



**23º ENCUESTO NACIONAL DE INVESTIGADORES UNIVERSITARIOS DEL ÁREA CONTABLE**

**13º SIMPOSIO REGIONAL DE INVESTIGACIÓN CONTABLE**

Tema 3: Especialidad, Rama o Segmento contable económico-financiero

**“RELEVANCIA DE LA INFORMACION CONTABLE EN EL VALOR DE LAS ACCIONES  
DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS QUE COTIZAN EN EL  
MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES EN EL PERIODO 2012-2014”**

Autores

Director Equipo de Investigación: Cristián Miazzo

Investigadores: Andrea Bernardi

Romina Martellotto

La Plata, 14 y 15 de diciembre de 2017

## ANTECEDENTES

A partir de la década del setenta, las principales organizaciones de profesionales contables, tanto a nivel internacional como local, han adoptado el enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones de inversores y acreedores tanto actuales como potenciales.

Al convertirse en utilitarista por naturaleza, la última y definitiva prueba de la eficacia de la información financiera es su utilidad (Lev y Ohlson, 1982, p.251), concepto eminentemente pragmático, para el que la más adecuada e, incluso, la única validación posible es la contrastación positivista por referencia a la realidad existente. (Tua Pereda, 1991, p.28)

Según menciona Hendricksen (1974) esta nueva orientación comienza a gestarse a partir de la Gran Depresión. Actualmente, se cristaliza en la normativa internacional y también en la nacional, que adscriben al enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones. A partir de este cambio de paradigma las investigaciones contables tratan de conocer y comprender cuáles son los modelos de decisión de los usuarios de los estados contables. Expresa Tua (1995) que es el usuario quién pasa a ser el "...determinante de la información a incluir en los estados financieros, cuyo contenido se establece a partir de los posibles requerimientos..." .

En este marco, la investigación contable intentó determinar la capacidad de predicción de los informes contables, especialmente la utilidad para predecir variables que interesan a quienes toman decisiones, como los flujos futuros de caja y su relación con el precio de cotización de las acciones. Esta nueva línea de investigación se dio a conocer como la perspectiva informativa.

Cabe resaltar que la investigación empírica relacionada con los inversionistas y el mercado de capitales, tuvo su auge en países con mercados desarrollados como EEUU y en parte también en Gran Bretaña.

Son numerosos los estudios que han indagado sobre la capacidad de la información contable para generar estas variaciones en los precios y los resultados son diversos. El beneficio es, de todas las magnitudes utilizadas, el que ha demostrado un poder explicativo más alto. En particular, los estudios relacionados al contenido informativo del beneficio neto son numerosos. El trabajo pionero de Beaver (1968) para el mercado estadounidense demuestra que el beneficio tiene contenido informativo ya que ante el anuncio se producen cambios significativos tanto en el rendimiento (precios) como en el volumen de negociaciones en la semana del anuncio y la previa.

Como sostienen Giner Inchausti, Reverte Maya, y Arce Gisbert (2002, p. 1119) los estudios de contenido informativo adolecen de dificultades tales como la necesidad de conocer el momento de la divulgación de la información para poder proceder a seleccionar la ventana más apropiada, la delimitación de la nueva información que altera las expectativas de los inversores y por ende los precios, la inconsistencia del CAPM para determinar la rentabilidad anormal, relación no lineal entre resultados inesperados y rentabilidad anormal, entre otros.

Posteriormente, se evolucionó hacia estudios de asociación o relevancia para el valor, en los que se analizan qué aspectos tienen en cuenta los inversores a la hora de fijar los precios de mercado, si bien la selección de variables y su relación con los precios se realizaban sin una base teórica subyacente.

Se produce un cambio, virando la investigación contable basada en el mercado de capitales hacia aspectos de valuación, dando lugar a una perspectiva de medición o valoración. El avance más importante fue el desarrollo teórico formal de la relación entre la información públicamente disponible, contable o no, y el valor de la empresa. La publicación de trabajos por parte de Ohlson, y posteriormente de Feltham y Ohlson hizo un aporte fundamental. A través de una modelización determinan el valor de las acciones. Esto se conoce en la investigación contable como lo que sería una vuelta al análisis fundamental.

Desde este enfoque, se deja de lado la perspectiva de la información para poner énfasis en la perspectiva de la medición en la determinación del valor intrínseco de las acciones, ya que los precios de mercado no reflejan ese valor, y prescribe que el valor intrínseco de las acciones puede obtenerse -aunque no exclusivamente- a partir de la información de la información contable.

Por ello, el análisis fundamental, en el contexto del mercado de capitales, es un instrumento a través del que se pueden detectar títulos infravalorados o sobrevalorados. En consecuencia, el valor intrínseco se constituye en el criterio de referencia para detectar errores de valoración en los precios de mercado y, de esta manera realizar estrategias de inversión para obtener rendimientos anormales. (Giner Inchausti, et al., 2002, p.1114)

El análisis fundamental implica la búsqueda de modelos de valoración teóricamente fundamentados, el objetivo de las investigaciones deja de ser la explicación del precio para convertirse en en la predcción del valor con un enfoque contextual teniendo en cuenta las características de las empresas y sus entornos.

Con esta nueva perspectiva vuelve a cobrar importancia la información contable como instrumento para la determinación del valor de la empresa, constituyéndose el modelo EBO – Edwards, Bell y Ohlson- en una base para el auge de la investigación contable.

La delineación de este desarrollo teórico tiene su origen en el modelo de descuento de dividendos en el que el valor de las acciones es igual al valor actual de la corriente esperada de dividendos futuros, constituyendo su punto de partida;  $V_t = \sum E_t (d_{t+\tau}) / (1+r)^\tau$  donde  $V_t$  es el valor de mercado de las acciones en el momento t,  $d_t$  son los dividendos netos en el momento t, r es la tasa de interés y  $E_t$  es el operador condicionado a la información disponible en el momento t.

Para poder relacionar el valor de las acciones de una empresa con los datos contables es necesario establecer la relación entre los dividendos y la información contable, estableciendo el supuesto de que ambos cumplen la relación clean surplus o excedente limpio;  $bv_t = bv_{t-1} + x_t - d_t$  donde  $bv_t$  es el patrimonio neto en el momento t,  $x_t$  es el resultado del período t y  $d_t$  son los dividendos netos en el momento t. La relación excedente limpio significa que todas las pérdidas y ganancias están incluidas en el resultado de la empresa y el patrimonio neto variará de un período a otro sólo en la parte del resultado no distribuido como dividendo.

La relación clean surplus permite modelizar el valor de las acciones en base a datos contables independientemente de la política de dividendos.

El resultado anormal es la diferencia entre el resultado del ejercicio y la rentabilidad normal del patrimonio neto empleado para la generación del resultado;  $x_t^a = x_t - r \cdot bv_{t-1}$  donde  $x_t^a$  es el resultado anormal del período t,  $x_t$  es el resultado del período t, r es la tasa de interés y  $bv_{t-1}$  es el patrimonio neto en el momento t-1.

Si se combinan las dos últimas expresiones se pueden representar los dividendos de la siguiente manera,  $d_t = x_t^a - bv_t + (1+r) bv_{t-1}$ . Reemplazando esta igualdad en el modelo de descuento de dividendos se obtiene el modelo de resultado residual,  $V_t = bv_t + \sum E_t (x_{t+\tau}^a) / (1+r)^\tau$ ; Feltham y Ohlson señalan que el valor de una empresa puede expresarse en términos del valor de libros de los activos netos de la empresa y el valor presente esperado de los beneficios anormales.

El modelo EBO se basa en una versión simplificada de Feltham y Ohlson (1995), también llamado modelo del beneficio residual –RIV- (Werbin, E., 2011 p.15). Este modelo permite calcular el valor de una empresa utilizando información contable.

En el modelo de resultado residual la mayor parte del valor de las acciones de una empresa está representada en el patrimonio neto, mientras que el valor actual de los resultados anormales esperados es menor que el valor actual de los dividendos futuros esperados en el modelo de descuento de documentos.

En definitiva, el modelo RIV no es más que una redefinición del modelo de descuento de dividendos que, salvo por la relación del excedente limpio, no depende de las propiedades del sistema contable. De esta manera, los precios sólo serían una función lineal del patrimonio contable y de los resultados anormales esperados. (Iñiguez Sánchez, R., 2003, p. 22)

Con posterioridad Feltham y Ohlson introducen una novedad relacionada con el principal inconveniente del modelo RIV, representado por las expectativas futuras de los resultados anormales. Se hace necesario establecer una relación entre los datos contables y los resultados anormales; Feltham y Ohlson representan este vínculo mediante la dinámica lineal de información –

LIM-. Como señala Iñiguez Sánchez, R. (2003, p. 23) es el LIM el que nos permite llegar a una función de valoración cerrada al vincular los resultados anormales futuros con variables contables ya realizadas.

Así, Feltham y Ohlson presentan el concepto de persistencia de los beneficios, suponen que los beneficios anormales se generan por una dinámica de los beneficios,  $ox_t a = \omega ox_{t-1} a + u_{t-1} + \varepsilon_t$ . Donde,  $\omega$  es un parámetro de persistencia de los beneficios anormales que va entre cero y uno;  $u_{t-1}$  es el efecto de otra información que se conoce en el período  $t-1$  que afecta a los beneficios anormales del año y  $\varepsilon$  son los efectos de la realización del estado en el período  $t$  sobre los beneficios anormales. De esta manera el modelo determina los beneficios anormales del año como una proporción de los beneficios del año anterior, más los efectos de otra información, más los efectos de una realización del estado aleatoria.

El LIM permite expresar el valor de las acciones de una empresa en función de la información contable presente sin necesidad de recurrir a las expectativas futuras de resultados anormales.  $V_t = bv_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$ , siendo  $\alpha = \omega/(1+r-\omega)$ , donde  $V_t$  es el valor de la empresa,  $bv_t$  es el patrimonio neto en el momento  $t$ ,  $x_t^a$  es el resultado anormal del período,  $v_t$  variable otra información en el momento  $t$  y  $\omega$  es un parámetro de persistencia de los beneficios anormales que va entre cero y uno.

Posteriormente, para superar la principal limitación del LIM –contabilidad insesgada- Feltham y Ohlson adaptan el modelo expuesto precedentemente a la existencia de actividades operativas y financieras; suponiendo contabilidad insesgada para los activos financieros y contabilidad conservadora para los operativos.  $V_t = bv_t + \alpha_1 ox_t^a + \alpha_2 oa_t + \beta_1 v_{1t} + \beta_2 v_{2t}$ , de esta manera puede expresarse el valor de las acciones en relación a la rentabilidad operativa actual  $ox_t^a$ , el patrimonio contable actual y otra información.

El modelo EBO supone una evolución lineal futura de las variables determinantes del valor de las acciones, siendo el resultado contable y el patrimonio neto las dos variables contables básicas determinantes del valor de las acciones; además este modelo permite incluir otra información como determinante del valor de la empresa.

La investigación en relevancia valorativa se ha desarrollado principalmente en Estados Unidos y Europa; sin embargo existe una escasa evidencia en países en desarrollo y en particular en América Latina.

Alemanly (2007), en su análisis del mercado español para el período comprendido entre el año 1986 y el año 2003, ha comprobado que los títulos convergen muy lentamente a la información contable y los inversores utilizan “otra información” considerada relevante y no la información contable.

En el ámbito latinoamericano, Durán Vázquez, Lorenzo Valdés y Valencia Herrera (2007) estudiaron el poder explicativo de las variables contables en el precio de mercado de las acciones de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores de 1991 a 2003; concluyendo que el valor en libros y las ganancias tienen relevancia en el precio de los activos.

En el estudio previo a la presente investigación se indagó el impacto de la información contable en el precio de las acciones de las empresas que integran el Merval en el período 2012-2014 en la fecha de cierre de los estados financieros observándose que la única variable significativa para la determinación del valor de las acciones es el valor de libros, con la ampliación de la muestra tanto la variable mencionada como el resultado por acción adquieren importancia.

Nuevas investigaciones realizadas en el marco del modelo EBO, como la de Garza Sánchez, Martínez Conesa y Palacios Manzano (2013) con relación a los mercados de Argentina, Brasil, Chile y México para el período 1996 a 2010, sostienen que se valora de forma distinta la información contable dependiendo de la normativa empleada en su elaboración, aumentando la relevancia cuando se trata de normas adaptadas a IFRS y dependiendo de la calidad de la firma auditora.

En Argentina las entidades financieras, sujetas al contralor del Banco Central de la República Argentina, estaban exceptuadas de la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera en el período 2012-2014 que viene analizando este equipo de investigación.

A continuación se plantea analizar si las variables contables fundamentales del modelo de Feltham y Ohlson permiten estimar el valor intrínseco de las acciones de las entidades financieras

que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires, con el objetivo de contrastar en análisis posteriores los resultados obtenidos en estudios efectuados con empresas cotizantes que adoptaron las NIIF.

## HIPOTESIS

Determinadas variables independientes de naturaleza contable poseen relevancia valorativa con relación al precio de las acciones de las entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires en la fecha de cierre de ejercicio económico, para el período 2012-2014.

## OBJETIVO GENERAL

Evidenciar la relevancia valorativa de determinadas variables independientes de naturaleza contable y el precio de las acciones de las entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires para el período 2012-2014; en la fecha de cierre de los estados contables.

## OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analizar la influencia de la variable independiente *utilidad por acción* en el precio de las acciones de las entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires para el período 2012-2014; en la fecha de cierre de los estados contables.
- Conocer el efecto de la variable independiente *valor de libros por acción* en el precio de las acciones de las entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires para el período 2012-2014; en la fecha de cierre de los estados contables.

## METODOLOGÍA

A los fines de conocer la relación entre determinadas variables de naturaleza contable y el precio de las acciones se procede a realizar un análisis explicativo de datos de panel utilizando el procesador E-views 6.0.

La *especificación del modelo* –basado en el planteamiento de Feltham y Ohlson- que se utilizó es la siguiente:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde:

$P_{it}$  = Precio de la acción de la empresa i en el año t

$\alpha_1 E_{it}$  = Utilidad por acción de la empresa i en el año t

$\alpha_2 BV_{it}$  = Valor de Libros por acción de la empresa i en el año t

$\varepsilon_{it}$  = otra información relevante de la empresa i en el año t

La muestra se conformó con siete (7) entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires en el período 2012-2014

Con relación a la variable dependiente  $P_{it}$  se considera el precio de cotización a la fecha de cierre de estados contables, de las entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires en el período 2012 – 2014.

Las variables independientes de naturaleza contable  $\alpha_1 E_{it}$  y  $\alpha_2 BV_{it}$  se obtuvieron de los Estados Financieros anuales para el período 2012 – 2014, publicados por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

## RESULTADOS

El análisis se efectuó mediante la técnica de datos de panel para capturar la heterogeneidad no observable entre las empresas financieras que cotizan en bolsa como también en el factor tiempo,

puesto que esta heterogeneidad no es detectable con estudios de series temporales ni con los de corte transversal.

Se estima el panel con efectos aleatorios de corte transversal –efectos de empresas- y sin efectos de tiempo. Este modelo considera que los efectos individuales no son independientes entre sí, sino que están distribuidos aleatoriamente alrededor de un valor dado. Se asume que el gran número de factores que afectan el valor del precio de cotización de las acciones –variable dependiente- que no han sido incluidos explícitamente como variables independientes del modelo, pueden resumirse apropiadamente en la perturbación aleatoria. Además, esto lo confirma el test de Hausman, que presenta *p-value* mayores al 5% lo que lleva a afirmar que la hipótesis de que los efectos individuales están incorrelacionados con las variables explicativas debe ser rechazada.

**Tabla 1: Test de Hausman**

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	1.454072	2	0.4833	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
RTDO	11.996364	10.707954	2.899200	0.4492
VPP	-1.165210	-0.982698	0.037960	0.3489
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: PRECIO				
Method: Panel Least Squares				
Date: 12/04/17 Time: 10:04				
Sample: 2012 2014				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 7				
Total panel (balanced) observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.323328	3.719710	-0.893437	0.3892
RTDO	11.99636	2.194845	5.465700	0.0001
VPP	-1.165210	0.248775	-4.683783	0.0005
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.841284	Mean dependent var	14.74952	
Adjusted R-squared	0.735474	S.D. dependent var	14.50497	
S.E. of regression	7.460209	Akaike info criterion	7.154571	
Sum squared resid	667.8566	Schwarz criterion	7.602223	
Log likelihood	-66.12300	Hannan-Quinn criter.	7.251723	
F-statistic	7.950867	Durbin-Watson stat	3.349387	
Prob(F-statistic)	0.000867			

Fuente: Elaboración propia

El estudio arrojó los siguientes valores de las variables independientes planteadas en el modelo y los valores de los test correspondientes, que se presentan a continuación.

**TABLA 2: Resultado de la regresión**

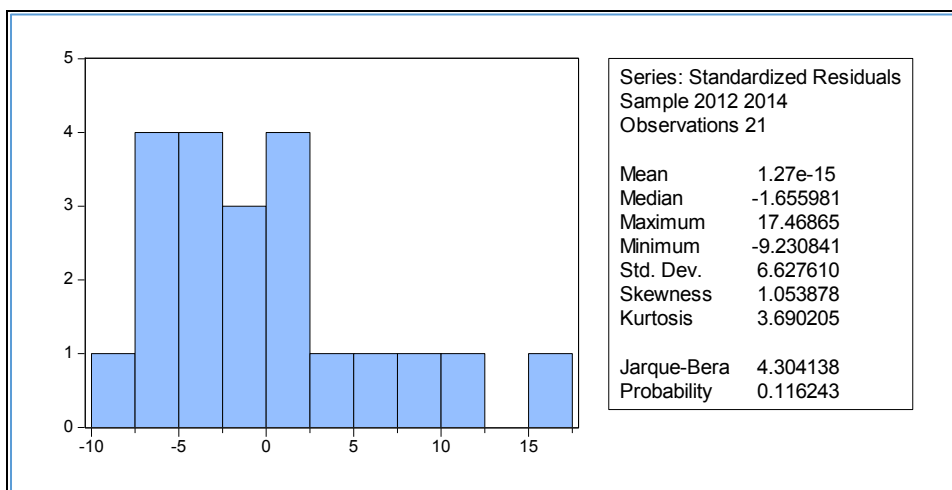
Dependent Variable: PRECIO					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 12/04/17 Time: 10:02					
Sample: 2012 2014					
Periods included: 3					
Cross-sections included: 7					
Total panel (balanced) observations: 21					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	-2.146639	2.926551	-0.733505	0.4727	
RTDO	10.70795	1.384971	7.731536	0.0000	
VPP	-0.982698	0.154689	-6.352726	0.0000	
Effects Specification				S.D.	Rho
Cross-section random				0.000000	0.0000
Idiosyncratic random				7.460209	1.0000
Weighted Statistics					
R-squared	0.791224	Mean dependent var	14.74952		
Adjusted R-squared	0.768027	S.D. dependent var	14.50497		
S.E. of regression	6.986115	Sum squared resid	878.5044		
F-statistic	34.10843	Durbin-Watson stat	2.499180		
Prob(F-statistic)	0.000001				
Unweighted Statistics					
R-squared	0.791224	Mean dependent var	14.74952		
Sum squared resid	878.5044	Durbin-Watson stat	2.499180		

Fuente: Elaboración propia

Los resultados anteriores muestran una alta significatividad conjunta e individual de los coeficientes estimados. El coeficiente de determinación R<sup>2</sup> es muy bueno, e implica que el modelo explica en un 79% las variaciones del precio de las acciones de las empresas financieras cotizadas a partir de las variables explicativas resultado por acción y valor en libros.

A continuación se muestra el histograma y estadística de los residuos arrojados por el programa Eview6:

**Tabla 3: Histograma y estadística de los residuos de la regresión**



Fuente: Elaboración propia

El contraste de normalidad se realiza a través del estadístico de Jarque-Bera, que arroja una probabilidad del 0,116243 > al 0,05, lo que indica que los residuos son normales. La no autocorrelación se verifica por medio del test de Durbin-Watson, el que como se observa arroja un resultado de 2,499180; lo cual es un valor razonable, cercano a 2, que permite aceptar la no existencia de autocorrelación. Para probar si hay heterocedasticidad entre las secciones cruzadas, se contrastó la variable RESID cuya igualdad de varianzas en las distintas secciones cruzadas del panel se intenta verificar. A continuación se muestran los resultados del test:

**Tabla 4: Test de igualdad de varianzas de los residuos de la regresión**

Test for Equality of Variances of RESID				
Categorized by values of RESID				
Date: 12/04/17 Time: 10:00				
Sample: 2012 2014				
Included observations: 21				
Method	df	Value	Probability	
Bartlett	2	0.350162	0.8394	
Levene	(2, 18)	0.191936	0.8270	
Brown-Forsythe	(2, 18)	0.127806	0.8808	
Category Statistics				
RESID	Count	Std. Dev.	Mean Abs. Mean Diff.	Mean Abs. Median Diff.
[-10, 0)	12	2.522155	2.030251	2.030251
[0, 10)	7	2.868953	2.234633	2.071571
[10, 20)	2	3.764770	2.662094	2.662094
All	21	6.627610	2.158554	2.104200
Bartlett weighted standard deviation: 2.723690				

Fuente: Elaboración propia

En función del resultado, se acepta la igualdad de varianzas residual ya que los *p-value* son mayores a 0.05. No existe entonces heterocedasticidad entre las secciones cruzadas.

Como se mencionó, la regresión se realizó considerando efectos aleatorios de corte transversal o de empresas. Se realizaron también pruebas con las otras alternativas (sin efectos, con efectos fijos de tiempo conjuntamente con corte transversal, con efectos fijos de tiempo



únicamente, o bien de corte transversal, con efectos aleatorios de empresas y de tiempo), concluyendo en función de los resultados arrojados en cada caso, que el modelo elegido es el que captura la heterogeneidad existente de la mejor manera. Además, los test realizados confirman la existencia de efectos aleatorios de corte transversal únicamente. A continuación se muestra el test de redundancia de efectos fijos que confirma la estimación del modelo con efectos aleatorios:

**TABLA 5: Test de máxima verosimilitud de los efectos fijos**

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: EQ01				
Test cross-section and period fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	0.440808	(6,10)	0.8358	
Cross-section Chi-square	4.927956	6	0.5531	
Period F	0.573173	(2,10)	0.5812	
Period Chi-square	2.279059	2	0.3200	
Cross-Section/Period F	0.582750	(8,10)	0.7721	
Cross-Section/Period Chi-square	8.036155	8	0.4299	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: PRECIO				
Method: Panel Least Squares				
Date: 12/04/17 Time: 10:18				
Sample: 2012 2014				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 7				
Total panel (balanced) observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.526282	2.775809	-0.549851	0.5900
RTDO	9.964311	1.397746	7.128845	0.0000
VPP	-0.872943	0.161054	-5.420180	0.0001
Effects Specification				
Period fixed (dummy variables)				
R-squared	0.819947	Mean dependent var	14.74952	
Adjusted R-squared	0.774934	S.D. dependent var	14.50497	
S.E. of regression	6.881326	Akaike info criterion	6.899757	
Sum squared resid	757.6424	Schwarz criterion	7.148452	
Log likelihood	-67.44744	Hannan-Quinn criter.	6.953730	
F-statistic	18.21567	Durbin-Watson stat	2.636738	
Prob(F-statistic)	0.000008			
Period fixed effects test equation:				
Dependent Variable: PRECIO				
Method: Panel Least Squares				
Date: 12/04/17 Time: 10:18				
Sample: 2012 2014				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 7				
Total panel (balanced) observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	-3.323328	3.719710	-0.893437	0.3892
RTDO	11.99636	2.194845	5.465700	0.0001
VPP	-1.165210	0.248775	-4.683783	0.0005
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.841284	Mean dependent var	14.74952	
Adjusted R-squared	0.735474	S.D. dependent var	14.50497	
S.E. of regression	7.460209	Akaike info criterion	7.154571	
Sum squared resid	667.8566	Schwarz criterion	7.602223	
Log likelihood	-66.12300	Hannan-Quinn criter.	7.251723	
F-statistic	7.950867	Durbin-Watson stat	3.349387	
Prob(F-statistic)	0.000867			
Cross-section and period fixed effects test equation:				
Dependent Variable: PRECIO				
Method: Panel Least Squares				
Date: 12/04/17 Time: 10:18				
Sample: 2012 2014				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 7				
Total panel (balanced) observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.146639	2.740569	-0.783282	0.4436
RTDO	10.70795	1.296957	8.256216	0.0000
VPP	-0.982698	0.144859	-6.783837	0.0000
R-squared	0.791224	Mean dependent var	14.74952	
Adjusted R-squared	0.768027	S.D. dependent var	14.50497	
S.E. of regression	6.986115	Akaike info criterion	6.857290	
Sum squared resid	878.5044	Schwarz criterion	7.006507	
Log likelihood	-69.00154	Hannan-Quinn criter.	6.889674	
F-statistic	34.10843	Durbin-Watson stat	2.499180	
Prob(F-statistic)	0.000001			

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar el resultado del test –para efectos fijos de corte transversal y de tiempo- arroja una probabilidad superior al 0.05 en todos los casos, lo que permite aceptar la  $H_0$  de que los efectos fijos son redundantes y afirmar la existencia de efectos aleatorios.

En función de los resultados arrojados por la regresión el modelo quedó determinado de la siguiente manera:

$$P_{it} = C + 10.70795_{it} - 0.982698_{it} + \epsilon_{it}$$

Ambas variables resultaron ser significativas. Esto significa que ante un aumento de una unidad de esta variable, el precio de las acciones aumenta en 10,70795 con una probabilidad de aproximadamente el 100%. Sin embargo, se observa que el signo de la variable independiente valor de libros por acción es negativo, es decir, si aumenta una unidad la variable VPP, se espera que disminuya en 0,982698 el precio de las acciones en aproximadamente el 100% de los casos.

Los resultados arrojados por la regresión son compatibles con estudios previos realizados por este equipo de investigación en relación a la significatividad de ambas variables independientes de naturaleza contable, sin embargo son opuestos en lo que se refiere al signo negativo de la variable valor de libros por acción.

En este sentido, a nivel internacional Collins et al. (1997), observa que la relevancia valorativa del resultado ha disminuido a lo largo del tiempo, aumentando la relevancia valorativa del valor en libros. Las posibles causas son la existencia de partidas extraordinarias en el Estado de resultados y el incremento de empresas con pérdidas, entre otras, ya que las pérdidas son transitorias -y por lo tanto menos persistentes-.

Este análisis es el primero que se realiza con empresas que no han adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera para la elaboración y presentación de los estados contables; posee la limitación de abarcar solamente el período 2012 – 2014 y el tamaño de la muestra representado por el escaso número de entidades financieras cotizantes en el período.

## COMENTARIOS FINALES

A partir de la adopción del nuevo paradigma de “utilidad” se incrementa la información que se genera a través de la contabilidad, ampliando los informes y proporcionando información financiera adaptada a las necesidades de inversionistas y acreedores actuales y potenciales.

Con este cambio de paradigma, las investigaciones contables tratan de conocer y comprender cuáles son los modelos de decisión de los usuarios de los informes financieros, con el objetivo de contribuir a un adecuado funcionamiento de los mercados de capitales.

A comienzos de los noventa, dado que no había resultados concluyentes en la investigación contable basada en el mercado de capitales, se produce un cambio en la profesión contable hacia una perspectiva de medición o valoración, lo que significó el resurgimiento del análisis fundamental.

La presente investigación estudió a siete (17) entidades financiera que integraron el índice Merval del Mercado de Valores de Buenos Aires en el período 2012-2014. Basado en el planteamiento de Feltham y Ohlson se especificó un modelo a los fines de conocer la relación entre determinadas variables de naturaleza contable y el precio de las acciones en la fecha de cierre de los estados contables.

En función del resultado arrojado por la regresión a la fecha de cierre de los estados financieros, podemos inferir que ambas variables resultaron ser significativas. Sin embargo, se observa que el signo de la variable independiente valor de libros por acción es negativo.

Los resultados arrojados por la regresión son compatibles con estudios previos realizados por este equipo de investigación en relación a la significatividad de ambas variables independientes de naturaleza contable, sin embargo son opuestos en lo que se refiere al signo negativo de la variable valor de libros por acción.

Este análisis es el primero que se realiza con empresas que no han adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera para la elaboración y presentación de los estados contables; posee la limitación de abarcar solamente el período 2012 – 2014 y el tamaño de la muestra representado por el escaso número de entidades financieras cotizantes en el período.

## BIBLIOGRAFIA

Alemanya Costa, J. (2007). La relevancia del valor de los datos contables en el mercado de valores español. Un estudio empírico para el período 1986-2003. Tesis Doctoral, Universidad Politécnica de Cataluña, España.

Collins, D.; Maydew, E. y Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp. 39-67.

Durán Vázquez, R.; Lorenzo Valdés, A. y Valencia Herrera, H. (2007). Value Relevance of the Ohlson Model with Mexican Data. *Contaduría y Administración*, 223, 33-52.

Garza Sánchez, H.; Martínez Conesa, I. y Palacios Manzano, M. (2013). Relevancia valorativa de la información financiera en América Latina: El caso de Argentina, Brasil, Chile y México. Ponencia presentada en el XVII Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Pamplona, España.

Giner Inchausti, B., Reverte Maya, C. y Arce Gisbert, M. (2002) El papel del análisis fundamental en la investigación de mercado de capitales: un análisis crítico de su evolución. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. XXXI (114), pp.1111-1150.

Hendriksen, E. (1974). *Teoría de la Contabilidad*. México: U.T.E.H.A.

Iñiguez Sánchez, R. (2003). *Aplicación de los modelos de Feltham – Ohlson para la predicción de beneficios y la valoración de acciones*. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Alicante.

Lev, B. y Ohlson, J. A. (1982). Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension. *Journal of Accounting Research*. 20, pp.249 y ss.

Tua Pereda, J. (1991). *La Investigación Empírica en Contabilidad. La Hipótesis de Eficiencia de Mercado*. Madrid: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

Tua Pereda, J. (1995) *Lecturas de teoría e investigación contable*. Medellín: Centro Interamericano Jurídico-Financiero.

Werbin, E. (2011). *Fundamentos teóricos del enfoque de la utilidad de la información financiera para la toma de decisiones*. Córdoba: Escuela de Graduados. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Córdoba.

“RELEVANCIA DE LA INFORMACION CONTABLE EN EL VALOR DE LAS ACCIONES DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES EN EL PERIODO 2012-2014”

Autores

Director Equipo de Investigación: Cristián Miazzo

Investigadores: Andrea Bernardi  
Romina Martellotto

**PALABRAS CLAVE**

Paradigma de la utilidad, análisis fundamental, información contable, entidades financieras

**RESUMEN**

En la actualidad el Marco Conceptual de la Contabilidad Financiera determina que el objetivo de los informes financieros es “suministrar información útil al usuario”, ello es la causa fundamental del despertar y auge de la investigación empírica en contabilidad.

De entenderse que el objetivo de los estados financieros era el de ejercer un control sobre el patrimonio en pos de su protección se pasó a otra concepción de la Contabilidad, de acuerdo a la cual ésta es considerada como un medio facilitador para que sus usuarios puedan tomar decisiones. (Casinelli, 2008, p.22).

Según menciona Hendricksen (1974, p.67) esta nueva orientación comienza a gestarse a partir de la Gran Depresión. Actualmente, se cristaliza en la normativa internacional y también en la nacional, que adscriben al enfoque de la utilidad de la información para la toma de decisiones. A partir de este cambio de paradigma las investigaciones contables tratan de conocer y comprender cuáles son los modelos de decisión de los usuarios de los estados contables. Expresa Tua (1995) que es el usuario quién pasa a ser el determinante de la información a incluir en los estados financieros, cuyo contenido se establece a partir de los posibles requerimientos.

En este marco, la investigación contable intentó determinar la capacidad de predicción de los informes contables, especialmente la utilidad para predecir variables que interesan a quienes toman decisiones, como los flujos futuros de caja y su relación con el precio de cotización de las acciones. Esta nueva línea de investigación se dio a conocer como la perspectiva informativa.

Los estudios empíricos que intentan demostrar el contenido informativo de los informes contables consideran que, dada la hipótesis de eficiencia del mercado, los precios se ajustarán rápidamente y sin sesgos cuando se toma conocimiento de esta información. En 1968 Ball and Brown (BB) realizaron un estudio pionero en la contabilidad, se centraron en el estudio de un evento puntual, la publicación por parte de la empresa de su beneficio actual, analizando la reacción del mercado de títulos y demostrando que el beneficio tiene contenido informativo ya que ante el anuncio se producen cambios significativos tanto en el rendimiento (precios) como en el volumen de negociaciones en la semana del anuncio y la previa.

Con posterioridad muchos autores como Giner Inchausti, Reverte Maya, y Arce Gisbert (2002, p. 1119) manifestaron que los estudios de contenido informativo adolecen de dificultades tales como la necesidad de conocer el momento de la divulgación de la información para poder proceder a seleccionar la ventana más apropiada, la delimitación de la nueva información que altera las expectativas de los inversores y por ende los precios, la inconsistencia del CAPM para determinar la rentabilidad anormal, relación no lineal entre resultados inesperados y rentabilidad anormal, entre otros.

A comienzos de los noventa, dado que no había resultados concluyentes en la investigación contable basada en el mercado de capitales, se produce un cambio generándose trabajos desde una perspectiva de medición o valoración. Estas investigaciones surgen como respuesta a anomalías detectadas en el supuesto de mercado eficiente.

Se produce una vuelta al análisis fundamental, éste “conlleva la determinación del valor de los títulos a partir de la información disponible, con un especial énfasis en la información contable” (Penman, 1992, p.465). Este tipo de estudio se fundamenta en la creencia de que el valor intrínseco de las acciones puede determinarse a través de la información que brindan los estados financieros y otro tipo de información.

El análisis fundamental implica la búsqueda de modelos de valoración teóricamente fundamentados, el objetivo de las investigaciones deja de ser la explicación del precio para convertirse en en la predicción del valor con un enfoque contextual teniendo en cuenta las características de las empresas y sus entornos.

Con esta nueva perspectiva vuelve a cobrar importancia la información contable como instrumento para la determinación del valor de la empresa, constituyéndose el modelo EBO – Edwards, Bell y Ohlson- en una base para el auge de la investigación contable.

Nuevas investigaciones realizadas en el marco del modelo EBO, como la de Garza Sánchez, Martínez Conesa y Palacios Manzano (2013) con relación a los mercados de Argentina, Brasil, Chile y México para el período 1996 a 2010, sostienen que se valora de forma distinta la información contable dependiendo de la normativa empleada en su elaboración, aumentando la relevancia cuando se trata de normas adaptadas a IFRS y dependiendo de la calidad de la firma auditora.

En Argentina las entidades financieras, sujetas al contralor del Banco Central de la República Argentina, estaban exceptuadas de la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera en el período 2012-2014 que viene analizando este equipo de investigación. Esta situación da lugar al estudio de la relevancia valorativa en función de la normativa adoptada para la preparación de la información contable.

El presente trabajo tiene el objetivo de evidenciar la relevancia valorativa de determinadas variables independientes de naturaleza contable y el precio de las acciones de las entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires para el período 2012-2014; en la fecha de cierre de los estados contables.

Se planteó como hipótesis que determinadas variables independientes de naturaleza contable poseen relevancia valorativa con relación al precio de las acciones de las entidades financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires en la fecha de cierre de ejercicio económico, para el período 2012-2014

La muestra se conformó con las entidades financieras que cotizaron en el Mercado de Valores de Buenos Aires, en el período 2012-2014. A los fines de conocer la relación entre determinadas variables de naturaleza contable y el precio de las acciones se procede a realizar un análisis explicativo de datos de panel utilizando el procesador E-views 6.0.

La especificación del modelo –basado en el plantemiento de Feltham y Ohlson- que se utilizó es  $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$ , donde  $P_{it}$  es el precio de la acción de la empresa  $i$  en el año  $t$ ,  $\alpha_1 E_{it}$  es la utilidad por acción de la empresa  $i$  en el año  $t$ ,  $\alpha_2 BV_{it}$  es el valor de libros por acción de la empresa  $i$  en el año  $t$  y  $\varepsilon_{it}$  es otra información relevante de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

Con relación a la variable dependiente  $P_{it}$  se consideró el precio de cotización a la fecha de cierre de estados contables, de las compañías financieras que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires en el período 2012 – 2014. Las variables independientes de naturaleza contable  $\alpha_1 E_{it}$  y  $\alpha_2 BV_{it}$  se obtuvieron de los Estados Financieros anuales para el mismo período, publicados por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

En función del resultado arrojado por la regresión a la fecha de cierre de los estados financieros, podemos inferir que el modelo explica a través de sus variables independientes Resultado por Acción y Valor en Libros la mayor parte del precio por acción. Con relación al impacto de las variables en la fecha de cierre, se puede inferir que las variables resultado por acción y valor en libros poseen significatividad para explicar el precio de las acciones de las entidades financieras cotizantes. Sin embargo se destaca el signo negativo de la variable independiente valor de libros por acción.

En estudios posteriores se contrastará el resultado de este análisis con otros realizados por el equipo de investigación a los fines de evaluar el impacto que tiene sobre la relevancia valorativa la normativa empleada en la elaboración de la información contable en Argentina.