemporánea con los cambios de los precios. Así Barth *et al.* (2001: 95) señalan: «La distinción clave entre los estudios de relevancia para el valor que examinan los precios y los que examinan los cambios en precios, o rentabilidades, es que los primeros están interesados en determinar lo que se refleja en el valor de la firma y los segundos lo que se refleja en los cambios de valor en un período específico de tiempo». A continuación planteamos tres hipótesis análogas a las expuestas para los modelos de precios:

H₄ El resultado global proporciona información más oportuna que el resultado neto.

H₅ Los otros componentes (distintos al resultado neto) del resultado global agregados proporcionan información oportuna incremental con respecto a la ofrecida por el resultado neto.

H₆ Los otros componentes (distintos al resultado neto) del resultado global proporcionan de forma individual información oportuna.

4.2. MODELOS DE VALORACIÓN.

Con el fin de contrastar la relevancia valorativa del resultado global frente al resultado neto tradicional, el análisis se basa en el conocido modelo desarrollado por Ohlson. En

concreto nos basamos en Ohlson (1995: 670, eq. 7): $P_t = k(\varphi x_t - d_t) + (1-k) y_t + \alpha_2 v_t$, donde k es un parámetro que refleja la permanencia del resultado anormal; $\varphi = (r+1)/r$, donde r es el coste de capital o la rentabilidad normal; v_t es la variable «otra información»; α_2 es otro parámetro que tiene en cuenta la persistencia del resultado y de la «otra información»; y las demás variables son: P_t el precio de la empresa al final del período t ; y_t el neto patrimonial de la empresa al final del período t ; x_t el resultado de la empresa en el período t ; y d_t los dividendos (dividendos netos de contribuciones de capital) pagados en el período t . Por lo que puede decirse que el valor es una media ponderada del neto y el resultado (corregido por los dividendos netos), en donde la ponderación depende de la persistencia del resultado anormal⁽¹¹⁾.

Este modelo se basa en el supuesto de contabilidad de excedente limpio, lo que supone que las estimaciones de futuros resultados (normales y anormales) se basan en el resultado global, precisamente por ello entendemos que se trata de un modelo idóneo para el análisis que se plantea en este trabajo. En definitiva el modelo básico utilizado es el siguiente:

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 PN_{jt} + \alpha_2 Div_{jt} + \alpha_3 Rdo_{jt} + \varepsilon_{jt} \tag{1}$$

donde: P_{jt} es el precio de la empresa j al final del período t ; PN_{jt} es el valor en libros del patrimonio neto de la empresa j al final del período t ; Div_{jt} representa los dividendos netos (dividendos netos de contribuciones de capital) pagados por la empresa j en el período t ; y Rdo_{jt} es el resultado (global o neto, según proceda) de la empresa j en el período comprendido entre $t-1$ y t .

Este modelo ha sido con frecuencia la base para los modelos empíricos utilizados en la investigación sobre relevancia para el mercado (Easton *et al.* 1993; Barth y Clinch 1998; Rees 1997; Dechow *et al.* 1999; Francis y Schipper 1999; Giner y Pardo 2007), y habitualmente la medida del resultado empleada ha sido el resultado neto. Sin embargo, la especificación concreta empleada difiere de un trabajo a otro. En general, en la mayoría se excluyen los dividendos, y se escalan las variables por el número de acciones o por otra variable contable, o alternativamente se añade una variable para controlar las diferencias de tamaño entre empresas.

(11) Para llegar a este modelo, Ohlson parte del modelo de valor residual (Preinrich 1938; Edwards y Bell 1961; Peasnell 1982):

$$V_t = y_t + \sum_{\tau=t}^{\infty} \frac{E_t [X_{t+\tau}^a]}{(1+r)^\tau}$$

$$\chi_{t+1}^a = \omega_{11} \chi_t^a + v_t + \varepsilon$$

e incorpora la dinámica de información lineal:

$$v_{t+1} = \gamma_1 v_t + \varepsilon_{2t+1}$$

lo que permite sustituir expectativas de resultados por resultados conocidos. Gran parte de la literatura empírica se ha basado en este tipo de modelos, y como señalan Richardson y Tinaikar (2004), si bien la evidencia respecto a la utilidad de estos modelos no es concluyente, los resultados de otros modelos no son mejores.

Dado que en el período examinado, las empresas de la UE (a excepción de RU) no proporcionaban el resultado global o excedente limpio, al igual que en otros trabajos (Dhaliwal *et al.* 1999; Wang *et al.* 2006; Kanagaretnam *et al.* 2009) se ha calculado esta magnitud agregando los excedentes sucios al resultado neto. En este trabajo consideramos los mismos ajustes que Wang *et al.* (2006):

$$RG_{jt} = RN_{jt} + RVFC_{jt} + RVME_{jt} + RVRV_{jt}$$

donde: RG_{jt} es el resultado global de la empresa j en el período comprendido entre $t-1$ y t ; RN_{jt} es el resultado neto de la empresa j en el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVFC_{jt}$ es el cambio en la reserva debido a la cancelación del fondo de comercio, $RVME_{jt}$ es el cambio en la reserva debido al ajuste de diferencias de cambio en moneda extranjera, y $RVRV_{jt}$ es el cambio en la reserva debido a la revalorización de activo incluido en el patrimonio neto.

Tanto Stark (1997) como Ohlson (1999) demuestran que el modelo de Ohlson (1995) permite la descomposición del resultado para analizar la relevancia valorativa de sus componentes. Así pues en un primer paso se sustituye en el modelo (1) el resultado por la suma del resultado neto y los ajustes agregados, de forma que resulta el siguiente modelo:

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 PN_{jt} + \beta_2 Div_{jt} + \beta_3 RN_{jt} + \beta_4 Ajustes_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

donde: $Ajustes_{jt} = RVFC_{jt} + RVME_{jt} + RVRV_{jt}$

Por último se desagrega por completo el resultado global, lo que nos permite obtener un modelo ampliado que permite apreciar la relevancia valorativa individual de cada una de las partidas incluidas en la medida del resultado global:

$$P_{jt} = \gamma_0 + \gamma_1 PN_{jt} + \gamma_2 Div_{jt} + \gamma_3 RN_{jt} + \gamma_4 RVFC_{jt} + \gamma_5 RVME_{jt} + \gamma_6 RVRV_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

Para contrastar la primera hipótesis referente a la relevancia valorativa relativa del resultado global frente al resultado neto se compara mediante el test de Vuong (1989) (para modelos no anidados⁽¹²⁾) la diferencia estadística de los R^2 del modelo (1) según dos especificaciones alternativas; en la primera incorporamos el resultado global (calculado según se ha indicado anteriormente) como subrogado de las ganancias, mientras que en la segunda se incluye el resultado neto del ejercicio. Además según sugiere el modelo de Ohlson el coeficiente de la variable resultado capta la persistencia, por lo que cuanto más persistente sea el resultado, mayor será el coeficiente, y como Barth *et al.* (2001) señalan cuanto mayor sea, más relevante/fiable será para los inversores.

(12) Modelos anidados son aquellos en los que, siendo la variable dependiente la misma, las variables explicativas de uno de ellos son un subconjunto de las del otro, por lo que uno puede derivarse como un caso especial de otro.

En relación con la segunda hipótesis referida a la relevancia valorativa incremental de los ajustes sobre el resultado neto, se espera que el coeficiente de la variable que se añade (*Ajustes*) en el modelo (2) sea significativo. Debe tenerse en cuenta que el modelo (1) está anidado en el modelo (2), por lo que si al estimar el modelo (2) y contrastar la hipótesis $H_o: \beta_x = 0$, ésta no se rechaza, el modelo (2) se reduciría al (1).

Con respecto a la tercera hipótesis, se contempla la desagregación completa del resultado global. Analizamos la $H_o: \gamma_4 = \gamma_5 = \gamma_6$ en el modelo (3), si se rechaza esta igualdad sería preferible desagregar los ajustes al resultado global. Se ha utilizado el test de Wald para verificar la igualdad de los coeficientes.

Como se expone en el análisis de sensibilidad, con el fin de mitigar los problemas de escala y heterocedasticidad que afectan tanto al estadístico R^2 como a los coeficientes de la regresión, se han aplicado una serie de especificaciones alternativas, y en todos los casos la corrección de White (1980). Al igual que en Kanagaretnam *et al.* (2009), la especificación que se presenta es la que resulta al escalar por el número de acciones, puesto que, tal y como Barth y Clinch (2009) concluyen, ésta es la que generalmente mitiga de forma más eficiente los efectos escala, independientemente del origen de los mismos. Por otra parte el uso de un modelo de valoración ofrece la ventaja de que los coeficientes de las variables tienen un sentido económico y unos valores esperados, pero si éstas se manipulan desaparece la ventaja.

En cuanto a las tres últimas hipótesis, el modelo empleado se basa en Easton y Harris (1991), pero al igual que Easton y Pae (2004) incluimos los dividendos del período anterior. En este modelo se predice que los coeficientes de todas las variables tendrán signo positivo. El modelo base que se utiliza es ⁽¹³⁾:

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 Rdo_{jt} + \beta_2 \Delta Rdo_{jt} + \beta_3 Div_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (4)$$

donde: R_{jt} es la rentabilidad de mercado de la empresa j en el ejercicio t ; Rdo_{jt} es el resultado (global o neto, según proceda) de la empresa j en el ejercicio t dividido por el precio de mercado al principio del ejercicio; ΔRdo_{jt} es la variación en el resultado (global o neto, según proceda) de la empresa j desde el ejercicio $t-1$ hasta el ejercicio t dividido por el precio de mercado al principio del ejercicio; Div_{jt-1} es el dividendo neto (dividendo neto de aportaciones de capital) pagado por la empresa j en el ejercicio $t-1$ dividido por el precio de mercado al principio del ejercicio.

A fin de contrastar las hipótesis 5 y 6 al igual que se ha hecho para las 2 y 3 se ha descompuesto el resultado global en sus componentes: resultado neto y excedentes sucios, primero de forma agregada y seguidamente desagregada. La contrastación de las tres hipótesis es análoga a la expuesta para el modelo de precios.

(13) En la mayoría de trabajos que se utiliza un modelo de rentabilidades no se incluyen la variable de interés y sus cambios como aquí se hace, sino tan sólo la variable de interés (que generalmente es el resultado).

4.3. MUESTRA Y DATOS

Inicialmente se comenzó a trabajar con los 15 países que integraban la UE en el período 1993-2002, si bien, con el fin de tener un número adecuado de observaciones para su análisis posterior, sólo se conservaron los países con un mínimo de 1.800 observaciones. De este modo, el análisis empírico se limita a: Alemania, Francia, Holanda y Reino Unido. El plazo analizado es previo a la introducción de las NIIF. Los datos se han obtenido de la plataforma *Thomson One Banker-Analytics* y, en particular, de la base de datos *Extel Financials*. El análisis se limita a empresas no financieras que cotizan en bolsa. Como ya se ha mencionado anteriormente, el resultado global no se había introducido en la UE excepto en RU en este período. Los datos de los cambios en reservas se toman tal y como aparecen en la base de datos (en concreto, empleamos los siguientes componentes: *EX.ReservesIncGoodwill*, *EX.ReservesIncFXTranslGains*, *EX.ReservesIncRevaluations*), para todas las empresas incluidas las de RU.

Se han excluido las observaciones cuyo patrimonio neto era negativo y aquéllas con datos omitidos, siendo la muestra inicial de 25.042 observaciones. Se eliminaron las empresas sin ninguna partida de excedente sucio, lo que redujo la muestra a menos de la mitad (12.331 observaciones)⁽¹⁴⁾. Lo que sugiere que esta práctica no ha sido permitida de forma habitual en las normas de los países de la UE, ni adoptada por las empresas, y/o ha sido imposible obtener los datos necesarios para incluirlos en la base de datos, lo que sugeriría falta de transparencia, como ya se ha indicado anteriormente. En la medida que sólo en RU se proporcionaba esta información de forma directa, podría haber menos errores de medición en los componentes de excedente sucios en este país. Este aspecto resulta de gran interés porque permite realizar una especie de experimento natural en el que se examina si la falta de transparencia afecta al papel de la información. Desde nuestro punto de vista cabría suponer que la menor transparencia supone menor relevancia de los componentes sucios en Alemania, Francia y Holanda frente a RU.

La regla de eliminación de valores extremos ha consistido en eliminar las observaciones correspondientes a los percentiles 1% y 99% para cada variable en la muestra de cada país. Tras estas eliminaciones, la muestra final consta de 11.793 observaciones. El tamaño de la muestra varía considerablemente de un país a otro; así, hay 8.032 observaciones en Reino Unido frente a las 823 de Holanda (ver Tabla 1).

(14) En la literatura existen diversos enfoques sobre el tratamiento de las observaciones sin partidas de excedente sucio. Dhaliwal *et al.* (1999) y Biddle y Choi (2006) adoptan la metodología seguida en este trabajo. Mientras que O'Hanlon y Pope (1999) y Cahan *et al.* (2000) suponen que si las partidas del excedente sucio no se indican en la base de datos es porque son cero y, por tanto incluyen todas las observaciones. Dhaliwal *et al.* (1999) confirman que los resultados son consistentes utilizando ambas metodologías.

TABLA 1
MUESTRAS INICIALES Y FINALES

<i>Obs.</i>	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Holanda</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>TOTAL</i>
<i>Inicial</i>	4.668	4.957	1.896	13.521	25.042
<i>Eliminación</i>	(3.615)	(2.905)	(1.037)	(5.154)	(12.711)
<i>Intermedia</i>	1.053	2.052	859	8.367	12.331
<i>Valores extremos</i>	(56)	(111)	(36)	(335)	(538)
<i>Final</i>	997	1.941	823	8.032	11.793

Nota: La muestra corresponde al período 1993-2002 y se refiere a empresas no financieras. Esta muestra ha sido extraída de *Extel Financials*. La muestra intermedia aparece cuando restamos de la muestra inicial las observaciones empresa año que no tienen ningún componente del excedente sucio.

Al igual que otros estudios anteriores que utilizan bases de datos comerciales, se han tomado las partidas del excedente sucio directamente de la base de datos, y ajustado el resultado neto para obtener el resultado global considerando los cambios en los ajustes seleccionados. El uso de una base de datos comercial conlleva ventajas evidentes, sobre todo de cara a la recogida de información de un amplio grupo de empresas, pero también alguna desventaja. Debe tenerse en cuenta que es prácticamente imposible determinar *a priori* qué cambios en las reservas de excedente sucio deberían ser incluidos en el resultado global y cuáles no. Si bien los cambios en el patrimonio neto derivados de las transacciones de la empresa así como el reciclaje entre el patrimonio neto y el resultado deberían ajustarse al resultado neto para obtener el resultado global, no debería hacerse lo mismo con los simples cambios entre cuentas de reservas. La cantidad de datos empleados en este estudio nos impidió realizar un análisis caso por caso pero, al mismo tiempo, consideramos que la cantidad de observaciones reduce el impacto de este posible problema; por otra parte, los estados financieros no suelen incluir suficiente información para aclarar los motivos de los cambios en reservas.

4.4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

La Tabla 2 presenta los estadísticos descriptivos de las variables por países. Se observa que el resultado global es menor que el resultado neto, principalmente debido al efecto del ajuste de la eliminación del fondo de comercio, que es el mayor y negativo. La media del ajuste de moneda extranjera también es negativa, pero la del de revalorización de activos suele ser positiva. Además, las medianas de los tres ajustes son cero excepto para el ajuste de moneda extranjera en Francia, lo que indica que todos los ajustes no son frecuentes en la muestra simultáneamente. Es importante recordar que en nuestra muestra sólo hay empresas con al menos una partida del excedente sucio, por lo que el impacto real de las partidas del excedente sucio en el conjunto de las empresas europeas es todavía menor.

TABLA 2
ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA DE LA MUESTRA FINAL

Variable	Alemania			Francia			Holanda			Reino Unido		
	Media	Mediana	σ	Media	Mediana	σ	Media	Mediana	σ	Media	Mediana	σ
P_{jt}	37,436	18,700	64,798	47,678	34,990	50,024	21,141	17,243	16,456	3,090	1,976	3,525
PN_{jt}	18,837	9,671	28,359	32,126	20,209	42,519	10,957	7,795	10,437	1,572	0,960	2,173
Div_{jt}	1,355	0,511	2,974	1,533	0,779	2,807	1,154	0,620	2,034	0,209	0,096	0,389
RN_{jt}	1,192	0,782	4,347	2,523	1,800	5,011	1,315	1,199	2,292	0,116	0,102	0,383
$RVFC_{jt}$	-0,240	0,000	1,325	-0,001	0,000	0,062	-0,659	0,000	1,637	-0,028	0,000	0,199
$RVME_{jt}$	-0,014	0,000	0,668	-0,014	0,001	1,003	-0,030	0,000	0,532	-0,007	0,000	0,042
$RVRV_{jt}$	-0,001	0,000	0,021	0,001	0,000	0,053	0,025	0,000	0,273	0,014	0,000	0,097
RG_{jt}	0,935	0,598	4,475	2,507	1,769	5,048	0,650	0,746	2,618	0,094	0,076	0,424

Descripción de las variables: P_{jt} representa el precio de la empresa j al finalizar el período t ; PN_{jt} representa el valor en libros del patrimonio neto de la empresa j al finalizar el período t ; Div_{jt} son los dividendos (netos de aportaciones de capital) abonados por la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; RN_{jt} representa el resultado neto de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVFC_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVME_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; y $RVRV_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a revalorización (incremento o decremento) incluido en el patrimonio neto de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; RG_{jt} representa el resultado global de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t . Todas las variables son por acción y los datos están medidos en euros.

La Tabla 3 presenta la frecuencia y signo de cada ajuste en cada país. El ajuste de fondo de comercio es relativamente frecuente en Holanda y Reino Unido, y en menor medida en Alemania, y su signo suele ser negativo, pero también existen ajustes positivos que deberían añadirse al resultado sólo si ha habido reciclaje. Aproximadamente el 25% de la muestra de Reino Unido y alrededor de un 20% de la de Holanda tienen el ajuste de revalorización, pero en los demás países es muy poco frecuente, lo que sugiere que no se trata de una práctica habitual en la UE. Como es de esperar, el ajuste de moneda extranjera es el más común.

TABLA 3
PORCENTAJES DE LOS OTROS COMPONENTES DEL RESULTADO GLOBAL

ALEMANIA (997 OBS.)

	$RVFC_{jt}$	$RVME_{jt}$	$RVRV_{jt}$
% > 0	6,12%	44,43%	1,81%
% = 0	77,03%	16,05%	94,48%
% < 0	16,85%	39,52%	3,71%
<i>Total</i>	100%	100%	100%

(Continúa pág. sig.)

TABLA 3 (CONT.)
PORCENTAJES DE LOS OTROS COMPONENTES DEL RESULTADO GLOBAL
FRANCIA (1.941 OBS.)

	$RVFC_{jt}$	$RVME_{jt}$	$RVRV_{jt}$
% > 0	0,77%	52,91%	0,98%
% = 0	97,89%	2,32%	96,24%
% < 0	1,34%	44,77%	2,78%
<i>Total</i>	100%	100%	100%

HOLANDA (823 OBS.)

	$RVFC_{jt}$	$RVME_{jt}$	$RVRV_{jt}$
% > 0	3,52%	37,91%	9,84%
% = 0	51,28%	21,39%	81,29%
% < 0	45,20%	40,70%	8,87%
<i>Total</i>	100%	100%	100%

REINO UNIDO (8.032 OBS.)

	$RVFC_{jt}$	$RVME_{jt}$	$RVRV_{jt}$
% > 0	16,72%	28,86%	13,42%
% = 0	52,79%	29,57%	75,15%
% < 0	30,49%	41,57%	11,43%
<i>Total</i>	100%	100%	100%

$RVFC_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVME_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVRV_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a revalorización (incremento o decremento) incluido en el patrimonio neto de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t .

Se ha calculado la matriz de correlaciones de Pearson para cada país; los resultados no tabulados revelan una gran correlación entre el resultado neto y el resultado global (significativa al 1%), si bien ello no afecta al estudio porque en ningún caso se incluyen ambas variables en un mismo modelo. También, como era de esperar, el valor en libros del patrimonio neto está altamente correlacionado con estas dos variables. Sin embargo el resto de correlaciones no alcanza valores muy elevados.

El panel A de la Tabla 4 proporciona los resultados del modelo de regresión (1) con el resultado global. Estos resultados confirman la relevancia valorativa del valor en libros del patrimonio neto y el resultado global para los países objeto de este análisis; los coeficientes del valor contable del patrimonio neto (alrededor de 0,5) son coherentes con el modelo de Ohlson (1995), si bien el elevado coeficiente de Alemania (1,4) sugiere un alto nivel de conservadurismo. En contra de lo que indica el modelo, la variable dividendos

es positiva en todos los países, lo que sugiere que tiene un efecto señal en el mercado, tal y como algunos autores han detectado (Rees 1997; Clubb y Walker 2009), o bien capta parte del error de los inversores en interpretar los datos contables, patrimonio neto y resultado (Hand y Landsman 2005). Respecto al resultado global, es altamente significativo en todos los países, y también los coeficientes tienen valores aceptables, oscilando entre 1,10 en Holanda y 2,67 en Francia.

TABLA 4
MODELO DE PRECIOS

Panel A: Modelo con resultado global

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 PN_{jt} + \alpha_2 Div_{jt} + \alpha_3 RG_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

País	Obs.	α_0	α_1	α_2	α_3	R^2 corr.
Alemania	997	5,105*	1,450***	1,905**	2,583***	0,619
Francia	1.941	20,046***	0,531***	2,507***	2,675***	0,487
Holanda	823	12,451***	0,536***	1,814***	1,109***	0,258
Reino Unido	8.032	1,476***	0,540***	2,887***	1,674***	0,355

Panel B: Modelo con resultado neto

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 PN_{jt} + \alpha_2 Div_{jt} + \alpha_3 RN_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

País	Obs.	α_0	α_1	α_2	α_3	R^2 corr.
Alemania	997	4,829*	1,445***	1,725*	2,546***	0,615
Francia	1.941	20,214***	0,529***	2,526***	2,610***	0,482
Holanda	823	11,667***	0,466***	1,472***	2,027***	0,299
Reino Unido	8.032	1,431***	0,520***	2,658***	2,426***	0,381

Nota: Los estadísticos t están basados en el estimador de White (1980).

***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

Descripción de las variables: P_{jt} representa el precio de la empresa j al finalizar el período t ; PN_{jt} representa el valor en libros del patrimonio neto de la empresa j al finalizar el período t ; Div_{jt} son los dividendos (netos de aportaciones de capital) abonados por la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; RN_{jt} representa el resultado neto de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; RG_{jt} representa el resultado global de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t . Todas las variables son por acción.

Panel C: Test de Vuong

País	R^2 con RG		R^2 con RN	Probab.
Alemania	0,619	>	0,615	0,127
Francia	0,487	>	0,482	0,037
Holanda	0,258	<	0,299	0,004
Reino Unido	0,355	<	0,381	0,000

Los resultados para el mismo modelo básico, pero con la variable resultado neto, aparecen en el panel B de la misma tabla. En general, estos resultados son muy similares a los obtenidos con el resultado global y confirman la relevancia valorativa del valor contable del patrimonio neto y del resultado neto. Además el mayor coeficiente del resultado neto comparado con el obtenido en la anterior especificación en Holanda y Reino Unido sugiere mayor persistencia del resultado neto en estos países, lo que ciertamente no resulta sorprendente dada la naturaleza de los ajustes. Sin embargo los coeficientes son prácticamente iguales para ambos resultados en Alemania y Francia. El test de Vuong (panel C) contrasta las diferencias estadísticas en los R² de los dos modelos, y revela que el resultado neto es más relevante en Holanda y Reino Unido, aunque en Francia es más relevante el resultado global al 5%, y en Alemania no se aprecian diferencias significativas entre ambos.

El panel A de la Tabla 5 presenta los resultados del modelo (2) en el que se añaden los ajustes agregados al resultado neto. Se observa que todas las variables son significativas, salvo la variable ajustes en Holanda. La significatividad de la variable ajustes permite confirmar su relevancia incremental sobre el resultado neto; asimismo los R² son ligeramente mayores que en la especificación que incluye solamente el resultado tradicional (Tabla 4, panel B).

TABLA 5
MODELO DE PRECIOS CON AJUSTES

Panel A: Modelo con componentes del RG agregados

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 PN_{jt} + \beta_2 Div_{jt} + \beta_3 RN_{jt} + \beta_4 Ajustes_{jt} + \epsilon_{jt}$$

<i>País</i>	<i>Obs.</i>	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	<i>R² corr.</i>
<i>Alemania</i>	997	5,093*	1,457***	1,941**	2,518***	2,940**	0,619
<i>Francia</i>	1.941	20,000***	0,537***	2,515***	2,617***	3,695***	0,487
<i>Holanda</i>	823	11,492***	0,472***	1,338***	1,966***	-0,504	0,300
<i>R. Unido</i>	8.032	1,419***	0,536***	2,572***	2,361***	-0,581**	0,382

Panel B: Modelo con componentes del RG desagregados

$$P_{jt} = \gamma_0 + \gamma_1 PN_{jt} + \gamma_2 Div_{jt} + \gamma_3 RN_{jt} + \gamma_4 RVFC_{jt} + \gamma_5 RVME_{jt} + \gamma_6 RVRV_{jt} + \epsilon_{jt}$$

<i>País</i>	<i>Obs.</i>	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	γ_6	<i>R² corr.</i>
<i>Alemania</i>	997	5,070*	1,449***	1,931**	2,544***	2,635	4,228	-80,794*	0,619
<i>Francia</i>	1.941	20,015***	0,537***	2,505***	2,616***	-0,400	3,659***	-5,951	0,486
<i>Holanda</i>	823	11,457***	0,463***	1,335***	1,983***	-0,598	-0,214	2,155	0,301
<i>R. Unido</i>	8.032	1,406***	0,537***	2,616***	2,366***	-0,204	-4,141***	-1,406**	0,385

Nota: Los estadísticos t están basados en el estimador de White (1980).

***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

Descripción de las variables: P_{jt} representa el precio de la empresa j al finalizar el período t; PN_{jt} representa el valor en libros del patrimonio neto de la empresa j al finalizar el período t; Div_{jt} son los dividendos (netos de aportaciones de capital) abonados por la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; RN_{jt} representa el resultado neto de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $Ajustes_{jt}$ representa la suma del cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio, el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera y el cambio de reservas debido a revalorización de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $RVFC_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $RVME_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $RVRV_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a revalorización (incremento o decremento) incluido en el patrimonio neto de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t. Todas las variables son por acción.

(Continúa pág. sig.)

TABLA 5 (CONT.)
MODELO DE PRECIOS CON AJUSTES

Panel C: Test de Wald

$$\gamma_4 = \gamma_5 = \gamma_6$$

<i>País</i>	<i>Estadístico F</i>	<i>Probab.</i>
<i>Alemania</i>	1,545	0,213
<i>Francia</i>	0,358	0,699
<i>Holanda</i>	0,698	0,497
<i>Reino Unido</i>	6,726	0,001

Los resultados del modelo ampliado (3) se presentan en el panel B de la Tabla 5. Respecto a la relevancia valorativa individual de las partidas del excedente sucio, el ajuste de la eliminación del fondo de comercio no es significativo para ninguno de los países. Este resultado es consistente con estudios previos que concluyen que el fondo de comercio es un activo, por lo que la eliminación del mismo con cargo al patrimonio neto carece de interés para los inversores (Jennigs *et al.* 1996; Henning *et al.* 2000; Giner y Pardo 2007). El ajuste de moneda extranjera es significativo y positivo en Francia, mientras que en Reino Unido es negativo. El ajuste de revalorización de activos es significativo y negativo, en el caso de Alemania al 10% y en el de Reino Unido al 5%; lo cierto es que este ajuste sólo es relativamente frecuente en este país, en donde alrededor de un 25% de las empresas de la muestra lo realizan. En Holanda ninguno de los ajustes resulta significativo, lo cual es consistente con los resultados obtenidos por Wang *et al.* (2006). Estos resultados sugieren que la relevancia valorativa individual de las partidas del excedente sucio (y por lo tanto incremental sobre el resultado neto) es limitada.

En relación con esta tercera hipótesis se ha utilizado el test de Wald para verificar la igualdad de los coeficientes de los ajustes al resultado neto, esto es, de los excedentes sucios. Como muestra el panel B de la Tabla 5, los resultados de Alemania indican que el único ajuste significativo es el de revalorización al 10%. Sin embargo, no se puede rechazar la hipótesis nula de que los coeficientes de las tres variables de ajustes sean iguales entre sí ($F=1,545$). Por lo tanto, no parece que tenga interés la descomposición. En cuanto a los resultados del modelo ampliado para las empresas francesas el ajuste de moneda extranjera es individualmente significativo al 1%. Tampoco se puede rechazar que los coeficientes de las tres variables de ajustes sean iguales entre sí ($F=0,358$). Por lo tanto, tampoco en este caso parece que tenga interés la descomposición. El modelo (3) para Holanda indica que no hay ajustes significativos, y el test de Wald confirma la no existencia de diferencias entre ellos ($F=0,698$). En resumen a pesar de que en Francia, Alemania y Holanda o no hay o solamente existe un excedente sucio significativamente distinto de cero, el test de Wald no permite rechazar la hipótesis nula de que los coeficientes sean iguales entre sí, por lo tanto no tendría sentido la descomposición. Sin embargo los resultados del modelo (3) para Reino Unido indican que hay dos ajustes significativos: moneda extranjera y revalorización de activos, y se rechaza la hipótesis de igualdad de los coeficientes de los tres ajustes ($F=6,726$). Ello sugiere que es relevante dar información separada acerca de

los ajustes, lo que es contrario a O'Hanlon y Pope (1999). La diferencia entre ambos trabajos puede explicarse por la muestra utilizada, ya que la de estos autores es anterior a la aplicación del FRS 3, mientras que la aquí empleada es posterior a dicha norma.

La tabla 6 proporciona los resultados del modelo (4) de rentabilidad. En el panel A se incluyen los obtenidos al emplear el resultado global, y confirman su relevancia valorativa en términos de oportunidad en todos los países, pero no la de su variación. La variable dividendos no es significativa, salvo en Holanda al 10%. Los resultados con la variable resultado neto se muestran en el panel B. En general, son similares a los obtenidos con el resultado global, salvo que en RU la variación en el resultado neto sí que es estadísticamente significativa y positiva (al 1%), como se esperaba. Además es de destacar las diferencias en los R² de los dos modelos, puesto que en todos los países son mayores cuando se utiliza el resultado neto, y sobre todo en Holanda y Reino Unido en los que casi se duplica. También en este caso se ha realizado el test de Vuong (panel C) para contrastar las diferencias estadísticas en los R² corregidos de los dos modelos. Se han obtenido diferencias estadísticamente significativas al 1% en Holanda y Reino Unido, en el sentido de que la cifra de resultado neto está más fuertemente asociada (en términos de poder explicativo) a la rentabilidad que el resultado global. Si bien en Francia y Alemania no se aprecian diferencias estadísticamente significativas.

TABLA 6
MODELO DE RENTABILIDAD

Panel A: Modelo con resultado global

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 RG_{jt} + \beta_2 \Delta RG_{jt} + \beta_3 Div_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$$

<i>País</i>	<i>Obs.</i>	β_0	β_1	β_2	β_3	<i>R² corr.</i>
<i>Alemania</i>	907	-0,083***	0,868***	-0,093	-0,085	0,121
<i>Francia</i>	1.844	0,010	1,602***	-0,084	0,464	0,105
<i>Holanda</i>	778	0,049**	0,648***	-0,043	-0,402*	0,041
<i>Reino Unido</i>	7.522	0,109***	0,594***	0,032	-0,037	0,038

Panel B: Modelo con resultado neto

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 RN_{jt} + \beta_2 \Delta RN_{jt} + \beta_3 Div_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$$

<i>País</i>	<i>Obs.</i>	β_0	β_1	β_2	β_3	<i>R² corr.</i>
<i>Alemania</i>	907	-0,093***	0,947***	-0,058	-0,070	0,134
<i>Francia</i>	1.844	0,005	1,687***	-0,051	0,435	0,107
<i>Holanda</i>	778	0,013	0,861***	0,186	-0,344	0,080
<i>Reino Unido</i>	7.522	0,099***	0,779***	0,134***	-0,022	0,068

(Continúa pág. sig.)

TABLA 6 (CONT.)
MODELO DE RENTABILIDAD

Panel C: Test de Vuong

País	R ² con RG		R ² con RN	Probab.
Alemania	0,121	<	0,134	0,985
Francia	0,105	<	0,107	0,599
Holanda	0,041	<	0,080	0,005
Reino Unido	0,038	<	0,068	0,000

Panel D: Modelo con componentes del RG agregados

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 RN_{jt} + \beta_2 \Delta RN_{jt} + \beta_3 Ajustes_{jt} + \beta_4 \Delta Ajustes_{jt} + \beta_5 Div_{jt-1} + \epsilon_{jt}$$

País	Obs.	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	R ² corr.
Alemania	907	-0,095***	0,944***	-0,059	-0,569	0,431	-0,082	0,134
Francia	1.844	0,005	1,682***	-0,049	0,797*	-0,122	0,450	0,108
Holanda	778	0,008	0,846**	0,201	-0,025	-0,238	-0,281	0,081
Reino Unido	7.522	0,099***	0,780***	0,134***	0,005	-0,003	-0,021	0,067

Panel E: Modelo con componentes del RG desagregados

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 RN_{jt} + \beta_2 \Delta RN_{jt} + \beta_3 RVFC_{jt} + \beta_4 RVME_{jt} + \beta_5 RVRV_{jt} + \beta_6 \Delta RVFC_{jt} + \beta_7 \Delta RVME_{jt} + \beta_8 \Delta RVRV_{jt} + \beta_9 Div_{jt-1} + \epsilon_{jt}$$

	Alemania	Francia	Holanda	Reino Unido
β_0	-0,096***	0,005	0,002	0,099***
β_1	0,935***	1,684***	0,805***	0,762***
β_2	-0,049	-0,052	0,174	0,129***
β_3	1,047	0,776*	-0,386	0,713***
β_4	2,882	-0,913	2,955**	0,286
β_5	-1,328**	-0,858	-0,269	-0,130
β_6	0,922*	-0,193	-0,295	0,017
β_7	-0,076	0,074	1,469**	-0,483***
β_8	-1,515	0,723	-2,773*	0,126
β_9	-0,089	0,461	-0,279	-0,028
R ² corr.	0,136	0,107	0,103	0,070
Obs.	907	1.844	778	7.522

Nota: Los estadísticos t están basados en el estimador de White (1980).

***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

Descripción de las variables: R_{jt} es la rentabilidad de mercado de la empresa j en el ejercicio t ; RN_{jt} es el resultado neto de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; ΔRN_{jt} es la variación en el resultado neto de la empresa j desde el ejercicio $t-1$ hasta el ejercicio t ; RG_{jt} es el resultado global de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; ΔRG_{jt} es la variación en el resultado global de la empresa j desde el ejercicio $t-1$ hasta el ejercicio t ; Div_{jt-1} son los dividendos netos (dividendos netos de aportaciones de capital) pagados por la empresa j en el ejercicio $t-1$; $Ajustes_{jt}$ representa la suma del cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio, el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera y el cambio de reservas debido a revalorización de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $\Delta Ajustes_{jt}$ representa la variación en el cambio de la suma de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio, el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera y el cambio de reservas debido a revalorización de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVFC_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVME_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $RVRV_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a revalorización (incremento o decremento) incluido en el patrimonio neto de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $\Delta RVFC_{jt}$ representa la variación en el cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $\Delta RVME_{jt}$ representa la variación en el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t ; $\Delta RVRV_{jt}$ representa la variación en el cambio de reservas debido a revalorización (incremento o decremento) incluido en el patrimonio neto de la empresa j durante el período comprendido entre $t-1$ y t . Todas las variables están deflactadas por el precio de mercado de la empresa j en el ejercicio $t-1$.

(Continúa pág. sig.)

TABLA 6 (CONT.)
MODELO DE RENTABILIDAD
Panel F: Test de Wald

País	$\beta_3 = \beta_4 = \beta_5$		$\beta_6 = \beta_7 = \beta_8$	
	Estadístico F	Probab.	Estadístico F	Probab.
Alemania	3,830	0,022	1,370	0,254
Francia	3,884	0,020	0,359	0,697
Holanda	2,538	0,079	4,079	0,017
Reino Unido	6,066	0,002	6,291	0,001

Los paneles D y E ofrecen los resultados obtenidos con la desagregación del resultado global. En consonancia con los resultados del panel B, la variable variación del resultado neto sólo es significativa en RU, y ni los ajustes ni su variación resultan estadísticamente significativos (salvo la variable ajustes en Francia al 10%), lo que confirma en general la falta de oportunidad de las partidas de excedente sucio. De igual manera el panel E, que recoge el modelo completamente desagregado, confirma la oportunidad del resultado neto en todos los países, pero la de su variación solamente en RU. En cuanto a los ajustes no hay una pauta de comportamiento común, cada ajuste es significativo en un país y lo mismo sucede con sus variaciones. En definitiva la oportunidad de las partidas de excedente sucio depende del país y del tipo de ajuste. Pero no puede decirse que carezcan de importancia en cualquier caso. Adicionalmente se ha utilizado el test de Wald para verificar la igualdad de los coeficientes de los ajustes al resultado neto ($H_0: \beta_3 = \beta_4 = \beta_5$), obteniéndose que se puede rechazar la hipótesis nula de que los coeficientes de las tres variables de ajustes sean iguales entre sí en todos los países, aunque con distinto nivel de significatividad (en Holanda al 10%, en Francia y Alemania al 5% y en RU al 1%). Por lo tanto, parece que tiene interés la descomposición. En cuanto a la igualdad de los coeficientes de los cambios en los ajustes ($H_0: \beta_6 = \beta_7 = \beta_8$), se puede rechazar la hipótesis nula en Holanda y RU, lo que sugiere la conveniencia de desagregar en estos dos países.

4.5. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.

Dado que la literatura no incluye habitualmente los dividendos, se ha repetido el trabajo empírico sin esta magnitud. Los resultados, no tabulados, son consistentes con los que se han presentado.

Además de las regresiones por acción, que como se ha indicado según Barth y Clinch (2009) son en general las más eficientes, se han utilizado otras especificaciones para controlar los problemas econométricos que suelen asociarse a los modelos de niveles. En opinión de Akbar y Stark (2003) el efecto escala depende del contexto y en consecuencia de la muestra de análisis, por lo que no puede hablarse de una solución única. En primer lugar realizamos una regresión sin escalar; en segundo lugar, siguiendo a Barth y Kallapur (1996), incorporamos una variable independiente adicional, el número

de acciones, para eliminar los problemas del efecto escala; en tercer lugar, utilizamos otros dos denominadores diferentes: el valor en libros y la capitalización de mercado del ejercicio anterior⁽¹⁵⁾. Los resultados, no tabulados, se mantienen relativamente consistentes en los diferentes enfoques.

Por otra parte, dada la correlación en el término de error, los estadísticos t podrían estar hinchados (lo que nos habría llevado a rechazar indebidamente la hipótesis nula), para corregir este problema se utiliza normalmente el procedimiento de Bernard (1987). Se han estimado las regresiones anuales y la llamada regresión media, en la que los coeficientes son la media de los anuales obtenidos y los estadísticos t son la media dividida por su error estándar, los resultados no tabulados para RU están en la línea de los obtenidos para la regresión conjunta (*pooled*) (dado el tamaño de las muestras, no se ha podido aplicar este procedimiento a los demás países).

Adicionalmente nos planteamos analizar si el tener un resultado positivo o negativo afecta a los resultados expuestos. Siguiendo la metodología de Barth *et al.* (1998) en el modelo (1) se ha introducido de forma multiplicativa la variable dicotómica D_{jt} , que toma el valor 1 si el resultado neto es mayor o igual a cero y 0 en otro caso, lo que ha dado lugar al siguiente modelo:

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{jt} + \alpha_2 PN_{jt} + \alpha_3 D_{jt} PN_{jt} + \alpha_4 Div_{jt} + \alpha_5 D_{jt} Div_{jt} + \alpha_6 Rdo_{jt} + \alpha_7 D_{jt} Rdo_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (5)$$

Como estudios previos han evidenciado, el mercado valora de forma distinta el patrimonio neto y el resultado para los casos de empresas con pérdidas y beneficios, lo que no resulta sorprendente dada la falta de persistencia de las pérdidas. Por ello en estos casos, el resultado no es relevante, mientras que el patrimonio neto refleja el valor de liquidación o valor de abandono de la empresa (Hayn 1995). En definitiva en el modelo (5) predecimos que el coeficiente incremental del neto para casos con beneficios (α_3) será negativo, mientras que el coeficiente incremental del resultado (α_7) para casos con beneficios será positivo. Dada la disponibilidad de datos, este análisis se ha limitado a RU. El análisis se ha completado introduciendo la variable D_{jt} de forma multiplicativa en los modelos (2) y (3).

La Tabla 7 proporciona los resultados de este análisis de sensibilidad. Las columnas 2 y 3 de esta tabla ofrecen los resultados del modelo de precios con las dos variables alternativas: resultado global y neto, respectivamente. El coeficiente de la variable multiplicativa del patrimonio neto (α_3) es significativo, negativo y bastante elevado, lo que implica un coeficiente mucho menor y próximo a cero para los casos con beneficios frente a los de pérdidas, tal y como se esperaba. En cuanto al coeficiente de la multiplicativa del resultado (α_7), su signo es también significativo y positivo, lo que supone que el coeficiente de los casos con beneficios es mayor que el de los que tienen pérdidas, para los que el coeficiente (α_6) no es significativo (salvo para el modelo con el resultado

(15) En la amplia literatura contable que se decanta por esta solución han sido utilizados diversos denominadores sin que haya una opinión clara sobre qué variable es la más apropiada; de hecho Livnat (2000) argumenta que no hay base teórica para preferir un deflactor sobre los demás.

global al 10%). Si se comparan los coeficientes del resultado global y el resultado neto para los casos con beneficios, se evidencia de nuevo y con mayor claridad la mayor persistencia del resultado neto, ya que su coeficiente es más del doble que el del resultado global (7,75 frente a 3,22).

TABLA 7
MODELO DE PRECIOS
Beneficios/pérdidas

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{jt} + \alpha_2 PN_{jt} + \alpha_3 D_{jt} PN_{jt} + \alpha_4 Div_{jt} + \alpha_5 D_{jt} Div_{jt} + \alpha_6 Rdo_{jt} + \alpha_7 D_{jt} Rdo_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

Variables independientes	Modelo (5) con RG	Modelo (5) con RN	Modelo con ajustes agregados	Modelo con ajustes desagregados
Constante	0,406***	0,419***	0,419***	0,419***
D_{jt}	1,209***	0,667***	0,658***	0,645***
PN_{jt}	0,858***	0,855***	0,874***	0,907***
$D_{jt}PN_{jt}$	-0,517***	-0,755***	-0,763***	-0,807***
Div_{jt}	2,219***	2,274***	2,195***	2,183***
$D_{jt}Div_{jt}$	0,743*	-0,402	-0,387	-0,369
Rdo_{jt}	-0,405*	-0,297	-0,345	-0,324
$D_{jt}Rdo_{jt}$	3,627***	8,050***	8,055***	8,025***
Ajustes _{jt}			-0,723*	
$D_{jt}Ajustes_{jt}$			0,339	
$RVFC_{jt}$				-0,635
$D_{jt}RVFC_{jt}$				0,257
$RVME_{jt}$				2,158
$D_{jt}RVME_{jt}$				-5,707***
$RVRV_{jt}$				-2,214**
$D_{jt}RVRV_{jt}$				2,467**
R^2 corr.	0,393	0,487	0,487	0,489
Obs.	8.032	8.032	8.032	8.032

Los estadísticos t están basados en el estimador de White (1980).

***, ** y * denotan significatividad al 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

Descripción de las variables: P_{jt} representa el precio de la empresa j al finalizar el período t; D_{jt} es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el resultado neto es mayor o igual a cero, 0 en otro caso; PN_{jt} representa el valor en libros del patrimonio neto de la empresa j al finalizar el período t; Div_{jt} son los dividendos (netos de aportaciones de capital) abonados por la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; Rdo_{jt} representa el resultado (global o neto, según proceda) de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; RN_{jt} representa el resultado neto de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; RG_{jt} representa el resultado global de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $Ajustes_{jt}$ representa la suma del cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio, el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera y el cambio de reservas debido a revalorización de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $RVFC_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a la eliminación del fondo de comercio de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $RVME_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a los ajustes por la conversión de moneda extranjera de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t; $RVRV_{jt}$ representa el cambio de reservas debido a revalorización (incremento o decremento) incluido en el patrimonio neto de la empresa j durante el período comprendido entre t-1 y t. Todas las variables son por acción.

Los resultados de descomponer el resultado global en resultado neto y ajustes se presentan en la columna 4 de esta misma Tabla 7. En ella se observa que la variable de los ajustes sí que es significativa, sin embargo cuando se multiplica por la variable dicotómica no lo es. Ello confirma que su relevancia es independiente del signo de los resultados de la empresa. Para todas las demás variables se obtienen coeficientes muy similares a los obtenidos para el modelo (5) con la variable resultado neto. Finalmente la tabla muestra en la columna 5 los resultados obtenidos al desagregar por completo el resultado global. Como se observa, las variables distintas a los ajustes presentan coeficientes similares a los presentados en la columna 3. En cuanto a los ajustes, al igual que en el panel B de la Tabla 5, el referido al fondo de comercio carece de significatividad tanto para los casos de beneficios como para los de pérdidas. Sin embargo el de moneda extranjera sólo es relevante en los casos de beneficios, y el de revalorización muestra distinta relevancia para casos de beneficios y pérdidas. Estos resultados evidencian que la información sobre los excedentes sucios resulta relevante con independencia del signo del resultado, pero éste determina la relevancia de los diferentes ajustes. Este distinto comportamiento puede explicar las diferencias obtenidas en los resultados de trabajos previos y contribuye a la ya existente literatura que plantea la necesidad de distinguir casos con beneficios y pérdidas.

5. CONCLUSIONES

Este estudio analiza la relevancia del resultado global a fin de contribuir al debate sobre la divulgación de esta magnitud. Aunque no se trata de una nueva discusión, este tema se reabrió a principios de este siglo como consecuencia del proyecto del IASB sobre la presentación del estado de resultados; por lo tanto se trata de un tema de gran actualidad, lo que justifica el interés de la investigación realizada. Como se ha expuesto en la literatura se han utilizado diferentes argumentos para apoyar la utilidad del nuevo concepto de resultado. Algunos autores defienden esta medida de inclusión integral de las ganancias (o pérdidas) porque proporciona la construcción más cercana al concepto de resultado de Hicks y, desde el punto de vista de los accionistas, es la medida más adecuada. Sin embargo, otros aducen que este concepto introduce en los resultados contables una volatilidad innecesaria, lo que puede tener consecuencias perniciosas sobre la valoración de la empresa en el mercado de valores.

Hemos investigado la relevancia valorativa del resultado global frente al resultado neto tradicional, mediante modelos de precios y de rentabilidad, ambos basados en Ohlson (1995). El resultado global se ha obtenido añadiendo al resultado neto ciertos ajustes que se incluyen directamente en el neto patrimonial (cancelación del fondo de comercio, diferencias de cambio en moneda extranjera y revalorización de activos). Se han tomado los datos de *Thomson One Banker-Analytics*, concretamente de la base de datos *Extel Financial*.

El análisis empírico se refiere a cuatro países de la UE (Alemania, Francia, Holanda y Reino Unido), en un período de 10 años en el que había diferentes normas contables. La muestra final cuenta con 11.793 observaciones que al menos tienen una partida

del excedente sucio. Debe tenerse en cuenta que, con la excepción de las empresas del Reino Unido y Holanda, la presencia de más de un componente del excedente sucio es bastante poco frecuente, lo que hace suponer que esta práctica no ha sido muy común en la UE en el período analizado. Además, la muestra de Reino Unido es bastante mayor que las de los demás países, lo que explica que algunos análisis de sensibilidad sólo se han realizado para este país.

Los resultados del modelo de precios confirman la relevancia valorativa del valor en libros del patrimonio neto y del resultado, tanto global como neto, y los coeficientes son consistentes con el modelo de Ohlson. Sin embargo no confirman la superioridad de una cifra de resultados frente a la otra, pero sí la utilidad de los ajustes agregados sobre la magnitud resultado neto, por lo que sugieren la conveniencia de divulgarlos de forma separada. Respecto al papel individual de los ajustes, no hay una pauta de comportamiento común en los países examinados, y tan sólo en Reino Unido se confirma la utilidad de la descomposición de los tres ajustes examinados. En cuanto al análisis de rentabilidad, si bien ambos resultados son oportunos para el mercado, no sucede lo mismo con sus variaciones, aunque en Reino Unido se detecta que los cambios en el resultado neto sí lo son, pero no los del resultado global. Al desagregar el resultado global en resultado neto y ajustes, tampoco se observa una pauta común, pero en todos los casos puede rechazarse la hipótesis nula de igualdad de coeficientes de los ajustes, y también de los cambios para Holanda y Reino Unido. Por lo tanto, estos resultados apoyan la revelación separada de los componentes sucios. El análisis de los casos de beneficios y pérdidas para Reino Unido confirma que en ambas situaciones es relevante informar sobre los excedentes sucios, pero la relevancia depende del signo del resultado neto.

Las diferencias encontradas en los países examinados podrían ser debidas al distinto tamaño muestral, a la escasa frecuencia de los ajustes, además de a las diferencias en los factores institucionales que influyen en la información, y en la relación entre ésta y los precios (García-Meca y Sánchez 2007). Sin embargo, el hecho de que la información sobre los excedentes sucios en Reino Unido se proporcione en un estado de resultados es un aspecto clave a la hora de valorar los resultados. Los menores errores de medición en los componentes sucios y de interpretación por los inversores podrían contribuir a su mayor relevancia y oportunidad, lo que no hace sino apoyar la propuesta de un estado de resultados en el que los componentes sucios tengan una visibilidad tan clara como el resultado neto.

Estos resultados tienen ciertas implicaciones para el regulador; si bien no confirman la preferencia por un tipo de resultado, sí revelan la conveniencia de incluir de forma separada el resultado neto y los ajustes (los excedentes sucios). Además, aunque sólo en Reino Unido se confirma la conveniencia de indicar de forma separada cada uno de los ajustes, el hecho de que sea el país con más observaciones en la muestra, con mayor frecuencia de ajustes y el único que en el período obligaba a presentar el resultado global en un estado de resultados, otorga una gran importancia a esta evidencia.

Como es habitual en la investigación empírica, este estudio no está exento de limitaciones. La primera se refiere a la forma de cálculo de la variable objeto de análisis: el resultado global, lo que puede haber conllevado errores de medición, pero es la forma

habitual empleada en la literatura. Por otra parte, basamos nuestro análisis en el modelo de Ohlson (1995), lo que implica aceptar la dinámica de la información lineal, como hipótesis de funcionamiento del resultado anormal, además y al igual que en otros estudios se ha optado por una versión restringida de dicho modelo en la que se omite la variable «otra información». Finalmente dado el escaso número de observaciones con partidas de excedente sucio en Alemania, Francia y Holanda, algunos de los análisis de sensibilidad sólo se han podido llevar a cabo en Reino Unido; nos referimos a la aplicación del método de Bernard (1987) para confirmar que los resultados *pooled* son consistentes con los anuales, y a la separación entre casos con resultados positivos y negativos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACCOUNTING STANDARDS BOARD. 1992. *Financial Reporting Standard 3: Reporting financial performance*. London: ASB.

AKBAR, S., y STARK, A.W. 2003. Deflators, net shareholder cash flows, dividends, capital contributions and estimated models of corporate valuation. *Journal of Business, Finance and Accounting* 30 (9 y 10): 1.211-1.233.

ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH, 1993. *Financial reporting in the 1990's and beyond*. Charlottesville. Va.: AIMR.

BAMBER, L. S.; JIANG, J.; PETRONI, K. R., y WANG, I. Y. 2010. Comprehensive income: who's afraid of performance reporting? *The Accounting Review* 85 (1): 97-126.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H., y LANDSMAN, W. R. 1992. The market valuation implications of net periodic pension cost. *Journal of Accounting and Economics*: 15, 27-62.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H., y LANDSMAN, W. R. 1998. Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*: 25, 1-34.

— 2001. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics* 31: 77-104.

BARTH, M. E., y CLINCH, G. J. 1998. Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non-market-based value estimates. *Journal of Accounting Research* 36: 199-234.

— 2009. Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance and Accounting* 39 (3 y 4): 253-288.

BARTH, M. E., y KALLAPUR, S. 1996. The effects of cross-sectional scale differences on regressions results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research* 13 (2): 527-567.

BERNARD, V. 1987. Cross-sectional dependence and problems in inference in market-based accounting research. *Journal of Accounting Research* 25 (1): 1-48.

BIDDLE, G. C., y CHOI, J.-H. 2006. Is comprehensive income useful?, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 2 (1), 1-32.

BOOTH, G. G.; KALLUNKI, J., y MARTIKAINEN, T. 1997. Delayed price response to the announcements of earnings and its components in Finland. *The European Accounting Review* 6 (3): 377-392.

CAHAN, S. F.; COURTENAY, S. M.; GRONWOLLER, P. L., y UPTON, D. R. 2000. Value relevance of mandated comprehensive income disclosures. *Journal of Business Finance and Accounting* 27 (9 y 10): 1.273-1.301.

CHAMBERS, D.,; LINSMEIER, T. J.; SHAKESPEARE, C., y SOUGIANNIS, T. 2007. An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures. *Review of Accounting Studies* 12 (4): 557-593.

CHENG, C. S. A.; CHEUNG, J. K., y GOPALAKRISHNAN, V. 1993. On the usefulness of operating income, net income and comprehensive income in explain security returns. *Accounting and Business Research* 23 (91): 195-203.

CLUBB, C., y WALKER, M. 2009. Dividend policy relevance and accounting-based valuation. Working Paper. University of Warwick.

DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P., y SLOAN, R. G. 1999. An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics* 26: 1-34.

DHALIWAL, D.; SUBRAMANYAM, K. R., y TREZEVANT, R. 1999. Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance? *Journal of Accounting and Economics* 26 (1-3): 43-67.

EASTON, P., y HARRIS, T. S. 1991. Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research* 29 (spring): 19-36.

EASTON, P., y PAE, J. 2004. Accounting conservatism and the relation between returns and accounting data. *Review of Accounting Studies* 9 (4): 495-521.

EASTON, P.; EDDY, P. H., y HARRIS, T. S. 1993. An investigation of revaluations of tangible long-lived assets. *Journal of Accounting Research* 31 (1): 1-38.

EDWARDS, E. O., y BELL, P. W. 1961. *The theory of measurement of business income*. Berkeley, California: University of California Press.

ERNSTBERGER, J. 2008. The value relevance of comprehensive income under IFRS and US GAAP: empirical evidence from Germany. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5 (1), 1-29.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. 1978. Objectives of Financial Statements by Business Enterprises. *En: Statement of Financial Accounting Concepts* n.º 1. Stanford: FASB.

— 1980. Elements of Financial Statements of Business Enterprises. *En: Statement of Financial Accounting Concepts*, n.º 3. Stanford: FASB.

— 1984. Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises, *En: Statement of Financial Accounting Concepts* n.º 5, Stanford: FASB.

— 1985. Elements of Financial Statements. *En: Statement of Financial Accounting Concepts* n.º 6. Stanford: FASB.

— 1997. Reporting Comprehensive Income. *En: Statement of Financial Accounting Standards (SFAS)* nº 130. Stamford: FASB.

FRANCIS, J., y SCHIPPER, K. 1999. Special section on the relevance of financial statements – have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research* 37 (2): 319-352.

G4+1, 1999. *Position paper: Reporting financial performance*, London: IASC.

GARCÍA-MECA, E., y SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. 2006. Una evaluación meta-analítica de la relevancia valorativa de la cifra de beneficios. *Revista de Contabilidad* 9 (18): 31-59.

GINER, B., y PARDO, F. 2007. La relevancia del fondo de comercio y su amortización en el mercado de capitales: una perspectiva europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 36 (134): 389-415.

GINER, B., y REVERTE, C. 1999. The value relevance of earnings disaggregation provided in the Spanish profit and loss account. *The European Accounting Review* 8 (4): 609-629.

GINER, B.; REVERTE, C., y ARCE, M. 2002. El papel del análisis fundamental en la investigación del mercado de capitales: análisis crítico de su evolución. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 114: 1.111-1.150.

- GONCHAROV, I., y HODGSON, A. 2008. Comprehensive income in Europe: valuation, prediction and conservatism issues. Working paper. University of Amsterdam.
- HAND, J. R. M. y LANDSMAN, W. R. 2005. The pricing of dividends in equity valuation. *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (3 y 4): 435-469.
- HAYN, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20: 125-153.
- HENNING, S. L.; LEWIS, B. L. y SHAW, W. H. 2000. Valuation of the components of purchased goodwill. *Journal of Accounting Research* 38 (2): 375-386.
- HICKS, J. R. 1946. *Value and Capital*. Oxford: Clarendon Press.
- HIRST, D. E., y HOPKINS, P. E. 1998. Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. *Journal of Accounting Research* 36: 47-75.
- HOLTHAUSEN, R. W., y WATTS R. L. 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 31: 3-75.
- ISIDRO, H.; O'HANLON, J., y YOUNG S. 2004. Dirty surplus accounting flows: international evidence. *Accounting and Business Research*, 34 (4), 383-411.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. 1989. *Marco Conceptual para la Preparación y Presentación de Estados Financieros*. London: IASC.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. 2007. *Norma Internacional de Contabilidad. NIC 1 Presentación de Estados Financieros*, London: IASCF. Marzo.
- JENNINGS, R.; ROBINSON, J.; THOMPSON II, R. B., y DUVAL, L. 1996. The relation between accounting goodwill numbers and equity values. *Journal of Business Finance & Accounting* 23 (junio): 513-533.
- KANAGARETNAM, K.; MATHIEU, R., y SHEHATA, M. 2009. Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. *Journal of Accounting and Public Policy* 28 (4): 349-365.
- KUBOTA, K.; SUDA, K., y TAKEHARA, H. 2009. Information content of other comprehensive income and net income: evidence of Japanese firms. Working paper. Chuo University.
- LEE Y.-J.; PETRONI, K. R., y SHEN M. 2006. Cherry picking, disclosure quality, and comprehensive income reporting choices: the case of property-liability insurers. *Contemporary Accounting Research* 23 (3): 655-692.
- LINSMEIER, T. J.; GRIBBLE, J.; JENNINGS, R. G.; LANG, M. H.; PENMAN, S. H.; PETRONI, K. R.; SHORES, D.; SMITH, J. H., y WARFIELD, T. D. 1997. An issues paper on comprehensive income. *Accounting Horizons* 11 (2): 120-126.
- LIPE, M. G. 1986. The information contained in the components of earnings. *Journal of Accounting Research Supplement* 36: 77-83.
- LITTLETON, A. 1940. The integration of income and surplus statements. *Journal of Accountancy*, (enero): 30-40.
- LIVNAT, J. 2000. *Discussion: The Ohlson model: contributions to valuation theory, limitations and empirical applications*. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 15: 368-370.
- May, G. 1937. Eating peas with your knife. *Journal of Accountancy* January: 15-22.
- O'HANLON, J. 2000. *Discussion of Value relevance of mandated comprehensive income disclosures*. *Journal of Business Finance and Accounting* 27 (9 y 10): 1.303-1.310.
- O'HANLON, J. F., y POPE, P. F. 1999. The value-relevance of UK dirty surplus accounting flows. *British Accounting Review* 31: 459-482.
- OHLSON, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.

- OLSON, J. A. 1999. On transitory earnings. *Review of Accounting Studies* 4: 145-162.
- PATON, W. 1934. Shortcomings of present-day financial statements. *Journal of Accountancy* (febrero): 108-132.
- PEASNELL, K. V. 1982. Some formal connections between economic values and yields and accounting numbers. *Journal of Business Finance and Accounting* 9 Autumn: 361-381.
- PENMAN, S. H. 2003. The quality of financial statements: perspectives from the recent stock market bubble. *Accounting Horizons* 17 (supplement): 77-96.
- PINTO, J. A. 2005. How comprehensive is comprehensive income? The value relevance of foreign currency translation adjustments. *Journal of International Financial Management and Accounting* 16 (2): 97-122.
- PREINRICH, G. A. D. 1938. Annual survey of economic theory: the theory of depreciation. *Econometrica*, 6 (Enero), 219-241.
- REES, W. P. 1997. The impact of dividends, debt, and investment on valuation models, *Journal of Business Finance and Accounting* 24 (7 y 8) (septiembre): 1.111-1.140.
- RICHARDSON, G., y TINAIKER, S. 2004. Accounting based valuation models: what have we learned? *Accounting and Finance* (julio): 223-255.
- SCHIPPER, K., y VINCENT, L. 2003. Earnings quality. *Accounting Horizons* Supplement 17: 97-110.
- SKINNER, D. J. 1999. How well does net income measure firm performance? A discussion of two studies. *Journal of Accounting and Economics* 26: 105-111.
- STARK, A. W. 1997. Linear information dynamics, dividend irrelevance, corporate valuation and the clean surplus relationship. *Accounting and Business Research* 27 (3): 219-228.
- STRONG, N. C., y WALKER, M. 1993. The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review* 68 (29): 385-399.
- VAN CAUWENBERGE, P., y DE BEELDE, I. 2007. A critical note on empirical comprehensive income research. Working paper. Ghent University.
- VUONG, Q. H. 1989. Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. *Econometrica*, 57 (2): 307-333.
- WAHLEN, J. M.; BOATSMAN, J. R.; HERZ, R. H.; JONAS, G.J.; PALEPU, K. G.; RYAN, S. G.; SCHIPPER, K.; SCHRAND, C. M., y SKINNER, D. J. 2000. Response to FASB Invitation to Comment on Methods of Accounting for Business Combinations: Recommendations of the G4+1 for Achieving Convergence. *Accounting Horizons* 14 (3): 365-379.
- WALTON, P. 2003. The comprehensive income statement. ACCA.
- WANG, Y.; BULJINK, W., y EKEN, R. 2006. The value relevance of dirty surplus accounting flows in The Netherlands. *The International Journal of Accounting* 41 (4): 387-405.
- WHITE, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* (mayo): 817-838.
- WILD, J. J. 1992. Stock price informativeness of accounting numbers: evidence on earnings, book values, and their components. *Journal of Accounting and Public Policy* 11 (2): 119-154.

Apéndice

Proceso de regulación del resultado global

<i>Año</i>	<i>Norma</i>	<i>Organismo emisor</i>	<i>Ámbito</i>
1992	FRS 3 «Reporting Financial Performance»	ASB	Reino Unido
1997	SFAS 130 «Reporting Comprehensive Income»	FASB	Estados Unidos
1999	Position paper: Reporting Financial Performance	G4+1	Internacional
2003	Revisión IAS 1 «Presentation of Financial Statements»	IASB	Internacional
2007	Revisión IAS 1 «Presentation of Financial Statements»	IASB	Internacional
2008	Discussion paper: «Preliminary Views on Financial Statement Presentation»	IASB y FASB	Internacional
2010	Exposure Draft: «Presentation of Other Comprehensive Income» Exposure Draft: «Statement of Comprehensive Income»	IASB y FASB	Internacional