

# **RELEVANCIA VALORATIVA DEL RESULTADO GLOBAL Y SUS COMPONENTES FRENTE AL RESULTADO NETO**

VALUE RELEVANCE OF COMPREHENSIVE INCOME AND ITS COMPONENTS IN FRONT OF THE NET INCOME

**NÚRIA ARIMANY SERRAT**, Universitat de Vic (Barcelona)

**SOLEDAD MOYA GUTIERREZ**, Universitat Autònoma de Barcelona

**GONZALO RODRIGUEZ PEREZ**, Universitat Autònoma de Barcelona

## **RESUMEN**

Este trabajo tiene como objeto verificar si el resultado global presenta mayor relevancia valorativa respecto al resultado tradicional, y si es así cuáles son los componentes del resultado global que explican las diferencias. El estudio muestra que el resultado global es una variable relevante tanto para explicar el valor intrínseco de la empresa como para explicar su rentabilidad. Sin embargo, sólo al explicar la rentabilidad el resultado global y su incremento aumentan la relevancia valorativa del resultado neto y su incremento. De los componentes analizados del resultado global, tan sólo los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación añaden poder explicativo adicional al del resultado neto, aunque sólo en los modelos de rentabilidad. Ni los resultados por valoración de instrumentos financieros a valor razonable con cambios en patrimonio ni los resultados por coberturas de flujos de efectivo aportan un mayor poder explicativo al del resultado neto.

**PALABRAS CLAVE:** Relevancia valorativa, resultado global, resultado neto

Este trabajo forma parte de un proyecto de investigación más amplio que recibe financiación del Plan Nacional de Investigación Científica, 2010-2013, Código ECO 2010-18967

*Enviado/Submitted: 29/1/2010*

*Primera revisión/First revision: 15/6/2010*

*Aceptado/Accepted: 6/10/ 2011*

**ABSTRACT**

This study analyses if comprehensive income is more value relevant than the net income and, if that is the case, what are the elements of the comprehensive income explaining the difference. Our study shows that comprehensive income is a relevant variable both to explain the value of the company and also to explain its return. However, comprehensive income and its variation show to be more relevant than the net income and its variation only when explaining return. As for the components of the comprehensive income, foreign currency adjustments increase usefulness in the return models but cash flow hedges and adjustments due to fair value valuation do not add value relevance to the net income.

**KEY WORDS:** Value relevance, comprehensive income, net income

## 1 INTRODUCCIÓN

Con la aprobación del Reglamento (CE) n° 1602/2002, en el que a partir del primero de enero de 2005 se estableció la obligatoriedad de formular los estados contables consolidados para los grupos de empresas que cotizan en las Bolsas de Valores conforme con las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) del International Accounting Standards Board (IASB), en España se han incorporado a la normativa contable valoraciones a valor razonable, reconociéndose así resultados no realizados tanto positivos como negativos, bien dentro del resultado neto del ejercicio o pasando directamente a formar parte del patrimonio neto. De lo anterior se deriva el concepto de resultado global (*comprehensive income*), que recoge todos los cambios en el patrimonio excepto los referentes a las aportaciones o distribuciones de fondos de o a los accionistas, frente al del resultado neto; y el interés de verificar si la relevancia valorativa de uno es diferente de la del otro, comprobando si el mercado considera de forma diferente estas dos magnitudes contables.

El debate acerca de la importancia del resultado global frente a la del resultado neto afecta a la decisión o no de revelar el primero en un estado contable independiente, ya que su información queda recogida dentro de las variaciones del neto presentado en el balance, y no sería necesario presentar información desagregada de forma separada si no fuera relevante.

El objetivo de este trabajo es determinar, para los grupos cotizados en España en el mercado continuo en 2008 y 2009, si el resultado global recogido en el Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos (EIGR), presenta mayor relevancia valorativa que el resultado neto. Asimismo, se analizan los componentes del resultado global más utilizados por las empresas analizadas (variaciones en el valor razonable de los activos financieros disponibles para la venta, resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación y por coberturas de flujos de efectivo), verificando si añaden valor a la relación entre el resultado y la cotización bursátil utilizando tanto modelos de precio como de rentabilidad. Además del debate acerca de la importancia de presentar un estado contable que recoja el resultado global y sus componentes, existe una gran variedad de formatos y formas de cálculo relacionadas con la incorporación del valor razonable a los estados financieros (Moya y Platikanova, 2007), con la concepción que se tenga del resultado neto y global y con el debate coste histórico-valor razonable (Van Cauwenberge y De Beelde, 2007). Por ello son necesarios estudios que ayuden a escoger entre las diferentes opciones, mostrando en qué casos el resultado global y/o sus componentes son más relevantes. Por otro lado, la discusión coste histórico vs. valor razonable (Rodríguez y Solà, 2007) y la actual situación económica que ha puesto en cuestión el papel de las normas contables (Mora, 2009), hacen necesaria la investigación sobre el impacto de esta nueva variable en los mercados.

Los trabajos realizados sobre la mayor o menor relevancia valorativa del resultado global sobre el resultado neto proporcionan resultados no concluyentes, como señalan Thinggaard et al. (2006). Algunas investigaciones hallan que el resultado global es más relevante que

el resultado neto – Dhaliwal et al. (1999) para empresas financieras; Biddle y Choi (2006); Chambers et al. (2007) o Kanagaretnam et al. (2009), entre otros. En otros trabajos el resultado global no presenta una relevancia significativamente diferente de la del resultado neto – Dhaliwal et al. (1999) en empresas no financieras, Plenborg (1996) o Giner y Pardo (2011) para algunos de los países que analizan. Finalmente, en otras investigaciones el resultado global analizado es menos relevante que el neto – Cheng et al. (1993); Hüfner y Möller (2002) o Wang et al. (2006). Respecto a la relevancia valorativa de los componentes del resultado global, los resultados tampoco son coincidentes.

García y Sánchez (2007) demuestran que el sistema contable, el diseño metodológico (modelos empleados) y el periodo examinado pueden ser factores moderadores de los resultados obtenidos en diferentes estudios al analizar el poder predictivo del resultado neto. Esto también podría explicar los diferentes resultados de los estudios sobre la relevancia valorativa del resultado global frente al neto. En nuestro caso utilizamos diferentes metodologías para comprobar si los resultados son consistentes. Por otro lado, hemos de considerar que la mayoría de estudios realizados sobre la relevancia del resultado global se han efectuado en países con un sistema contable dentro de la órbita anglosajona, y en periodos donde este resultado ya estaba desarrollado en normativas que se aplicaban hace tiempo. En nuestro caso se trata de un país dentro de un contexto contable europeo-continental, con una normativa que afecta al resultado global que es nueva y analizamos un periodo de crisis, lo que podría hacer que los resultados difieran de los de otros trabajos. El hecho de que la normativa sea nueva podría llevar a que el resultado global no añadiese relevancia valorativa al resultado neto debido a falta de confianza o desconocimiento del mismo, pues antes no se había hecho explícito. Por otro lado en un periodo de crisis prolongada como el actual que afecta de forma especial a España la transitoriedad de los componentes del resultado global disminuiría (el empeoramiento de estos resultados se mantiene por más tiempo) y éste sería tenido en cuenta, añadiendo información al resultado neto, hipótesis contraria a la que plantearía el hecho de que los componentes del resultado global son transitorios y no tenidos en cuenta por el mercado.

Los resultados muestran que tanto el resultado neto como el global son relevantes para explicar el valor de la empresa y su rentabilidad bursátil. Sin embargo, sólo en el caso de la rentabilidad y planteando modelos con el incremento del resultado global, el poder explicativo del mismo es significativamente mayor que el resultado neto y sus variaciones, efecto debido a la influencias de los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. A pesar de que en los modelos de precio no se aprecian diferencias significativas entre el poder explicativo del resultado neto y el global, la evidencia empírica en el caso de los modelos de rentabilidad justificaría la inclusión del resultado global en el caso de España por parte de los reguladores como una nueva variable financiera de interés pues añade información a las ya existentes. Asimismo, justifica que los usuarios de la información contable la consideren en sus análisis para tomar decisiones.

Respecto a los componentes del resultado global, aquéllos más directamente relacionados con el valor razonable no añaden poder explicativo al del resultado neto. El resultado neto presenta mayor poder explicativo de la rentabilidad cuando incorpora información sobre resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación, señalando el acierto de presentar estas magnitudes de forma separada en la información contable. Por otro lado, ni la valoración a valor razonable del inmovilizado ni los resultados por cobertura de flujos de efectivo o de los instrumentos financieros clasificados como disponibles para la venta incrementan el poder explicativo del resultado.

Tras esta introducción se ofrece una visión sobre la normativa y el concepto de resultado global para posteriormente resumir la literatura sobre relevancia valorativa del resultado global. A continuación se describe el diseño de la investigación: muestra, variables y metodología, para posteriormente realizar el análisis empírico y establecer las conclusiones.

## 2 | MARCO DE ANÁLISIS DEL RESULTADO GLOBAL

### 2.1. Normativa y concepto de resultado global

El FASB fue el pionero en incorporar el concepto de renta global en la década de los ochenta del siglo XX, contemplándolo en el SFAC n° 3 (1980), reemplazado por el SFAC N° 6 (1985). En la década de los noventa del siglo XX se consolida este concepto al ser incorporado ya a diferentes normativas, entre las que destacamos, el FRS 3 en el Reino Unido: *Reporting Financial Performance* (ASB, 1992); el FRS-2 en Nueva Zelanda: *Presentation of Financial Reports* (ICANZ, 1994); el SFAS 130 en Estados Unidos: *Reporting Comprehensive Income* (FASB, 1997) y la citada NIC 1 *Presentación de Estados Financieros* del IASB en 1997, adoptada por la UE (2003) con la aprobación de los Reglamentos (CE) n° 1602/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo y (CE) n° 1725/2003 de la Comisión, homologados de nuevo por la Unión Europea en el 2004 conforme con el Reglamento (CE) n° 2238/2004. La citada NIC 1 ha sido revisada en 2007, introduciendo un estado del resultado global.

A partir de 2008 la nueva normativa española -Real Decreto 1514/2007 por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (PGC07) - ha introducido un nuevo estado contable independiente para reconocer este resultado global: el *Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos (EIGR)*, que figura dentro del más amplio *Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN)*. En el EIGR se recogen resultados que no forman parte del resultado neto pero sí explican la variación patrimonial en la empresa, como los derivados de las diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación y/o flujos de efectivo o de la valoración a valor razonable de determinados activos financieros, entre otros. La introducción de este nuevo documento como parte obligatoria de la información financiera de las empresas nos hace plantearnos si dicho resultado global es útil o no en cuanto a su relevancia valorativa, frente a la información tradicional basada en el resultado neto.

La teoría del excedente limpio o “*clean surplus*” indica que el resultado contable se determina comparando el valor en libros del neto patrimonial al final de un ejercicio económico con el registrado al inicio del mismo, una vez eliminadas las operaciones con los propietarios. Por tanto es un resultado contable que recoge todos los acontecimientos relevantes desde el punto de vista del valor, se comparan dos situaciones netas consecutivas que captan todos los cambios en el valor de los activos y pasivos que afectan al neto no relacionados con la propiedad. El EIGR recogería el concepto de *clean surplus*. En contraposición el *dirty surplus* o excedente sucio es el resultado neto (tradicional) o *net income*, que responde a la diferencia entre ingresos del período y gastos necesarios para la consecución de los ingresos del período, y que no captura todos los cambios en el valor de activos y pasivos diferentes de las operaciones con los propietarios. Así pues, el *clean surplus* es una concepción del resultado empresarial globalizadora y el *dirty surplus* es una concepción restrictiva que se limita a captar los resultados realizados, difiriendo cambios de valor en activos y pasivos distintos de operaciones con propietarios. Las NIC/NIIF se decantan por la inclusión de la renta global dentro de los estados financieros para atender a las necesidades de los usuarios desde una perspectiva integral.

## 2.2. Literatura sobre relevancia valorativa del resultado global

El reconocimiento global del resultado implica una noción muy amplia del mismo donde se reconocen no sólo resultados realizados sino también los no realizados (*clean surplus accounting*). Autores que se han pronunciado a favor del mismo (O’Hanlon y Pope, 1999; Schipper y Vincent, 2003) afirman que dicha concepción del resultado es la más adecuada por ser la más transparente y la más cercana al concepto de resultado de Hicks (1946). Es una medida del resultado mejor que el resultado neto, ya que incluye todos los cambios producidos durante un período en los activos netos de una compañía que no han sido debidos a las operaciones con los propietarios.

En cambio, los detractores del resultado global afirman que el resultado neto predice mejor el valor de la empresa al eliminar la transitoriedad del mismo (Kormendi y Lipe, 1987; Easton y Zmijewski, 1989; Skinner, 1999). La inclusión en el resultado de partidas no recurrentes impide que nos informe sobre sus posibilidades como generador de efectivo en el futuro. El resultado neto sería una medida más objetiva, verificable y deseable para establecer contratos, ya que los mercados de capitales preferirían medidas que no incorporasen componentes no recurrentes (Skinner, 1999), para así poder predecir mejor resultados futuros que afectarían a la valoración de la empresa. Por otra parte, la información del EIGR ya está disponible como diferencias entre patrimonio inicial y final, este estado lo único que hace es presentarla desagregada, suponiendo que los inversores no son capaces de separarla. Dado que los componentes del resultado global no se relacionarían con el mercado al no poder predecir bien los beneficios o flujos de caja futuros, no sorprenden los resultados de muchos estudios en que el resultado neto sea más relevante.

Existen evidencias en todos los sentidos respecto a la relevancia del resultado global frente al neto (mayor, menor o igual). Estas diferencias pueden deberse tanto al diseño metodológico, al sistema contable o al periodo analizado. Respecto al uso de diferentes metodologías, la relevancia valorativa del resultado global frente al neto se puede testar utilizando modelos de precio (explicando el valor de la empresa) o de rentabilidad (explicando la variación de ese valor). Giner y Pardo (2011) utilizan modelos de precio y rentabilidad para su estudio en 4 países europeos en el período 1993-2002, encontrando que para Holanda y Reino Unido el resultado neto presenta un ajuste significativamente superior al resultado global, mientras que para Alemania el ajuste no es significativamente diferente y para Francia el resultado global presenta un ajuste significativamente superior (igual en los modelos de contabilidad). Dhaliwal et al. (1999), hallan que el resultado neto es más relevante que el global (Estados Unidos, 1994-1995), según modelos de precios, al igual que Goncharov y Hogdson (2011) para la mayoría de países de la Unión Europea (UE) que estudian en el periodo 1991-2005. De los estudios consultados con modelos de precio únicamente en Kanagaretnam et al. (2009) el resultado global presenta mayor relevancia valorativa que el neto. Así, parece que en la mayoría de países el resultado neto explica mejor que el global los precios de las acciones.

Sin embargo, la mayoría de estudios utilizan modelos de rentabilidad para comparar la relevancia valorativa del resultado global frente al neto. A diferencia de los modelos de precio, que se basan en el modelo de Ohlson (1995) y consideran el valor contable y el resultado neto (o global) como variables explicativas del valor de la empresa, en los modelos de rentabilidad existe mayor variedad. Así, algunos autores consideran como variable explicativa el resultado neto (o el global), otros el incremento de este resultado, otros tienen en cuenta conjuntamente el resultado inicial y final del periodo y otros combinan las alternativas anteriores. Cheng et al. (1993) hallan que el resultado neto presenta mayor poder explicativo que el global (Estados Unidos, 1972-1989), al igual que Hufner y Möller (2002) en Alemania (1981-1997), Cahan et al. (2000) en Nueva Zelanda para 1992-1997, Brimble y Hodgson (2005) para Australia (1988-1997), Wang et al. (2006) para Holanda en el mismo periodo, Kubota et al. (2006) en Japón (2000-2005), Giner y Pardo (2011) para empresas holandesas e inglesas y Goncharov y Hogdson (2011) para la mayoría de países que estudian. Sin embargo, otros estudios hallan más relevante el resultado global que el neto al explicar la rentabilidad: Dhaliwal et al. (1999) en Estados Unidos para empresas financieras en 1994-1995, Kanagaretnam et al. (2009) para empresas canadienses en 1998-2003 y Chambers et al. (2007) para empresas de Estados Unidos en diferentes periodos. Incluso algunos estudios no hallan diferencias significativas entre la relevancia del resultado global y el neto al explicar la rentabilidad – Giner y Pardo (2011) para Francia y Alemania, Dhaliwal et al. (1999) para empresas de Estados Unidos no financieras o Plenborg (1996) para empresas danesas y estadounidenses. Observamos así como la mayor o menor relevancia del resultado global frente al neto al explicar la rentabilidad varía según el país, el periodo y la metodología utilizada.

Es útil mencionar los estudios que analizan con la misma muestra el poder explicativo del resultado neto o global tanto sobre los precios como sobre la rentabilidad. Para Goncharov

y Hodgson (2011) ambos son explicados mejor por el resultado neto para la mayoría de los países de la Unión Europea que analizan, y para Kanagaretnam et al. (2009) el resultado global explica mejor tanto precios como rentabilidad, en empresas canadienses, por lo que existiría un efecto país importante a considerar. Giner y Pardo (2011), llegan a conclusiones similares utilizando los dos modelos. Tal y como se demuestra en Devalle et al. (2010) los resultados derivados de análisis de relevancia valorativa pueden ser diferentes en función del país analizado, de su sistema legal y de la dimensión de su mercado de capitales. Es por ello que en nuestro trabajo nos centramos en el estudio del caso particular de España ya que su sistema contable tradicionalmente continental, su relativamente pequeño tamaño de mercado de capitales y los años de análisis escogidos 2008 y 2009, caracterizados por una importante crisis económica, pueden ofrecernos resultados diferentes a los obtenidos en otros trabajos.

Por otro lado hemos de hacer mención a la literatura que estudia cuáles de los componentes del resultado global incrementan significativamente la relevancia valorativa del resultado neto. También los resultados dependen del estudio realizado, no pudiéndose generalizar. Los ajustes por pensiones ayudan a incrementar la relevancia valorativa al explicar la rentabilidad en los estudios de Biddle y Choi (2006) y Mitra y Hossain (2009), para empresas de gran tamaño, pero no es así en los estudios de Dhaliwal et al. (1999) y para las empresas pequeñas de Mitra y Hossain (2009). Los ajustes derivados del fondo de comercio no aumentan la relevancia valorativa en ninguno de los estudios analizados, ni con modelos de precio – Giner y Pardo (2011) – ni de rentabilidad – Plenborg (1996), O’Hanlon y Pope (1999) y Wang et al. (2006). Tampoco lo hacen los ajustes derivados de diferentes coberturas de flujos de efectivo – Kanagaretnam et al. (2009) en modelos de precio y rentabilidad y Dhaliwal et al. (1999) y Mitra y Hossain (2009) considerando únicamente modelos de rentabilidad. En el caso de los resultados de las inversiones financieras que forman parte del resultado global, Kanagaretnam et al. (2009) hallan que incrementan el poder explicativo en los modelos de precio en Canadá, pero no es así para Goncharov y Hodgson (2008) en países de la Unión Europea. En los modelos de rentabilidad sí que parece que en la mayoría de estudios los resultados de las inversiones financieras incrementan el poder explicativo del resultado neto – Dhaliwal et al. (1996) para empresas financieras, Biddle y Choi (2006), Kubota et al. (2006), Goncharov y Hodgson (2011), Chambers et al. (2007) y Kanagaretnam et al. (2009) -, aunque en otras investigaciones no es así – Dhaliwal et al. (1999) en empresas no financieras y Mitra y Hossain (2009).

Respecto a las revalorizaciones de inmovilizado no incrementan el poder explicativo en los modelos de precio para Giner y Pardo (2011) para Francia, Italia y Holanda; Owusu y Yeoh (2006) en Nueva Zelanda y Goncharov y Hodgson (2011) en la UE. Tampoco lo hacen al explicar modelos de rentabilidad – Plenborg (1996), O’Hanlon y Pope (1999), Cahan et al. (2000), Brimble y Hodgson (2005) y Goncharov y Hodgson (2011). En cambio sí que añaden poder explicativo en el estudio de modelos de precio de Giner y Pardo (2011) para Alemania y el Reino Unido o en los de rentabilidad para Wang et al. (2006) en Holanda y Kubota et al. (2006) en Japón.



Los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación es quizás el elemento más estudiado, y globalmente los resultados no nos permiten decir que presenten un mayor poder explicativo al añadirlos al resultado neto. Considerando modelos de precio, los estudios de Goncharov y Hodgson (2011), Giner y Pardo (2011) y Pinto (2005) para multinacionales de Estados Unidos consideran que las diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación incrementan la relevancia valorativa del resultado neto, frente a los resultados de Kanagaretnam et al. (2009) en Canadá. En los modelos de rentabilidad volvemos a encontrar esta dicotomía, pues en algunos estudios se halla que los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación son relevantes – Wang et al. (2006), Biddle y Choi (2006), Kubota et al. (2006), Chambers et al. (2007) y Mitra y Hossain (2009) para empresas pequeñas – mientras que en otros no es así – Plenborg (1996), O’Hanlon y Pope (1999), Cahan et al. (2000), Brimble y Hodgson (2005), Goncharov y Hodgson (2011), Kanagaretnam et al. (2009) y Mitra y Hossain (2009) para empresas medianas y grandes.

A grandes rasgos, no parece que ni los resultados por coberturas de flujos de efectivo ni las revalorizaciones de inmovilizado ni las variaciones del fondo de comercio incrementen el poder explicativo del resultado, y sí que lo hacen los resultados de las inversiones financieras llevados a patrimonio o los ajustes por pensiones. En cuanto a los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación, quizás el elemento más estudiado, aproximadamente el mismo número de investigaciones señalan bien su mayor relevancia o bien que no la presenta.

Los resultados son muy variados, dependiendo tanto de la variable dependiente a explicar (precio o rentabilidad, incluyendo diferentes medidas de esta última), como de las variables explicativas (sólo resultado, o considerando su incremento, o sólo este último), el país o el periodo analizado, aunque la mayoría de estudios se han realizado en países de la órbita contable anglosajona y con una normativa sobre el resultado global vigente hace tiempo, por lo que este concepto está más desarrollado y es más conocido. Únicamente en el caso de Hüfner y Möller (2002), Giner y Pardo (2011) y Goncharov y Hodgson (2011) se analizan países del ámbito contable europeo continental, siendo el resultado mayoritario la no existencia de diferencias significativas entre el resultado neto y el global al explicar el precio o la rentabilidad de la empresa, o bien en algunos casos que el resultado neto presenta mayor poder explicativo. Atendiendo a este hecho (la mayoritaria no relevancia en países con entornos contables similares) y a que en España se trata de un concepto y un estado contable nuevo y por tanto relativamente desconocido podríamos establecer una hipótesis acerca de que el resultado global no presenta mayor relevancia valorativa que el resultado neto.

Por otro lado hemos de tener en cuenta el periodo y el país analizado en este estudio, una época de crisis que ha afectado a España en mayor medida que a otros países. Podríamos

suponer entonces que en España los componentes transitorios del resultado se habrán visto muy afectados, y que por tanto el mercado habría de valorarlos, dando así más importancia al resultado global que al resultado neto, considerando que es una situación que puede perdurar en el tiempo haciendo así menos transitorios estos resultados. Sin embargo, también podría pensarse que al estar en España el resultado global más afectado que en otros países por estos componentes transitorios tendría menor relevancia valorativa, pues el mercado consideraría que en otro momento se revertiría el comportamiento de los mismos.

Por lo anterior no podemos establecer ninguna hipótesis acerca de la mayor o menor relevancia del resultado global frente al neto para el caso español, pues no existen estudios previos al respecto y los países analizados en la mayoría de estudios están mayoritariamente en el ámbito de influencia anglosajona, con diferentes resultados según el estudio.

### 3 | MUESTRA Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

#### 3.1. Muestra

La muestra parte de los grupos no financieros del mercado continuo de la bolsa española en 2008 y 2009. Aunque están obligados a presentar sus estados contables según las NIC desde 2005, tan sólo a partir de 2008 revelan de forma general el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN) con un modelo estandarizado basado en el del PGC07. Los datos corresponden a las cuentas anuales de los ejercicios de 2009 y 2008, y se han utilizado los datos de 2007 para los casos en que ha sido necesario calcular diferencias respecto al 2008 o bien las tasas de rentabilidad anual de este ejercicio. La muestra inicial constaba de 218 observaciones (109 empresas). De éstas se han eliminado 12 por no disponer de datos contables, cotizaciones o datos en los periodos considerados. Asimismo, se han eliminado aquellas observaciones en que el resultado neto es igual al resultado global (47 casos). Finalmente, se han efectuado tests<sup>1</sup> para localizar observaciones influyentes en los distintos modelos de regresión del estudio, que se han mostrado muy sensibles a la inclusión o no de estos casos, lo que ha dado como resultado la eliminación de 5 observaciones más. La muestra final consta de 154 observaciones, correspondientes a 80 empresas.

#### 3.2. Diseño de la investigación

Para comparar la relevancia valorativa del resultado neto frente a la del resultado global hemos empleado modelos de precio y de rentabilidad. La utilización de ambos simultáneamente es sugerida por Kothari y Zimmerman (1995), que señalan que debido a que los dos presentan problemas de especificación su utilización conjunta puede añadir evidencias que de otra forma

(1) Basados en los residuos estudentizados en valor absoluto superiores a 2, distancia de Cook superior a  $4/n$ , valor absoluto de  $DFITS > 2\sqrt{k/n}$  y  $DFBeta > k/\sqrt{n}$ , siendo  $k$  el número de variables de la regresión y  $n$  el número de observaciones. Con la eliminación de estas observaciones se consigue el mejor ajuste posible de los modelos de regresión.

no se obtendrían, ya que los modelos de precios presentan problemas de heterocedasticidad y los de rentabilidad coeficientes más sesgados. Además, éstos permiten el uso de variables en diferencias, con lo que los problemas de variables omitidas serían menores (Kanagaretnam et al., 2009). Por otro lado, Easton (1999) señala que el modelo a utilizar dependerá del objetivo del estudio: el modelo de precio debería utilizarse cuando se trate de estimar la capacidad de los datos contables para reflejar el valor intrínseco de la empresa, mientras que el modelo de rentabilidad se debe emplear para contrastar si dichos datos contables son capaces de captar todas las transacciones que afectan a la empresa para un periodo determinado, midiendo el impacto de la nueva información en los precios. Como inconveniente de estos últimos debemos señalar que tan sólo incorporan información de flujo (resultado) y no de fondo (valor contable). Ambos objetivos se plantean en nuestro trabajo y por ello utilizamos los dos modelos.

En el modelo de precios que utilizamos el valor de mercado se explica a partir del patrimonio y del resultado neto, o en su caso el resultado global. Presentamos regresiones que son variantes de la función de valoración de Ohlson (1995), que supone un buen fundamento para tener en cuenta los beneficios y el patrimonio contable y determinar la relevancia de estas variables para explicar el valor de mercado. A diferencia del modelo de Ohlson (1995) no se considera el efecto de otra información no contable (incluida en la constante), ni la dinámica de la información lineal (no tenemos en cuenta que los coeficientes son función de los parámetros del Modelo Lineal de la Información - LIM), ni los dividendos. Consideramos también que todos los activos son operativos y tenemos en cuenta el resultado contable en lugar del anormal. Presentamos entonces unos modelos ad-hoc basados en Ohlson (1995) para contrastar las variables contables del estudio.

Para evitar problemas derivados de la diferente escala de las variables, que puede producir sesgos en los coeficientes estimados, en la  $R^2$  y heterocedasticidad, planteamos los siguientes modelos de precio basados en regresiones por mínimos cuadrados ponderados, donde el peso es escogido para permitir la deflación por el valor de mercado, siendo el peso igual al inverso del cuadrado de la capitalización, que es la variable asociada a la varianza de los errores. Esta es la solución propuesta por Easton y Sommers (2003) para evitar problemas derivados de la diferente escala de las observaciones. Los estadísticos t-Student están calculados usando estimadores robustos de los errores estándar (Hubber-White), que mitigan problemas de normalidad, heterocedasticidad y observaciones con elevados residuos o influencia. Los modelos de precio propuestos son:

- M1)  $VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN_t + e_t$
- M2)  $VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RG_t + e_t$ ,
- M3)  $VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN_t + \alpha_3 RN\_RG_t + e_t$ ,
- M4)  $VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_IF_t + e_t$ ,
- M5)  $VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_FE_t + e_t$ ,
- M6)  $VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_DC_t + e_t$ ,
- M7)  $VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_OT_t + e_t$ ,

$VM_t$  es el valor de mercado de la empresa tres meses después de la fecha de cierre de las cuentas anuales, con el fin de asegurar que el mercado ha tenido acceso a la información<sup>2</sup>.  $PN_t$  es el patrimonio neto,  $RN_t$  el resultado neto,  $RG_t$  el resultado global (total de ingresos y gastos reconocidos) y  $RN\_RG_t$  la diferencia entre ambos. Con estos modelos se intenta contrastar si el resultado global presenta, en conjunto, mayor poder explicativo que el resultado neto (M1).

Con el objetivo de separar el efecto de los componentes del resultado global, en los modelos M4, M5, M6 y M7 se incorpora como variable explicativa adicional al valor contable el resultado neto más cada uno de los cuatro componentes del resultado global analizados:  $RN\_IF_t$  es el resultado neto más el resultado de la valoración de los instrumentos financieros a valor razonable con cambios al patrimonio (inversiones financieras disponibles para la venta),  $RN\_FE_t$  es el resultado neto más los resultados por coberturas de flujos de efectivo,  $RN\_DC_t$  es el resultado neto más los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación y  $RN\_OT_t$  es el resultado neto más el resto de partidas del resultado global diferentes a las tres anteriores. En cada uno de estos componentes se tiene en cuenta el efecto neto del traspaso de sus ingresos y/o gastos directamente a patrimonio como de éste al resultado.

Los modelos de rentabilidad utilizados son los siguientes:

$$\begin{aligned} \text{M8)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RN_{m_t} + e_t \\ \text{M9)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RG_{m_t} + e_t \\ \text{M10)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RN_{m_t} + \alpha_2 RN\_Im_t + e_t \\ \text{M11)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RG_{m_t} + \alpha_2 RG\_Im_t + e_t \end{aligned}$$

$R_t$  es la rentabilidad de la acción, calculada como la tasa de variación que se ha producido en la cotización ajustada por dividendos y splits entre el inicio del periodo y la fecha tres meses tras el cierre.  $RN_{m_t}$  es el resultado neto del ejercicio,  $RG_{m_t}$  el resultado global,  $RN\_Im_t$  el incremento del periodo del resultado neto y  $RG\_Im_t$  el incremento del periodo del resultado global. También se utilizan cuatro modelos más, cada uno de ellos incorporando al resultado neto un componente del resultado global:

$$\begin{aligned} \text{M12)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RN\_IF_{m_t} + e_t \\ \text{M13)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RN\_FE_{m_t} + e_t \\ \text{M14)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RN\_DC_{m_t} + e_t \\ \text{M15)} \quad R_t &= \alpha_0 + \alpha_1 RN\_OT_{m_t} + e_t \end{aligned}$$

(2) Los análisis se han repetido teniendo en cuenta la fecha de publicación en lugar de la anterior, considerando que el mercado reacciona de forma inmediata al conocer las cuentas anuales. Los resultados obtenidos han sido idénticos.

$RN\_IF_{it}$  es el resultado neto más el resultado por valoración de instrumentos financieros,  $RN\_FEM_{it}$  es el resultado neto más el resultado por coberturas de flujos de efectivo,  $RN\_DC_{it}$  es el resultado neto más el resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación y  $RN\_OT_{it}$  es el resultado neto más el resto de partidas del resultado global diferentes a las tres anteriores. Todas las variables de los modelos de rentabilidad están deflactadas por el valor de mercado al inicio del período.

Una vez obtenidos los resultados de los diferentes modelos procederemos a comparar las  $R^2$  correspondientes mediante el test de Vuong (Vuong, 1989) en el caso de modelos no anidados y según la ratio de razón de verosimilitud en el caso de modelos anidados. Según Genius y Strazzer (2002) el test de Vuong es más apropiado en el caso de muestras pequeñas, como la de nuestro estudio, que los test J o de Cox-Pesaran para modelos no anidados, aunque estos también han sido utilizados en la literatura de relevancia valorativa (Wang et al. 2006). La utilización de estos test en esta investigación muestra resultados similares a los obtenidos utilizando el test de Vuong.

## 4 RESULTADOS

### 4.1. Estadísticos descriptivos y análisis de correlación

En el Panel A de la Tabla 1 se observa como la media del resultado global es inferior a la del resultado neto. Esta diferencia es significativa ( $p\text{-value} < 0,1$ ), tal como se señala en la última columna, en que se muestra la significación de la diferencia de estas medias utilizando un test t-Student. El test de los rangos de Wilcoxon ofrece los mismos resultados. El dato anterior nos indica que en los ejercicios de 2008 y 2009 el impacto agregado de los elementos de resultado global en España ha sido negativo. Cuando se incorporan al resultado neto los resultados por valoración de instrumentos financieros o por coberturas de flujos de efectivo en ambos casos la media es significativamente menor a la del resultado neto en un nivel de confianza del 90%. No existen diferencias significativas en las medias al incorporar al resultado neto los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera. Las diferencias más significativas con el resultado ( $p\text{-value} < 0,01$ ) se dan cuando se incorporan a éste el resto de partidas del resultado global diferentes de las tres anteriores.

En cuanto a las variables de los modelos de rentabilidad (Panel B, Tabla 1), observamos como esta magnitud presenta una media negativa, reflejando la crisis del mercado bursátil en el periodo analizado. Como muestra el percentil 50, para la mayoría de empresas la rentabilidad fue negativa. En los modelos de rentabilidad las variables están deflactadas por el valor de mercado al inicio del periodo, y la media del resultado global es inferior a la del resultado neto, aunque sin diferencias significativas, tanto en conjunto como considerando cualquier componente del EIGR.

TABLA 1.- ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

Panel A. Estadísticos descriptivos de las variables de los modelos de precio (en miles de Euros).

	Media	Desv. st	25%	50%	75%	Significación de la diferencia respecto RN
MV	1.733.054	3.210.846	190.800	469.491	1.720.880	n.c.
PN	1.459,17	2.987,61	189,79	448,81	1.368,53	n.c.
RN	119,01	594,68	-5,18	21,20	145,40	n.c.
RG	85,64	579,69	-22,36	8,87	113,05	*
RN_RG	33,38	221,12	-1,81	0,54	18,87	*
RN_IF	95,92	548,54	-8,26	21,00	145,40	*(a)
RN_FE	98,60	586,10	-8,94	18,54	131,87	*(b)
RN_DC	114,76	611,70	-16,49	12,06	136,07	-(c)
RN_OT	-223,63	1.174,35	-290,80	-38,09	17,88	***(d)

\*p-value &lt; 0.1; \*\*p-value &lt; 0.05; \*\*\*p-value &lt; 0.01.

MV: valor de mercado tres meses tras la fecha de cierre de las cuentas anuales; PN: Patrimonio neto; RN: Resultado neto; RG: Resultado global; RN\_RG: Resultado neto - resultado global. RN\_IF: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros; RN\_FE: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DC: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; RN\_OT: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. n.c.: no calculado. (a) Test calculado tan sólo para las empresas con valoración de instrumentos financieros  $\uparrow$  0; (b) Test calculado tan sólo para las empresas con coberturas de flujos de efectivo  $\uparrow$  0; (c) Test calculado tan sólo para las empresas con diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación  $\uparrow$  0; (d) Test calculado tan sólo para las empresas con las partidas relacionadas  $\uparrow$  0

Panel B. Estadísticos descriptivos de las variables de los modelos de rentabilidad.

	Media	Desv. st	25%	50%	75%	Significación de la diferencia respecto RNm
R (%)	-18,775	48,862	-60,089	-27,291	9,581	n.c.
RNm	-31,822	304,044	-10,885	33,726	79,948	n.c.
RGm	-36,436	294,798	-47,383	21,141	68,318	-
RN_Im	27,845	1010,367	-61,411	-10,530	10,536	-
RG_Im	46,897	1030,966	-77,047	-6,827	19,825	-
RN_IFm	-32,773	303,385	-16,066	33,726	75,959	-(a)
RN_FEm	-36,032	304,839	-27,635	25,706	70,911	-(b)
RN_DCm	-29,137	295,305	-30,997	28,590	75,235	-(c)
RN_OTm	29,684	304,132	-75,236	-33,063	23,084	-(d)

\*p-value &lt; 0.1; \*\*p-value &lt; 0.05; \*\*\*p-value &lt; 0.01.

R: Rentabilidad de la acción en % (ajustada por dividendos) entre la fecha de inicio y tres meses tras la fecha de cierre de las cuentas anuales; RNm: Resultado neto; RGm: Resultado global; RN\_Im: Incremento del periodo del resultado neto; RG\_Im: Incremento del periodo del resultado global; RN\_IFm: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros. RN\_FEm: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DCm: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; RN\_OTm: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación.

Todas las variables, excepto la rentabilidad, deflactadas por el valor de mercado al inicio del periodo (en miles €). n.c.: no calculado. (a) Test calculado tan sólo para las empresas con valoración de instrumentos financieros  $\uparrow$  0; (b) Test calculado tan sólo para las empresas con coberturas de flujos de efectivo  $\uparrow$  0; (c) Test calculado tan sólo para las empresas con diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación  $\uparrow$  0; (d) Test calculado tan sólo para las empresas con las partidas relacionadas  $\uparrow$  0.

TABLA 2.- CORRELACIONES

Panel A. Matriz de correlaciones para las variables de los modelos de precio

	MV	PN	RN	RG	RN_RG	RN_IF	RN_FE	RN_DC
MV	1,0							
PN	0,790 ***	1,0						
RN	0,609 ***	0,655 ***	1,0					
RG	0,552 ***	0,586 ***	0,929 ***	1,0				
RN_RG	0,191 **	0,225 ***	0,253 ***	-0,122	1,0			
RN_IF	0,571 ***	0,623 ***	0,965 ***	0,961 ***	0,077	1,0		
RN_FE	0,566 ***	0,638 ***	0,974 ***	0,921 ***	0,205 **	0,944 ***	1,0	
RN_DC	0,583 ***	0,636 ***	0,984 ***	0,958 ***	0,134 *	0,952 ***	0,969 ***	1,0
RN_OT	-0,581 ***	-0,652 ***	-0,991 ***	-0,914 ***	-0,268 ***	-0,960 ***	-0,990 ***	-0,976 ***

\*p-value < 0.1; \*\*p-value < 0.05; \*\*\*p-value < 0.01.

MV: valor de mercado tres meses tras la fecha de cierre de las cuentas anuales; PN: Patrimonio neto; RN: Resultado neto; RG: Resultado global; RN\_RG: Resultado neto - resultado global. RN\_IF: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros; RN\_FE: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DC: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; RN\_OT: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación.

Panel B. Matriz de correlaciones para las variables de los modelos de rentabilidad

	R	RNm	RGm	RN_Im	RG_Im	RN_IFm	RN_FEm	RN_DcM
R	1,0							
RNm	0,173 **	1,0						
RGm	0,216 ***	0,980 ***	1,0					
RN_Im	0,024	-0,457 ***	-0,479 ***	1,0				
RG_Im	0,252 ***	-0,408 ***	-0,486 ***	0,994 ***	1,0			
RN_IFm	0,179 **	0,998 ***	0,982 ***	-0,454 ***	-0,478 ***	1,0		
RN_FEm	0,166 **	0,985 ***	0,988 ***	-0,460 ***	-0,477 ***	0,984 ***	1,0	
RN_DcM	0,221 ***	0,991 ***	0,985 ***	-0,478 ***	-0,492 ***	0,990 ***	0,974 ***	1,0
RN_OTm	-0,178 **	-0,996 ***	-0,978 ***	0,457 ***	0,480 ***	-0,995 ***	-0,987 ***	-0,990 ***

\*p-value < 0.1; \*\*p-value < 0.05; \*\*\*p-value < 0.01.

R: Rentabilidad de la acción en % (ajustada por dividendos) entre la fecha de inicio y tres meses tras la fecha de cierre de las cuentas anuales; RNm: Resultado neto; RGm: Resultado global; RN\_Im: Incremento del periodo del resultado neto; RG\_Im: Incremento del periodo del resultado global; RN\_IFm: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros. RN\_FEm: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DcM: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; RN\_OTm: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación.

Todas las variables, excepto la rentabilidad, deflactadas por el valor de mercado al inicio del periodo (miles €)

En la Tabla 2 Panel A se muestran los coeficientes de correlación de las variables de los modelos de precio. Observamos una alta correlación entre el resultado neto y el resultado global, como era de esperar ya que este último depende en gran medida del primero. En el caso de las correlaciones entre las variables de los modelos de rentabilidad (Panel B, Tabla 2) los dos resultados también presentan altas correlaciones. Para numerosas variables sus correlaciones con la rentabilidad son menores que en el caso de las variables de los modelos de precios con el valor de la empresa, aunque significativas. Esperamos por tanto que los modelos de rentabilidad tengan, en conjunto, un poder explicativo menor que los de precio.

#### 4.2. Resultados de los modelos de regresión

La Tabla 3 presenta los resultados para la asociación de los distintos conceptos de resultado con el valor de mercado de la empresa. A pesar de la elevada correlación entre el valor contable y el resultado, no existe multicolinealidad en los modelos, como indica el máximo factor de inflación de la varianza hallado (máximo FIV: 0,14). Además, se ha comprobado que cumplen los supuestos básicos de la regresión (linealidad, normalidad en la distribución de residuos, independencia de los mismos y homocedasticidad). Los modelos M1 y M2 indican que tanto el resultado neto como el global poseen poder explicativo, sin embargo el test de Vuong nos indica que el ajuste de los dos modelos no es significativamente diferente. En el Modelo 3 utilizamos como variables explicativas el resultado neto y la suma de los componentes del resultado global. El ajuste del modelo no es significativamente diferente del proporcionado por el Modelo 1 según el test de razón de verosimilitud, indicando que la incorporación del conjunto de componentes del resultado global no mejora el ajuste del modelo que considera sólo el resultado neto.

En los Modelos 4 a 7 analizamos separadamente los distintos componentes del resultado global (resultados por valoración de instrumentos financieros, por coberturas de flujos de efectivo, por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación y el resto de componentes diferentes de los tres agregados), sumándolos individualmente al resultado neto y comprobando si esta variable mejora el poder explicativo del modelo inicial. Como cabría esperar, vistos los resultados de los Modelos 2 y 3, los ajustes de los Modelos 4 a 7 no son significativamente diferentes de los obtenidos en el Modelo 1.

En la Tabla 4 se recogen los modelos de rentabilidad. El primer aspecto a comentar es que el ajuste es sensiblemente inferior al de los modelos de precio (entre el 2%-6%, frente al 41%). El modelo con el resultado global no presenta un ajuste significativamente diferente al del resultado neto (M9 vs M8). Sin embargo, si consideramos los resultados y sus incrementos, el modelo M11 (resultado global más su incremento) presenta un ajuste significativamente superior al modelo M10 (resultado neto más su incremento), teniendo en cuenta además que el incremento del resultado neto no es significativamente diferente de cero mientras que sí lo es el incremento del resultado global. Dichos resultados están en



TABLA 3.- REGRESIONES PARA MODELOS DE PRECIO INCLUYENDO EL RESULTADO NETO, EL GLOBAL Y SUS COMPONENTES.

	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7
PN	396,8 *** (4,935)	398,0 *** (4,922)	390,0 *** (9,943)	396,6 *** (4,931)	397,0 *** (4,955)	398,4 *** (4,917)	397,0 *** (4,940)
RN	99,98 *** (3,304)		101,4 *** (2,735)				
RG		97,21 *** (3,344)					
RN_RG			327,7 (0,660)				
RN_IF				99,13 *** (3,306)			
RN_FE					97,33 *** (3,371)		
RN_DC						101,7 *** (3,289)	
RN_OT							-50,25 *** (-3,311)
Cons	2,5e+07 *** (4,228)	2,5e+07 *** (4,195)	2,5e+07 *** (3,927)	2,5e+07 *** (4,228)	2,5e+07 *** (4,218)	2,5e+07 *** (4,203)	2,5e+07 *** (4,227)
Obs.	154	154	154	154	154	154	154
F-value	12,38 ***	12,47 ***	37,01 ***	12,41 ***	12,46 ***	12,33 ***	12,38 ***
Adj. R2	41,61	41,49	41,39	42,32	41,52	41,67	42,39
Z-stat respecto M1 (LR test para M3 respecto M1)		-0.017	0,45	1.419	0.789	-0.958	1.170

\*p-value < 0.1; \*\*p-value < 0.05; \*\*\*p-value < 0.01.

MV: valor de mercado tres meses tras la fecha de cierre de las cuentas anuales; PN: Patrimonio neto; RN: Resultado neto; RG: Resultado global; RN\_RG: Resultado neto - resultado global. RN\_IF: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros; RN\_FE: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DC: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; RN\_OT: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación.

$$\begin{aligned}
 \text{M1)} & \quad VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN_t + e_t \\
 \text{M2)} & \quad VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RG_t + e_t, \\
 \text{M3)} & \quad VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN_t + \alpha_3 RN\_RG_t + e_t, \\
 \text{M4)} & \quad VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_IF_t + e_t, \\
 \text{M5)} & \quad VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_FE_t + e_t, \\
 \text{M6)} & \quad VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_DC_t + e_t, \\
 \text{M7)} & \quad VM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PN_t + \alpha_2 RN\_OT_t + e_t
 \end{aligned}$$

línea con lo obtenido por Kanagaretnam et al. (2009) y Dhaliwal et al. (1999) para empresas financieras, pero difieren, por ejemplo, de los obtenidos por Brimble y Hodgson (2005), Cheng et al. (1993) y Wang et al. (2006) en que el resultado global presenta peor ajuste que el neto.

TABLA 4.- REGRESIONES PARA MODELOS DE RENTABILIDAD INCLUYENDO EL RESULTADO NETO, EL GLOBAL Y SUS COMPONENTES.

	M8	M9	M10	M11	M12	M13	M14	M15
RNm	0,0278 * (1,952)		0,0374 ** (2,587)					
RGm		0,0359 ** (2,084)		0,0525 *** (2,619)				
RN_Im			6,321 (1,451)					
RG_Im				9,763 *** (2,874)				
RN_IFm					28,99 * (1,968)			
RN_FEm						26,63 * (1,896)		
RN_DcM							36,68 ** (2,126)	
RN_OTm								-28,65 * (-1,972)
Cons	-17,83 *** (-4,474)	-17,41 *** (-4,388)	-17,70 *** (-4,511)	-17,27 *** (-4,411)	-17,77 *** (-4,455)	-17,76 *** (-4,442)	-17,65 *** (-4,487)	-17,87 *** (-4,497)
Obs.	154	154	154	154	154	154	154	154
F-value	3,810 ***	4,343 ***	3,391 ***	4,252 ***	3,872 ***	3,595 ***	4,519 ***	3,890 ***
Adj. R2	2,34	2,58	3,05	6,65	2,58	2,10	4,25	2,52
Z-stat respecto M8 (excepto M11 que es respecto M10)		-1.448	2.13	-1.996 **	-1.161	0.366	-1.764 *	-0.6215

\*p-value < 0.1; \*\*p-value < 0.05; \*\*\*p-value < 0.01.

RNm: Resultado neto; RGm: Resultado global; RN\_Im: Incremento del periodo del resultado neto; RG\_Im: Incremento del periodo del resultado global; RN\_IFm: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros. RN\_FEm: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DcM: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. RN\_OTm: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. Todas las variables independientes deflactadas por el valor de mercado al inicio del periodo. Z-stat: Valor del estadístico Z del test de Vuong. LR: Likelihood ratio.

$$\begin{aligned}
 \text{M8)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RNm} + e_i \\
 \text{M9)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RGm} + e_i \\
 \text{M10)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RNm} + \alpha_2 \text{RN_Im} + e_i \\
 \text{M11)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RGm} + \alpha_2 \text{RG_Im} + e_i \\
 \text{M12)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RN_IFm} + e_i \\
 \text{M13)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RN_FEm} + e_i \\
 \text{M14)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RN_DcM} + e_i \\
 \text{M15)} & R_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RN_OTm} + e_i
 \end{aligned}$$

Al incorporar al resultado neto los diferentes componentes considerados del resultado global (Modelos 12 a 15), en los cuatro casos esta nueva variable sigue siendo significativa, pero además el ajuste del modelo que tiene en cuenta los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera (M14) es significativamente mayor al obtenido con el modelo básico (M8), lo que indica que este componente del resultado global añade valor al resultado neto al explicar la rentabilidad, a diferencia de lo ocurrido con los modelos de precio. El hecho de que el modelo que considera el resultado global no presente un ajuste significativamente superior al del resultado neto a pesar de que el resultado neto más las diferencias de conversión de la moneda extranjera sí, se debería a que otros componentes del resultado global anulan el efecto de éste. Se han realizado los test considerando incrementos de los componentes del resultado neto, llegando a las mismas conclusiones.

Para poder analizar con más detalle la aportación de los componentes del resultado global a los modelos de precio y rentabilidad, en el siguiente apartado se realiza un análisis utilizando submuestras en las cuales sólo se tienen en cuenta las empresas que presentan los componentes considerados, teniéndolos también en cuenta aisladamente sin sumarlos al resultado neto.

### **4.3. Análisis de los componentes del resultado global**

En la Tabla 5 se presenta una estadística descriptiva de los diferentes componentes del resultado global. La columna *obs* indica el número de casos en que la partida es igual, inferior o superior a cero. Observamos que únicamente los resultados por valoración de instrumentos financieros (IF), por coberturas de flujos de efectivo (FE) y por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación (DC) tienen suficientes observaciones para realizar un análisis con ciertas garantías, por ello son los elementos analizados junto con el resultado del resto de partidas del resultado global sin considerar las tres anteriores (OT). El efecto impositivo también está presente para un número elevado de casos, de forma lógica ya que se refiere al conjunto de partidas del resultado global. Sin embargo no lo analizamos debido a su heterogeneidad (depende del comportamiento de las partidas en que se basa). Cabe resaltar el reducido número de casos en que se valora el inmovilizado a valor razonable (un 1%).

TABLA 5.- ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LOS COMPONENTES DEL RESULTADO GLOBAL (MILES DE €)

		Obs.	% Obs.	Media	Desv. st	Min.	Max.
IF	= 0	95	62%				
	< 0	32	21%	-134.998	318.656	-1.616.511	-6
	> 0	27	18%	28.262	81.097	50	415.286
FE	= 0	39	25%				
	< 0	79	51%	-59.833	155.810	-1.119.899	-23
	> 0	36	23%	43.958	129.020	11	690.000
DC	= 0	42	27%				
	< 0	62	40%	-53.961	126.877	-828.154	-25
	> 0	50	32%	53.800	104.477	3	441.000
OT	= 0	42	27%				
	< 0	45	29%	-32.773	97.517	-540.914	-3
	> 0	67	44%	36.939	96.724	15	554.819
MP	= 0	133	86%				
	< 0	12	8%	-60.223	153.405	-540.914	-14
	> 0	9	6%	44.584	104.219	17	319.005
RV	= 0	152	99%				
	< 0	2	1%	-433	253	-612	-254
	> 0	0	0%				
RE	= 0	133	86%				
	< 0	17	11%	-8.610	14.998	-48.665	-18
	> 0	4	3%	1.521	2.147	133	4.703
EI	= 0	52	34%				
	< 0	34	22%	-22.812	66.893	-348.000	-3
	> 0	68	44%	32.904	89.414	15	554.819

IF: Resultado por valoración de instrumentos financieros; FE: Resultado por coberturas de flujos de efectivo; DC: Resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; OT: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; MP: Resultado por entidades valoradas por el método de la participación; RV: Resultado por revalorización del inmovilizado; RE: Resultado por resto de ingresos y gastos imputados a patrimonio; EI: Resultado por efecto impositivo.

En el caso de las partidas analizadas en el estudio, el 72% de las observaciones presentan valores para los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación, siendo para la mayoría de ellas negativos. El 74% presentan resultados por las operaciones de cobertura de flujos de efectivo, también siendo la mayoría

negativos. Finalmente tan sólo el 39% de las observaciones muestran valores en la partida de resultados por valoración de instrumentos financieros (disponibles para la venta), indicando la relativamente escasa utilización de esta figura. Las medias entre los valores  $< 0$  y  $> 0$  para las partidas analizadas son siempre significativamente diferentes, utilizando un contraste de diferencias de medias basado en la t-Student con un nivel de confianza del 95%.

En la tabla 6 repetimos los modelos de precio utilizando submuestras que únicamente tienen en cuenta el ajuste sobre el resultado que se está analizando. Así, en las primeras tres columnas de la Tabla 6 se analiza únicamente la submuestra de empresas que presentan valor en la partida de resultados por valoración de instrumentos financieros (modelos IFP1, IFP2 e IFP3), en las columnas FEP1, FEP2 y FEP3 tan sólo se tienen en cuenta las empresas que presentan valor en la partida de resultado por operaciones de cobertura de flujos de efectivo, en las columnas DCP1, DCP2 y DCP3 se analizan tan sólo las empresas con valores en la partida resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación y en las columnas OTP1, OTP2 y OTP3 se analizan sólo las empresas con la suma del resto de partidas diferentes a las anteriores diferentes a cero. Para cada una de las partidas anteriores se realiza en primer lugar una regresión con el modelo básico de Ohlson (1995) que incorpora valor contable y resultado neto, en segundo lugar una regresión en que se considera el resultado neto más la partida a analizar y en último lugar una regresión en que al modelo básico de Ohlson se le añade otra variable independiente que recoge únicamente el valor del ajuste realizado. Para cada una de las partidas se comparan los ajustes de los modelos alternativos con el primario de Ohlson mediante el test de Vuong en el caso de modelos no anidados y mediante la ratio de razón de verosimilitud para los modelos anidados.

En el caso de los modelos de precio, al incorporar los ajustes del resultado global ninguno de éstos proporciona un poder explicativo incremental al del resultado neto, tal como ya se apuntaba previamente. En la Tabla 7 se presenta un análisis similar al de la Tabla 6 pero considerando modelos de rentabilidad. Se confirman los resultados obtenidos anteriormente en el análisis de toda la muestra en el caso de los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. El ajuste del modelo básico (el resultado neto) mejora significativamente al incorporar este elemento del resultado global.

TABLA 6.- REGRESIONES PARA MODELOS DE PRECIO INCLUYENDO EL RESULTADO NETO, EL GLOBAL Y SUS COMPONENTES PARA LAS SUBMUESTRAS QUE SÓLO PRESENTAN LOS COMPONENTES ANALIZADOS.

	IFP1	IFP2	IFP3	FEP1	FEP2	FEP3	DCP1	DCP2	DCP3	OTP1	OTP2	OTP3
PN	428.6 *** (5.952)	430.5 *** (5.933)	423.5 *** (7.805)	386.7 *** (4.214)	387.0 *** (4.228)	377.9 *** (8.529)	359.1 *** (4.506)	362.3 *** (4.526)	364.3 *** (8.596)	339.9 *** (4.002)	340.2 *** (4.007)	342.8 *** (7.899)
RN	652.4 *** (5.114)		624.9 *** (3.314)	97.31 *** (2.826)		105.3 *** (2.658)	215.5 (1.183)		235.6 * (1.823)	93.82 *** (2.784)		97.65 ** (2.547)
RN_IF		635.3 *** (4.886)										
IF			-1,059 (-0.793)									
RN_FE					94.55 *** (2.867)							
FE						-849.3 (-0.979)						
RN_DC								233.7 (1.393)				
DC									391.0 (0.607)			
RN_OT											-47.22 *** (-2.786)	
OT												-886.2 (-0.571)
Cons	8.2e+07 *** (4.286)	8.1e+07 *** (4.227)	8.4e+07 *** (3.726)	2.2e+07 *** (2.289)	2.2e+07 *** (2.280)	2.4e+07 *** (2.369)	3.6e+07 *** (4.110)	3.6e+07 *** (4.350)	3.5e+07 *** (3.503)	5.5e+07 *** (4.218)	5.5e+07 *** (4.217)	5.5e+07 *** (3.737)
Obs.	59	59	59	115	115	115	112	112	112	112	112	112
F-value	17.77 ***	17.64 ***	23.40 ***	9.317 ***	9.412 ***	27.02 ***	11.00 ***	11.01 ***	25.69 ***	8.047 ***	8.055 ***	20.86 ***
Adj. R <sup>2</sup>	53,98	53,14	53,67	40,67	40,54	40,64	40,38	40,54	40,03	35,33	35,36	34,93
Z-stat (LR para IFP3, FEP3, DCP3 y OTP3)		1.070	0.67		0.606	0.99		-1.504	0.38		1.120	0.34
Modelo de comparación		IFP1	IFP1		FEP1	FEP1		DCP1	DCP1		OTP1	OTP1

\*p-value < 0.1; \*\*p-value < 0.05; \*\*\*p-value < 0.01.

PN: Patrimonio neto; RN: Resultado neto; RN\_IF: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros; IF: Resultado por valoración de instrumentos financieros; RN\_FE: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; FE: Resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DC: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; DC: Resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. ; RN\_OT: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación; OT: Componentes del resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. Z-stat: Valor del estadístico Z del test de Vuong. LR: Likelihood ratio.

TABLA 7. REGRESIONES PARA MODELOS DE RENTABILIDAD INCLUYENDO EL RESULTADO NETO, EL GLOBAL Y SUS COMPONENTES PARA LAS SUBMUESTRAS QUE SÓLO PRESENTAN LOS COMPONENTES ANALIZADOS.

	IFR1	IFR2	IFR3	FER1	FER2	FER3	DCR1	DCR2	DCR3	OTR1	OTR2	OTR3
RNm	0,0205 (1,217)		0,0236 (1,224)	0,0234 (1,655)		0,0231 (1,650)	0,0198 (1,473)		0,0400 *** (2,876)	0,0213 (1,512)		-0,0371 (-0,116)
RN_IFm		23,45 (1,207)										
IF_m			377,3 * (1,718)									
RN_FEm					22,05 (1,590)							
FE_m						-28,44 (-0,372)						
RN_DcM								30,11 * (1,641)				
DcM									440,9 *** (4,807)			
RN_OTm											-21,44 (-1,520)	
OTm												-29,25 (-0,184)
Cons	-10,83 * (-1,78)	-10,78 * (-1,78)	-9,912 (-1,65)	-19,31 *** (-4,126)	-19,23 *** (-4,093)	-19,48 *** (-4,178)	-19,43 *** (-4,038)	-19,16 *** (-4,040)	-20,31 *** (-4,723)	-19,29 *** (-4,235)	-19,31 *** (-4,245)	-19,32 *** (-4,242)
Obs.	59	59	59	115	115	115	112	112	112	112	112	112
F-value	1,481	1,456	3,045 **	2,739 *	2,527	1,486	2,168	2,692 *	12,66 ***	2,286	2,311	1,176
Adj. R <sup>2</sup>	0,17	0,74	3,48	1,60	1,33	0,85	0,76	2,72	17,50	1,19	1,22	0,32
Z-stat (LR para IFR3, FER3, DCR3 y OTR3)		-0,940	3,03 *		0,376	0,14		-1,413	21,52 ***		-0,104	0,03
Modelo de comparación		IFR1	IFR1		FER1	FER1		DCR1	DCR1		OTR1	OTR1

\*p-value < 0.1; \*\*p-value < 0.05; \*\*\*p-value < 0.01.

RNm: Resultado neto; RGm: Resultado global; RN\_Im: Incremento del periodo del resultado neto; RG\_Im: Incremento del periodo del resultado global; RN\_IFm: Resultado neto + resultado por valoración de instrumentos financieros. RN\_FEm: Resultado neto + resultado por coberturas de flujos de efectivo; RN\_DcM: Resultado neto + resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. RN\_OTm: Resultado global - resultado por valoración de instrumentos financieros - resultado por coberturas de flujos de efectivo - resultado por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación. Todas las variables independientes deflactadas por el valor de mercado al inicio del periodo. Z-stat: Valor del estadístico Z del test de Vuong. LR: Likelihood ratio.

#### 4.4. Análisis de sensibilidad

Además de la aproximación a los modelos de precio utilizada basada en Easton & Sommers (2003) en que se deflactan las variables por la inversa del valor del mercado al cuadrado para evitar problemas de escala, se han realizado otras dos considerando los resultados de investigaciones previas. En la primera se han deflactado todas las variables por el número de acciones siguiendo la propuesta de Barth y Clinch (2009), que demuestran que dicho ajuste es uno de los que ofrecen mayor robustez y ajuste a los modelos. Los resultados son similares a los obtenidos con la aproximación a los modelos de precio utilizada en este estudio: tanto el resultado neto como el global presentan relevancia valorativa, sin embargo el poder explicativo de uno no es significativamente diferente al del otro, y tampoco ninguno de los componentes del resultado global analizados individualmente incrementa significativamente el poder explicativo del resultado neto.

En el segundo análisis de sensibilidad se considera la aproximación que Brown et al. (1999) utilizan para analizar la relevancia de la  $R^2$  a lo largo del tiempo y eliminar problemas derivados de la escala de las magnitudes. Estos autores proponen deflactar las variables por acción de los modelos de precio (precio, patrimonio y resultado por acción) por el precio de la acción en el periodo precedente. Estos modelos se asimilan así a los de rentabilidad, pero considerando el patrimonio como variable explicativa. Ya hemos observado como los modelos de rentabilidad construidos presentan un ajuste muy bajo, o nulo, al considerar las submuestras que sólo tienen en cuenta los componentes analizados. En el caso de la aproximación de Brown et al. (1999) este ajuste es aún menor, por lo que los resultados no son relevantes (la  $R^2$  no es significativamente diferente de cero en ningún modelo). Sin embargo, esta aproximación se ha mostrado muy sensible a los casos en que el resultado (y la rentabilidad derivada) es negativo. Suprimiendo las observaciones con resultados negativos el ajuste de los modelos se incrementa hasta alrededor del 30%, y realizando las mismas pruebas anteriores para estos modelos los resultados respecto a la mayor o menor relevancia de un modelo sobre otro son similares a los ya expuestos. Estos análisis están a disposición de cualquier interesado.

## 5 CONCLUSIONES

En esta investigación se comprueba como el resultado global de los grupos cotizados en España en 2008 y 2009 es una variable relevante para el mercado. Sin embargo, no aumenta la capacidad explicativa del resultado neto en el caso de los modelos de precio – como en Giner y Pardo (2011) para Francia, Alemania e Italia, países con sistemas contables similares, y ello a pesar de que al sumar individualmente los componentes del resultado global a la cifra de resultado, llevan a que la media de esta magnitud sea significativamente diferente al resultado neto. El mercado no tiene en cuenta esta diferencia al valorar las



empresas, quizás debido a la transitoriedad de estos componentes en el periodo considerado y a que el valor de la empresa dependería de magnitudes más fundamentales. Por otro lado hemos de tener en cuenta que el resultado global es un concepto nuevo, así como su normativa, por lo que quizás aún no es suficientemente comprendido o tenido en cuenta. Además, los estudios en que el resultado global presenta una relevancia significativamente diferente a la del neto utilizando modelos de precios están realizados en países con mercados más desarrollados, por lo que quizás reaccionarían más rápido a cambios contables que tengan en cuenta conceptos relacionados con el valor razonable como los incluidos en el resultado global.

El resultado global sí que presenta mayor relevancia valorativa frente al neto al tener en cuenta modelos de rentabilidad – como Biddle y Choi (2006), Chambers et al. (2007) en Estados Unidos y Kanagaretnam et al. (2009) en Canadá – que consideran incrementos del resultado para explicarla. En la muestra, y para el periodo analizado, el resultado global resulta más útil al explicar el flujo de transacciones que han tenido lugar entre dos períodos, y en concreto son los incrementos del resultado global frente a los del neto los que afectan a este incremento de relevancia (el incremento del resultado neto no es una variable significativa). Al ser la rentabilidad un concepto dinámico la diferencia del resultado en dos períodos le afectaría, y el mercado consideraría el cambio de resultado global que puede generar la empresa, no sólo el repartible o neto, como indicador de expectativas futuras a pesar de su mayor transitoriedad. Este resultado aporta argumentos a las posiciones que abogan por mantener el resultado global como un complemento necesario al resultado neto.

Respecto a los componentes del resultado global son los resultados por diferencias de conversión de la moneda extranjera a la moneda de presentación los que añaden información al modelo básico de rentabilidad considerado, no aportando más información los resultados por valoración de instrumentos financieros ni los resultados por coberturas de flujos de efectivo. El que no todos los componentes del resultado global sean relevantes apoya la decisión de mostrarlos individualmente. Hay que señalar la alta transitoriedad de los resultados de las inversiones financieras llevados directamente a patrimonio, lo que podría acentuarse en un periodo de crisis y puede ser la razón de que no resulten relevantes para el mercado, a pesar de que sí lo son en otros estudios – Dhaliwal et al. (1996) o Kanagaretam et al. (2009). La no relevancia de los resultados por coberturas de flujos de efectivo coincide con los resultados de los estudios analizados, que en ningún caso han hallado relevante esta magnitud.

Por lo que respecta a las diferencias de conversión, se trata de una partida de cierta entidad en la muestra analizada y añade valor al resultado neto. Las conclusiones coinciden con otros estudios (aproximadamente la mitad de los analizados), aunque en los mismos no podemos encontrar ningún patrón en cuanto a país o periodo estudiado que nos ayude a explicar nuestros resultados. Podríamos aventurar que se trata de una magnitud que no

depende del sistema contable o el periodo analizado pues depende de en qué países se posean las participadas. Quizás por ello no sería vista tan transitoria como el resto de partidas, pues estas inversiones permanecen largo tiempo en la empresa y se verían con una cierta estabilidad. Por otro lado hemos de considerar que las empresas españolas analizadas poseen bastantes inversiones en Latinoamérica, zona donde la crisis no ha tenido tanto efecto.

Podemos considerar diversas limitaciones del estudio, como el periodo analizado (sería necesario contemplar otro ciclo económico) o bien analizar otros países en el mismo periodo para aislar las diferencias debidas al sistema contable o a la exposición de cada país a un periodo recesivo (algunos de los modelos se ha comprobado que son muy sensibles a resultados negativos). Por otro lado también se debería considerar el tiempo que hace que se aplican normativas contables que tengan explícitamente en cuenta el resultado global, comprobando el cambio de su relevancia a lo largo del dicho tiempo una vez introducida la normativa. En este sentido, hemos realizado pruebas y detectamos una disminución de la relevancia de las magnitudes contables, tanto del resultado neto como del global. Sería necesario disponer de una serie más amplia de años para establecer conclusiones válidas. Por último, y a pesar de que se han utilizado diversas metodologías, sería necesario explorar también otras aproximaciones como la utilización de datos de panel con diversos periodos a considerar para aislar el efecto empresa.

**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Barth, M.; Clinch, G. (2009): "Scale effects in capital markets-based accounting research". *Journal of Business, Finance and Accounting*, 36, 3&4, 253-288.
- Biddle, G.C.; Choi, J.H. (2006): "Is comprehensive income useful?" *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 2, 1-30.
- Brimble, M.; Hodgson, A. (2005): "The value relevance of comprehensive income and components for industrial firms", *Working Paper Amsterdam Business School*.
- Brown, S.; Lo, K.; Lys, T. (1999). Use of R2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28 (2), 83-115
- Cahan, S.; Courtenay, S.; Gronewoller, P. y Upton, D. (2000): "Value relevance of mandated comprehensive income disclosures", *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(9): 1273-1301.
- Chambers, D.; Linsmeier, T.; 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.; Gopalakrishnan V. (1993): "On the usefulness of operating income, net income and comprehensive income in explaining security returns", *Accounting & Business Research*, 23 (91), 195-203.
- Devalle, A; Onali, E; Magarini, R. (2010): "Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe". *Journal of International Financial Management and Accounting* 21:2
- Dhaliwal, D; Subramanyam, K.; Trezevant, R. (1999): "Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?" *Journal of Accounting and Economics*, 26: 43-67.
- Easton, P. (1999): "Security returns and the Value Relevance of Accounting Data". *Accounting Horizons*, 13,4,399-412
- Easton, P; Zmijewski, M. (1989): "Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements". *Journal of Accounting and Economics*, 11, 2-3
- Easton, P.; Sommers, G. (2003). Scale and the scale effect in market-based accounting research. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 30 (1-2), 25-56.
- Financial Accounting Standards Board (1997): "Statement of financial accounting standards no 130. Reporting comprehensive income", *Financial Accounting Standards Board*. Norwalk, CT.
- García-Meca, E.; Sánchez-Ballesta, J.P. (2007). "Una evaluación meta-analítica de la relevancia valorativa de la cifra de beneficios". *Revista de Contabilidad*. Vol 9., 18, 31-59
- Genius, M; Strazzer, E. (2002): "A note about model selection and tests for non nested contingent valuation models". *Economic Letters*, 74, 363-370
- Giner, B.; Pardo, F. (2011): "La Relevancia Valorativa del Resultado Global frente al Resultado Neto: Una Perspectiva Europea". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40 (150), 319-350.
- Goncharov, I.; Hodgson, A. (2011): "Measuring and reporting income in Europe". *Journal of International Accounting Research*, 10 (1), 27-59.

- Hicks (1946). *Value and Capital*. 2<sup>nd</sup> Edition. Clarendon Press. Oxford.
- Hüfner, B; Möller H.P.(2002): “Valuation of German stocks:are DVFA/SG earnings superior to GAAP earnings?”, *Schmalenbach Business Review*,1, 135-170.
- Kanagaretnam, K.; Mathieu, R.; Shehata, M. (2009): “Usefulness of comprehensive income reporting in Canada”, *Journal of Accounting and Public Policy* 28, 349-365.
- Kormendi, R; Lipe, R (1987): “Earnings innovations, Earnings Persistence and Stock returns”. *Journal of Business*. 60, 3.
- Kothari, S.P.; Zimmerman, J.L. (1995): “Price and return models” *Journal of accounting and Economics*, 20, 155-192.
- Kubota, K.; Suda, K.; Takeara, H. (2011): “Information Content of Other Comprehensive Income and Net Income: Evidence for Japanese Firms”, *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, pendiente de publicación.
- Mitra, S.; Hossain, M.; (2009): “Value-relevance of pension transition adjustments and other comprehensive income components in the adoption year of SFAS n.158”, *Review of Quantative Financial Accounting*, 33, 279-301.
- Mora, A. (2009). “El papel del valor razonable en la crisis”. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. 88
- Moya, S.; Platikanova,P. (2007): “Estado del arte de la reforma contable” *Revista de Contabilidad y Dirección* n.4, 113-134.
- O’Hanlon, J.; Pope, P. (1999): “The value relevance of UK dirty surplus accounting flows”, *British Accounting Review*, 31: 459-482.
- Ohlson, J. (1995): “Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 18 (1): 107-120.
- Owusu-Ansah, S.; Yeoh, J. (2006): “Relative value relevance of alternative accounting treatments for unrealized gains: implications for the IASB”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17:3, 228-255.
- Plenborg, T. (1996): “The information content of accrual and cash flow based performance measures from a Danish and US perspective”, *Copenhagen Business School Ph D*, series 9.96.
- Pinto, J.A. (2005): “How comprehensive in comprehensive income? The value relevance of foreign currency translation adjustments”. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 16:2, 97-122.
- Rodríguez, G.; Solà, M. (2007): “Implicaciones en las magnitudes constables de la valoración a coste histórico vs. valor razonable”, *Revista de Contabilidad y Dirección* n. 4, 91-110.
- Schipper, K; Vincent, L (2003): “Earnings quality”, *Accounting Horizons*, Supplement, 17, 97-110
- Skinner, J. (1999) “How well does net income measure firm performance? A discussion of two studies”. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 105-111
- Thinggaard, F; Marton, J; Peasnell, K.; Hoogendoorn, M.; Di Pietra, R.; Wagenhofer, A.; Mora, A.; Evans, L. y Gebhardt, G. (2006): “Performance Reporting -The IASB’s Proposed Formats of Financial Statements in the Exposure Draft of IAS 1”. *Accounting in Europe*, 3: 35-63.

- Van Cauwenberge, P; De Beelde, I (2007): “On the IASB Comprehensive Income Project: An Analysis of the Case for Dual Income Display”. *Abacus*. 43, 1, 1-26
- Vuong, Q.H. (1989): “Likelihood ratio tests for model selection and non nested hypothesis”. *Econometrica* 57 (2), 307-333.
- Wang, Y.; Buijink, W. ; Eken, R. (2006): “The value relevance of dirty surplus accounting flows in The Netherlands”, *The International Journal of Accounting*, 41: 386-405.