



**Verón, Carmen S:**  
**Marcolini, Silvina B.**  
**Cabrera, Estebán**  
**Francisconi, Cecilia**  
**Milocco, Ma. de Dios**  
**Rocca, Gisela**  
**Sabella, Andrés**

*Instituto Investigaciones Teóricas y Aplicadas de la Escuela de Contabilidad*

## **LA VINCULACIÓN ENTRE LA INFORMACIÓN CONTABLE Y EL MERCADO DE CAPITALES**

### **I. INTRODUCCIÓN**

En el proceso de mejorar la distribución de la riqueza y la formación de capital productivo, la información contable puede ser considerada como un bien económico. De esta forma las empresas que son las encargadas de su provisión y son las que soportan los costos de su preparación y divulgación mientras que, los beneficios de su utilización se extienden a múltiples usuarios tales como accionistas, competidores, organismos reguladores. La regulación contable con el objetivo de facilitar la comparabilidad de la información contable entre distintas empresas, intenta uniformar los contenidos divulgados en forma obligatoria, pero las empresas pueden decidir brindar información adicional a sus usuarios con diferentes objetivos. En este sentido los administradores pueden considerar relevante informar determinados aspectos de la empresa porque pretenden que sean conocidos por los futuros inversores o acreedores o pueden elegir su ocultamiento. Además pueden decidir que dicha información voluntaria integre los estados contables y sea en consecuencia información auditada o se presente separadamente a través de la Memoria o de alguna otra manera de comunicación que en cualquiera de los casos constituya información no auditada.

Si la administración considera trascendente la publicación de determinada información no obligatoria debe analizar qué tipo de información va a comunicar. La elección de los contenidos a transmitir a terceros tienen estrecha vinculación con el objetivo perseguido por la empresa a partir de que dicha información trascienda. Creemos que a través de la información divulgada voluntariamente, la empresa pretende inducir las decisiones de los terceros interesados.

El fenómeno económico de la globalización de los mercados, el desarrollo tecnológico y los cambios en la economía mundial han puesto en evidencia que las necesidades de información de los usuarios no son siempre satisfechas con los estados contables básicos a los que las empresas se encuentran obligadas a presentar. Surgen en consecuencia tres cuestiones que los emisores de información deben definir:

- Revelar o no información voluntaria y la manera de hacerlo
- En caso afirmativo qué información no obligatoria revelar públicamente
- Canal de divulgación elegido

En nuestro país, las empresas divulgan información adicional a la requerida por la normativa profesional desde el momento en que existen disposiciones legales que obligan a hacerlo, tal es el caso de la memoria de los administradores requerida por la ley de sociedades comerciales o, porque algunos organismos de contralor así lo exigen. En este caso podemos



citar a la Comisión Nacional de Valores y su exigencia de la Reseña informativa.

Además de la información exigida por la ley o por organismos especiales de contralor las empresas pueden decidir comunicar información que sea útil para evaluar el desempeño y las perspectivas futuras de la empresa. En este caso, se trata de información que no está sujeta a ningún tipo de requerimiento, profesional, legal, o de organismos especiales y por lo tanto su contenido y estructura depende exclusivamente de las intenciones de quien informa.

Respecto al canal de divulgación elegido, la evolución de la tecnología pone en manos de los empresarios herramientas cada vez más sofisticadas, más completas y con mayor transferencia al medio. Esta cuestión tiene mucho más que ver con los avances y cambios tecnológicos que con decisiones propias de la empresa. En cualquiera de los casos creemos que las empresas han encontrado en internet, una herramienta que les posibilita llegar rápidamente a clientes, proveedores, acreedores, inversores actuales y futuros y público en general.

En las empresas que cotizan sus títulos de capital en el Mercado de Valores, la cantidad de información voluntaria a divulgar no resulta indiferente al mercado e impacta en el valor de dichos títulos. Si bien el enfoque basado en el análisis fundamental radica en la creencia de que el valor intrínseco de los títulos se puede determinar, aunque no exclusivamente, a través de la información contenida en los estados financieros, enfoques posteriores se han ocupado de considerar otra información adicional para la determinación del valor de los títulos.

El objetivo de este trabajo es analizar la relación entre la información contable y el mercado de capitales, es decir si la información contable divulgada resulta relevante para el mercado sea incidiendo en los precios de los títulos valores o para sus partícipes al momento de diseñar sus estrategias de inversión. Para ello luego de esta introducción presentamos en el apartado II los principales enfoques de investigación con respecto a la divulgación de información contable, seguidamente en el apartado III exploramos la relación entre la información contable y el mercado de capitales, para así en el apartado IV analizamos los aportes de Ohlson en la valoración de la acción de una empresa y el *Price Earnings Ratio* (PER) como herramientas de análisis de la información contable. Finalmente en el apartado V presentamos nuestras reflexiones finales sobre el tema abordado.

## **II. DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN CONTABLE: enfoques de investigación**

El nuevo contexto económico y tecnológico ha impactado en la divulgación de la información contable y Larrán et al. (2004, pág 129) manifiesta: *“La globalización, competencia, revolución tecnológica y organizativa, y cambios en la naturaleza de los activos generadores de valor de las empresas han ocasionado que la información contable, aunque constituye el referente primordial para evaluar la gestión pasada de la compañía y la base para la toma de decisiones de inversión, sea cada vez menos relevante para la valoración de la empresa y realización de hipótesis de futuro.”*

La pérdida de relevancia de la información financiera para el usuario y el sistema contable tradicional presenta limitaciones para reflejar el valor de la empresa, aparecen generadores de valor no reconocidos por la contabilidad pero apreciados por el mercado para la valoración de los títulos. Así la información está basada en aspectos financieros y no financieros referidos al entorno estratégico y operativo de la entidad que se convierten en los determinantes del valor de la empresa e impactan fuertemente en el mercado.

La información voluntaria es aquella que la empresa revela sin responder a requerimientos legales, profesionales o de organismos de contralor. Como ya mencionáramos puede estar



incluida en los estados contables y tratarse de información auditada o puede divulgarse independientemente de los mismos y tratarse en consecuencia de información no auditada.

La divulgación voluntaria de información constituye un instrumento para reducir posibles conflictos de intereses y al mismo tiempo un mecanismo para señalar al mercado la mejor posición relativa de una empresa frente a las demás. Uno de sus principales beneficios es la reducción de la brecha entre lo que el mercado percibe de la empresa y su valor intrínseco. En otras palabras, se espera que la predisposición de la empresa para revelar información voluntaria reduce la incertidumbre que los intermediarios financieros puedan tener sobre la misma.

La investigación en contabilidad a partir de la década del sesenta sufrió cambios importantes, desde el momento que los desarrollos teóricos y metodológicos de la teoría económica comenzaron a impactar en el diseño de las investigaciones contables y permitieron la construcción de la denominada teoría positiva de la contabilidad.

En este sentido Verón (2009, pág. 221) manifiesta: *“La teoría positiva de la contabilidad tiene dos ámbitos principales de estudio, el mercado de capitales y la empresa. Las investigaciones referidas al mercado de capitales buscan explicar y predecir la incidencia de la información contable en el precio de las acciones o en el comportamiento de los inversores. Por su parte las investigaciones referidas a la empresa buscan explicar y predecir las elecciones de los procedimientos o métodos contables que se aplican en la elaboración de las cuentas anuales o estados contables.”*

Para referirnos al enfoque del mercado de capitales es necesario partir del concepto de mercado eficiente. La hipótesis de eficiencia de mercado parte de la idea de que el mundo observa y comprende las señales emitidas por el sistema de información y se basa en que los precios de los títulos del mercado reflejan toda la información disponible sobre ellos. Esto puede explicarse diciendo que los precios de los títulos son consecuencia directa de la información disponible sobre ellos y las condiciones para que esto suceda son la inexistencia de costos de transacción, la gratuidad de la información para todos los que operan en el mercado y la existencia de un número grande de participantes que procesen la información de manera homogénea.

Al respecto Giner y Mora (1995, pág. 86) plantean lo siguiente: *“El concepto de eficiencia de mercado supone que los precios reaccionan inmediatamente a la información nueva, y que el mercado interpreta correctamente esta información, de modo que los precios la reflejan de manera insesgada y son una buena estimación del valor intrínseco de los títulos.”*

Si bien existen posturas opuestas a favor y en contra de la eficiencia de mercado, la realidad pone en evidencia que la posición extrema que presupone que los precios transmiten toda la información disponible bajo un marco de convergencia total de creencias no es posible. Es evidente que los inversores son heterogéneos respecto a sus objetivos y expectativas y la información no es absoluta, por lo tanto no puede ser percibida por todos los inversores de la misma manera.

Esta posición conciliatoria se asienta en el enfoque de investigación basado en el mercado de capitales cuyos objetivos generales que se relacionan directamente con el precio de las acciones en el mercado:

- Un análisis del resultado contable
- Un análisis de los cambios en los procedimientos contables

En el primer caso se intenta demostrar que un dato generado por la contabilidad como por ejemplo el resultado incluye información respecto a la rentabilidad de las acciones en este caso y afecta en consecuencia al precio de mercado de los títulos.

En el segundo caso se utiliza la relación entre los cambios en los precios de mercado y los cambios en los procedimientos contables, demostrando que la información contable que revela un cambio real en la situación de la empresa determina un cambio en el mercado



mientras que, los cambios que no tienen implicancias para la situación real de la empresa porque carecen de contenido informativo, no afectan el valor actual de los flujos de caja esperados ni el riesgo asociado, no deberían modificar el precio.

Bajo el enfoque del mercado de capitales se considera que la información contable incide en el precio de las acciones y en el comportamiento de los inversores. Desde esta perspectiva la información revelada por el usuario obligatoria y voluntaria adquiere una gran trascendencia pero es la información voluntaria la que puede generar la diferencia entre las empresas que divulgan y repercutir directamente en las decisiones de los usuarios.

Las investigaciones referidas a la empresa permiten la aplicación de una metodología científica para la construcción de una teoría de la contabilidad orientada hacia las organizaciones. Estas investigaciones buscan explicar y predecir las elecciones de los procedimientos o métodos contables que se aplican en la elaboración de los estados contables.

Desde esta perspectiva que acepta la existencia de costos de transacción y de información se determina que los métodos contables afectan los flujos de caja de la empresa o de sus directivos. La existencia de costos de transacción implica que los cambios en los procedimientos contables de las empresas no son irrelevantes y requieren ser explicados.

Estos cambios en los procedimientos contables fueron analizados por Watts y Zimmerman (1978) y en este sentido Verón et al. (2010, pág. 6) manifiestan: *"El trabajo de Watts y Zimmerman (1978) es considerado como el pionero en la investigación contable desde la perspectiva contractual de la firma y sus resultados aportaron evidencia a la investigación contable de la época, de que la elección de los métodos contable (normas contables) no tenían por objeto producir variaciones en el precio de las acciones, sino que respondían al interés de sus directivos de maximizar los flujos esperados de caja de la empresa e indirectamente sus remuneraciones. Observamos que este proceso se aparta de la hipótesis mecanicista y señala el inicio de una línea de investigación positiva que busca identificar los factores que influyen en el comportamiento de los directivos en el proceso de regulación contable y por ende la posición de la empresa en dicho proceso."*

Debido a que nuestro trabajo se enmarca en el enfoque de investigación basado en el mercado de capitales en los siguientes apartados nos abocaremos a presentar una síntesis de su evolución y las líneas de investigación en presencia.

### **III. INFORMACIÓN CONTABLE Y MERCADO DE CAPITALS: su relación**

Los aportes de la teoría de las finanzas a través de la hipótesis de eficiencia de mercado y el capital asset pricing model (CAPM) jugaron un rol importante en la evolución de la investigación en contabilidad orientada hacia el mercado de capitales (Market Based Accounting Research, MBAR). La hipótesis de eficiencia de mercado es una extensión de la teoría microeconómica en lo referente al comportamiento del mercado. En este sentido Giner y Mora (1995, pág.79) consideran que Samuelson (1965) fue uno de los primeros en formular de manera rigurosa una teoría sobre el funcionamiento eficiente del mercado pero es Fama (1970) quien combina la teoría y la evidencia empírica para poder efectuar contrastes más rigurosos de la teoría propuesta. En concreto Fama (1970, pág. 384) es quien acuña el término de "mercado eficiente" y establece que en este tipo de mercados los precios reflejan íntegramente toda la información disponible sobre ellos. En un trabajo posterior Fama (1991) afirma que la hipótesis de eficiencia de mercado se basa en que los precios de los títulos del mercado reflejan toda la información disponible sobre ellos, siendo la precondition de esta hipótesis que los costos de información y de negociación, los costos de transacción en términos generales, han de ser siempre cero o nulos. Desde esta perspectiva se considera que no es posible superar los resultados del mercado excepto a través de la disposición de



información privilegiada. En otras palabras, los precios reflejan íntegramente toda la información disponible sobre ellos, siendo las condiciones implícitas para este comportamiento: inexistencia de costos transaccionales, disponibilidad y gratuidad en el acceso a la información, y existencia de un número suficientemente grande de participantes que procesen la información.

La cantidad de información disponible para los participantes del mercado permite clasificar la eficiencia de mercado en tres niveles (Fama 1970). La eficiencia del mercado es débil cuando los precios de los títulos reflejan solamente información ya contenida en ellos. Los precios que reflejan toda la información pública, principalmente de naturaleza contable, configuran una eficiencia semifuerte del mercado. Finalmente cuando los precios del mercado reflejan toda la información, tanto pública como confidencial o privada, se considera que la eficiencia del mercado es fuerte.

Giner (2001) y Giner et al. (2002) en una revisión de la literatura contable referida al mercado de capitales, identifica a dos grandes corrientes de investigación:

a) *los trabajos desde una perspectiva informativa, predominantes en los años setenta y ochenta*

Esta perspectiva informativa, considera que si los precios son eficientes reflejan el valor actual de los flujos futuros de caja (los dividendos) y de esta forma sirven de referencia para evaluar el contenido informativo de la información contable sobre los dividendos futuros. De esta forma el modelo de valoración que subyace es el de descuento de dividendos y son los dividendos futuros los portadores del valor de los títulos. Además el problema de la determinación del valor del título se reduce a estimar los dividendos futuros y a la tasa de descuento.

En este sentido si la información contable genera una revisión de las expectativas del mercado sobre el futuro de la empresa, su impacto se verá reflejado en los precios de los títulos. Las limitaciones de estas investigaciones de contenido informativo tales como las anomalías en la hipótesis de eficiencia, los problemas metodológicos y pero sobre todo el limitado interés para la disciplina pues la información contable es una noticia más que divulga el mercado, condujo a los investigadores a realizar estudios de asociación o también llamados de relevancia. Estos estudios carecían de un modelo teórico que justificara la selección de las variables contables incorporadas en los modelos. Estos estudios se centran en la capacidad de la información contable para captar la información que interesa a los inversores, mientras que los de contenido informativo investigan la utilidad de la información contable por su capacidad de impactar en los precios del mercado.

Mora y Vázquez (2004, pág. 226) con respecto a los estudios de asociación señalan: *“Este tipo de análisis permite analizar la “relevancia” de la información contable tal y como ésta se define en el marco conceptual, ya que no analiza la reacción de los precios ante la información contable, por no considera la existencia de una relación causa-efecto, sino que utilizan modelos de regresión en períodos más amplios para analizar si existe una asociación-relación entre información contable e información del mercado”*

b) *los trabajos desde una perspectiva de medición o valoración, surgidos a mediados de los noventa*

La perspectiva de medición o valoración de estas investigaciones supone una respuesta a las anomalías al supuesto de mercado eficiente y una ruptura con el objetivo de los trabajos anteriores, pues emplean la información contable para predecir el precio de los títulos. Las desviaciones de los precios de los títulos con respecto a sus valores intrínsecos, justifican la utilización de la información contable para determinar dicho valor y de esta forma obtener rendimientos o rentabilidades anormales. En este sentido Giner et al. (2002) consideran que estos trabajos representan una evolución de los estudios de asociación o relevancia en los



que se admite que el mercado y por lo tanto los precios funcionan de manera eficiente. De esta forma los precios son el reflejo de las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa y se resultan de interés los datos contables que se relacionan (o asociación) con ellos. En otras palabras y de acuerdo con Giner (2001) esta línea de investigación es una evolución de los estudios de asociación pues no se abandona la concepción de que los precios actúan eficientemente ni la utilización de las variables contables en los modelos. Pero la selección de las variables contables a incorporar en los modelos se realiza de forma ad hoc y siguiendo fundamentalmente al intuición del investigador, debido a la falta de un modelo teórico que justifique su selección.

Esta limitación fue resuelta mediante el redescubrimiento de Ohlson (1995) del modelo de beneficio residual o de resultado anormal o EBO. Este modelo brinda el fundamento teórico para la selección de las variables contables a incorporar en los modelo abandonando la forma *ad-hoc* que realizaban los estudios de relevancia. En este sentido (Giner 2001, pág. 39): *"...el sustrato teórico contable para los estudios de medición o valoración lo proporciona este modelo, que gracias a la dinámica de información lineal que incorporan Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995) se convierte en un modelo basado en datos contables conocidos y no en expectativas."*

En palabras de Giner (1999, pág. 26) este modelo: *"deduce el valor de los atributos básicos del sistema contable, el neto y los resultados, o la rentabilidad financiera, y esto marca una diferencia importante con los modelos que han sido la base de la MBAR, que consideran a los dividendos como los portadores de valor."*

### Análisis Fundamental (AF)

De acuerdo a lo manifestado por Bauman (1996, pág 1): *"el análisis fundamental supone inferir el valor de mercado de los recursos propios de una empresa sin hacer referencia a los precios a los que sus títulos cotizan en los mercados de capitales. Implica una valoración de las actividades y perspectivas de una empresa mediante sus informes financieros publicados, así como otras fuentes de información referentes a la empresas, a los mercados de producto en que ésta compite y a su entorno económico global"*. De esta forma el AF tiene como objetivo la determinación del valor intrínseco de una empresa o de una acción a partir de la información disponible, con especial énfasis en la información contable.

En este sentido el Documento N° 8 de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA, 2006) considera que la asunción principal del AF es que los precios de mercado divergen temporalmente del citado valor intrínseco, aunque tienden a revertir hacia él, lo que posibilita la detección de títulos infravalorados o sobrevalorados en el mercado, y así diseñar estrategias de inversión que permitan obtener rentabilidades superiores a las normales.

Durante la preponderancia de la hipótesis de eficiencia de mercado y del modelo CAPM, el análisis fundamental fue relegado a un segundo plano, debido a que la focalización en el precio anula la dualidad entre valor intrínseco y precio. Esto se debe a que los precios constituyen un estimador insesgado del valor de la empresa.

El aporte fundamental del modelo teórico de Ohlson (1995) es que establece el nexo entre la información contable y el precio de los títulos, sin abandonar la hipótesis de eficiencia de mercado. Por su parte el ratio denominado *Price To Earnings* (PER) permite explicar en forma proyectada la capacidad de la empresa para generar futuros flujos de fondos. En el apartado siguiente abordamos el análisis de ambas herramientas.



#### IV. EL MODELO DE OHLSON (1995) y PRICE EARNINGS RATIO (PER)

En los párrafos anteriores expusimos que el modelo de descuento de dividendos estimaba el valor de la empresa en un determinado momento a partir del valor descontado de los dividendos futuros esperados. Este modelo tiene una limitación que es la de estimar los dividendos futuros, la cual fue soslayada a partir de la utilización del modelo de resultado residual (*residual income valuation model*) que permite obtener el valor de la empresa a mediante la utilización de datos contables. Pero es la relación de "excedente limpio" o *clean surplus* entendida como que todo cambio en el patrimonio neto entre el período t y el período t-1 es igual al resultado del período t menos los dividendos pagados en dicho período. Así se reafirma el concepto de que el valor de una empresa es función de los datos contables, algunos históricos y otros referidos al futuro, sin tener que conocer la política de pago de dividendos. Observamos que esta relación no es otra que la manifestada en el criterio de mantenimiento de capital financiero al considerar que la comparación de dos patrimonios netos de distinto momento determina el resultado del ejercicio corregida de los aportes y retiros de los propietarios.

La relación del excedente limpio o *clean surplus* puede expresarse de la siguiente forma:

$$PN_t = PN_{t-1} + RDO_t - DIV_t$$

A partir de la magnitud del resultado en el modelo del resultado residual (RIV) se puede estimar el resultado anormal del período, como la diferencia entre el resultado contable del período y lo que se obtendría invirtiendo los recursos propios del período t-1 a su costo de capital o rentabilidad exigida por los accionistas. Esta relación puede expresarse de la siguiente forma

$$RDOAn_t = RDO_t - k \cdot PN_{t-1}$$

*RDOAn<sub>t</sub>* Resultado Anormal del período t

En general podemos expresar que los resultados anormales de una empresa son consecuencias de aspectos económicos relacionados con sus ventajas competitivas. Pero también puede ser consecuencia de la política contable de la empresa tales como métodos de amortización, activos no reconocidos (intangibles autogenerados), diferimiento en el reconocimiento de resultados por medición a valor razonable (resultados diferidos u otros resultados integrales).

Así coincidimos con lo expresado en el Documento de AECA N° 8 (2006, pág. 18): "...el sistema contable tradicional, basado en el criterio de valoración del coste histórico y en el principio de prudencia, conlleva la existencia de resultados anormales."

A través de la combinación de la relación de excedente limpio y de resultado anormal, llegamos a determinar el valor de la empresa a mediante la siguiente expresión.

$$V_t = PN_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t[RDOAn_{t+\tau}]}{(1 + k_e)^\tau}$$



$V_t$  Valor de la acción en el período  $t$

En este sentido la predicción de los resultados anormales futuros constituyen el centro de análisis del RIV en lugar de los dividendos

### **El modelo EBO<sup>1</sup>**

La principal aportación de Ohlson (1995) al RIV fue la modelización de las expectativas de los resultados anormales futuros, que permite obtener una función de valoración cerrada al vincular el valor de las acciones de una empresa con la información disponible.

El modelo EBO es aquél que logra relacionar los aportes significativos de los dos modelos desarrollados previamente. Se trata de un modelo basado en la investigación contable clásica del mercado de capitales, es decir, en la teoría neoclásica, concretamente, en el tradicional modelo de descuento de dividendos y, apoyándose en las investigaciones realizadas por Watts y Zimmerman (1986) centradas en la empresa, toma los aportes hechos por los mismos, quienes sostenían que la empresa en sí misma era quien hacía posible la conexión entre los diversos agentes que operan en el mercado, a través de los datos contables de la organización.

Considerándose a la información contable como aquélla que determina la distribución de la riqueza entre los distintos agentes económicos y, a la empresa, como la que establece las bases respecto a su elaboración y posterior divulgación es que, el modelo EBO retoma las premisas del análisis fundamental en cuanto a la importancia que revisten los datos contables de las diferentes empresas para la determinación del valor intrínseco de las mismas.

Por tanto, los desarrollos llevados a cabo por Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995), han generado la base conceptual apropiada para la determinación del valor intrínseco de una empresa, por medio de los datos contables y no en función de los dividendos.

Ohlson (1995) para poder determinar el valor intrínseco de una empresa, parte del valor de mercado en el momento actual que posean los títulos de una determinada entidad y de toda otra información contable que se encuentre disponible, ya sea que la misma esté haciendo referencia a datos contables históricos como a datos futuros, de acuerdo a lo formulado por los modelos que lo antecedieron.

Para la concreción de tal vínculo y su correcta estimación, se incorpora al modelo un supuesto relativo, el cual consiste en la *dinámica de la información lineal (linear information dynamics, LID)*. Este LID describe el comportamiento en el tiempo de los resultados de una determinada entidad. Es decir que, la habilidad que posea cada empresa para generar beneficios por encima del resultado considerado como normal en un período, dependerá del resultado anormal del período anterior, como así también de otra información.

Al hablar de "otra información", bajo la perspectiva de este modelo, la misma es aquella variable capaz de representar los efectos predecibles sobre los resultados anormales futuros en el presente. O sea, la información aun no contenida en los estados contables pero que sí será captada por los mismos en el futuro.

Por consiguiente, ya no sólo la variable del resultado anormal es la que resulta relevante, sino también toda otra información que sea útil para la predicción de los mismos.

Consecuentemente, el modelo de Ohlson (1995) a través del LID introduce a los resultados

---

<sup>1</sup> La denominación del modelo responde a las iniciales de sus precursores. En sus inicios Edwards y Bell (1961) y, quienes lo han revitalizado Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995).





anormales futuros esperados un proceso autorregresivo en el tiempo, contemplando el retardo de un período para el análisis de la variable otra información. Para que la LID resulte consistente con el modelo y responda a este proceso de autorregresión lineal, la misma requiere de dos factores de persistencia fijos. Uno de ellos es el que hace referencia al resultado anormal y, el otro, es aquel que tiene relación con la variable otra información. Ambos factores deben ser siempre no negativos e inferiores a uno, de manera tal de poder garantizar la convergencia en el cálculo del valor.

El fundamento de lo explicado previamente radica en que, si los parámetros de persistencia se igualan a cero, nos encontraríamos frente a una empresa en estado de no crecimiento, situación que indica que la capacidad de generar resultados anormales es tan solo de carácter transitorio. Si los parámetros de persistencia fuesen igual a uno, la realidad demostraría que los resultados anormales se manifiestan de manera indefinida. Por último, en el caso de cumplirse los límites establecidos para los parámetros de persistencia, es decir, que los mismos se encontraran entre cero y uno, los resultados anormales presentan seguridad respecto a que los mismos perdurarán en el tiempo.

En el supuesto de no estar frente a esta última situación, sino en alguna de las dos primeras descritas recientemente, en una economía competitiva (Bernard 1994) las oportunidades de inversión en proyectos de inversión con valor actual positivo atraería el interés de muchas empresas, hasta tanto las fuerzas del mercado generaran el equilibrio. Por tal razón resulta sumamente importante fijar los parámetros de persistencia respecto a los dos factores que permiten la aplicabilidad de LID en este modelo, dado que de esta manera el valor será determinado por el entorno de cada empresa y sus principios contables.

### **Price Earnings Ratio (PER)**

El análisis de estados financieros puede realizarse a través de indicadores o ratios que relacionan cifras contenidas en dichos estados o bien los relacionan con cifras provenientes del mercado de valores en el cual cotizan dichas empresas emisoras. Estos indicadores que relacionan información interna y externa tienen distinta aplicación según el objetivo de análisis propuesto.

El *Price Earnings Ratio* (PER) es la relación entre el precio de cotización de la acción de una empresa y su resultado contable por acción permite conocer la cantidad de los períodos de ganancias que deben generarse para *pagar* el valor de mercado bursátil de la sociedad. Así este índice mostrará cuál es el período de recupo de la inversión en esas acciones a través de los resultados generados por la empresa y se expresa de la siguiente forma:

$$PER = \frac{\text{Precio de la Acción}}{\text{Utilidad } \times \text{Acción}}$$

Algunos analistas proponen que la *utilidad por acción* a utilizar para el cálculo del indicador deberá ser promedio de los últimos cuatro ejercicios de forma de asegurar que el índice se vea afectado por variaciones puntuales extraordinarias de las utilidades. En cuanto a la cotización de las acciones, proponen que se tome el valor de cotización individual por acción, tal como se plantea en la fórmula y no el agregado de las acciones.

Así descripto este índice resulta de utilidad para fines analíticos al momento de evaluar una combinación de negocios por inversión en acciones de otra sociedad. Una compañía, de la cual se espera un importante crecimiento por generación de resultados en el futuro, será mejor calificada y justificará el pago de un mayor precio.

Este ratio también puede utilizarse para determinar si la rentabilidad obtenida de la inversión



satisface la esperada por el agente inversor. De esta forma invirtiendo el cálculo del ratio, se obtiene la rentabilidad sobre la inversión en las acciones de esa firma en el mercado de valores, y se expresaría de la siguiente forma:

$$\text{Rentabilidad de la Inversión en acciones} = \frac{\text{Utilidad } x \text{ Acción}}{\text{Precio de la Acción}}$$

Así si el inversor desea una rentabilidad mínima de 8% implica que el PER máximo oscila alrededor del 12,5%.

El inversor individual, tiene el objetivo de maximizar el valor de su inversión en el mercado de capitales y desde la perspectiva de este indicador es de esperar que el inversor en un comportamiento racional, busque acciones de empresas que arrojen un alto PER. Un valor elevado de este ratio indica un potencial elevado de rentabilidad futura, asociada a la generación de resultados positivos, pero también debe interpretarse como un indicador de riesgo. Una brecha elevada entre el valor de cotización de las acciones en el mercado y los resultados anuales, indica también una brecha importante entre el valor contable de la estructura financiera y el valor de mercado de las acciones. De esta forma si en determinado momento las expectativas de generación de resultados tienen una revisión a la baja, esto arrastrará el valor de las acciones y en consecuencia la pérdida de valor para el accionista. Esta es una manifestación del mayor riesgo que pueden poseer acciones con un alto PER.

## V. REFLEXIONES FINALES

El interés de los investigadores por la divulgación de la información contable se ha centrado en dos cuestiones: a) conocer las motivaciones de las empresas para divulgar información, y b) establecer la relación que tiene con el mercado de capitales.

En el presente trabajo nos hemos centrado en esta última relación con el fin de analizar la evolución desde una etapa inicial meramente informativa hasta la más reciente de medición o valorativa. La etapa de medición o valorativa rescata la importancia de la información contable para explicar los precios de las acciones y por lo tanto sugerir su capacidad predictiva.

En particular hemos analizado dos herramientas utilizadas por los analistas, el modelo teórico de Ohlson y el PER. EL modelo de Ohlson también conocido como modelo EBO ha permitido establecer el valor intrínseco de una acción a partir de la vuelta al análisis fundamental. El sustento teórico de este modelo es la vinculación entre los resultados contables del período anterior con toda otra información presente disponible, tanto de carácter no contable como contable, siendo esta última captada por los estados contables en el futuro. Esta información posee un rol trascendental a la hora de tomar decisiones, minimizando en cierta forma, la falta de oportunidad de la información contable brindada por los estados contables.

Por su parte el valor intrínseco de una acción puede diferir temporalmente del precio de mercado de la acción pero en el tiempo los mismos convergirán. Además este valor intrínseco determinado a partir de datos contables contenidos en los estados contables permitirá mediante su comparación con el precio de mercado identificar las acciones infravaloradas y así a los inversores desarrollarán estrategias de inversión que permitan obtener rentabilidades anormales.

Por su parte el PER es uno de los ratios más utilizados para medir la evolución de los precios de las acciones y puede ser interpretado en función de la valorización que realicen los inversores de la capitalización o de los ingresos. De esta forma un elevado PER se asocia inversamente con la magnitud de los ingresos netos.

Finalmente consideramos que la información contable divulgada por las empresas resulta



relevante para el mercado, sea para la formación de los precios o para el desarrollo de estrategias de inversión de los partícipes del mercado.

## VI. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA, 2006): "Aplicabilidad del modelo de Ohlson para la valoración de acciones", España.

BAUMAN, M.P. (2006): "A review of fundamental analysis research in accounting", *Journal of Accounting Literature*, Vol. 15, pág. 1-33.

FAMA, E. (1970); "Efficient capital markets: a review of theory and empirical works"; *Journal of Finance*, Vol.25, Nº 2; pág. 383-417.

FAMA, E. (1991); "Efficient capital markets II"; *Journal of Finance*, Vol.46, Nº 5; pág. 1575-1617.

FELTHAM, G.A. y OHLSON, J.A. (1995): "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pág. 689-731.

GINER, B. (2001); "La utilidad de la información contable desde la perspectiva del mercado: ¿evolución o revolución en la investigación?", *Revista de Contabilidad*, Vol. 4, Nº 7, pág. 21-52.

GINER, B. y MORA, A. (1995): "Análisis crítico de la eficiencia del mercado de capitales en relación con la información contable", *Revista Contabilidad y Tributación* Nº 181, pág. 75-122.

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*, Vol. XXXI, Nº 114, pág. 111-1150.

LARRAN, J. y GARCIA-MECA (2004): "La relevancia de la información no financiera en la estrategia de divulgación voluntaria: percepciones empresa-analista sobre su utilidad", *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, Nº. 12, pág. 127-145.

MORA, A. y VAZQUEZ, P. (2004): "Cambios en la relevancia de la información contable. Alternativas en la medición y aplicación empírica al caso español", *Revista de Contabilidad*, Nº 7, Vol. 13, pág. 223-244.

OHLSON, J.A. (1995): "Earnings, book values, and dividends in equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pág. 661-687.

SAMUELSON P.A. (1965): "Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly", *Sloan Management Review*, pág. 41-49.

SUARDI, D.; VITTA, J.M.; CARAZAY, C.; MILETI, M.;BERTOLINO, G.; DIAZ, T.; DOMINGUEZ, R.; FERNANDEZ, A.; GASTALDI, J.; GONZALEZ, S.; MARCHESE, A.; MARCOLINI, S.; MARTIN, O.; NANNINI, S.; VAZQUEZ, C. y VERON, C. (2005): "Contenido y comunicación de los informes financieros en el contexto de la nueva economía", X Jornadas "Investigaciones en la Facultad" de Ciencias Económicas y Estadística, Universidad Nacional de Rosario.

VERON, C. (2009): *Análisis económico de los negocios conjuntos: factores explicativos de la elección contable en el mercado español*, Tesis doctoral, Universidad de Valencia, España.

VERON, C.; MARCOLINI, S.; FERNANDEZ, F.; GONZALEZ, S.; MANGIONE, J.; ROCCA, G.; SABELLA, A. y CRUCCI, K. (2010): "Factores explicativos de la discrecionalidad directiva en la divulgación de información contable: principales fundamentos teóricos", XV Jornadas "Investigaciones en la Facultad" de Ciencias Económicas y Estadística, Universidad Nacional de Rosario.

WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. (1978): "Towards a positive theory of the determination of accounting standards", *Accounting Review*, Vol. 53, Nro. 1, pág. 112-134.

WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. (1986): *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall International, London.