

**ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN
PREVISIONAL Y CUALITATIVA**
(*Analysis of Prospective and Qualitative Information*)

María Antonia García Benau
Catedrática de la Universidad de Valencia
Juan Monterrey Mayoral
Profesor Titular de la Universidad de Extremadura

RESUMEN

Este trabajo consiste en un estudio descriptivo del análisis de la información contable de naturaleza previsional y cualitativa. Así, se abordan el estudio del informe de auditoría, de la información fuera de balance, de las contingencias, de la información previsional, de la revelación voluntaria, de la segmentada y de la de naturaleza macroeconómica y sectorial, desde la experiencia que podemos aportar tras algunos años de docencia en análisis de estados financieros.

Palabras clave: información contable previsional, información contable cualitativa.

ABSTRACT

This work is a descriptive study of the accounting information analysis on a prospective and qualitative basis. We study the audit report, the off-balance-sheet information, contingencies, prospective information, voluntary disclosure, the segmental information, and information about macroeconomics and industry conditions, from our several years' teaching experience, of financial statements analysis.

Key words: prospective accounting information, qualitative accounting information.

Dirección de contacto: María Antonia García Benau. Avda. Tarongers s/n. Edif. Departamental Oriental. 46071 Valencia. E-mail: maria.garcia-benau@uv.es. Juan Monterrey Mayoral. Avda. Elvas s/n. 06071 Badajoz. E-mail: jmontrey@unex.es

(*) Este trabajo fue presentado como ponencia en la IIª Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable, celebrada en la Universidad de Zaragoza el 15 de septiembre de 1995 y se enmarca dentro del proyecto de investigación PB 91-0556 de la Dirección General de Investigación Científica y Técnica (DGICYT) del Ministerio de Educación y Ciencia.

1. INTRODUCCIÓN

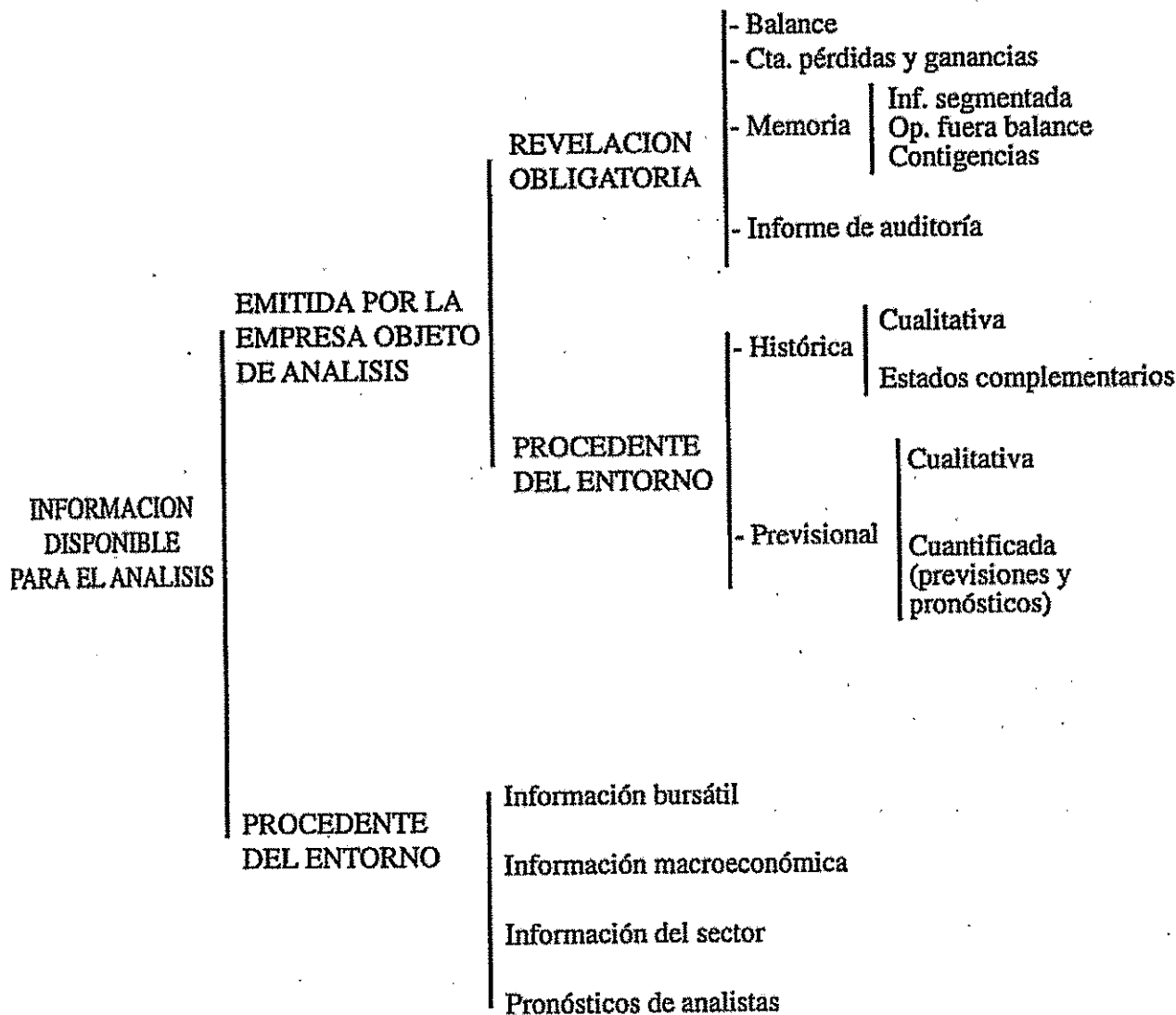
Este artículo tiene por finalidad ofrecer una visión panorámica de la información previsional, cimentada en pronósticos y predicciones acerca del comportamiento futuro más probable de la empresa objeto de análisis, de la información de carácter cualitativo y de la que se ofrece fuera del marco clásico del balance y de la cuenta de resultados. Por consiguiente, nuestra tarea se centrará en abordar aspectos del análisis que la literatura contable parece haber relegado a un plano secundario; esta es nuestra deducción al hilo de la revisión bibliográfica que hemos realizado para preparar este trabajo. Pero ello no impide reconocer que el analista ha de tener en cuenta la importancia de la información de esta naturaleza, pues su tarea sólo resulta *acabada* si abarca el estudio de todos o de buena parte de los aspectos que comprenden los contenidos que aquí presentamos.

Tradicionalmente, el análisis contable, al menos a nivel académico, ha centrado su atención en el cálculo e interpretación del valor numérico resultante de los ratios, deducidos éstos exclusivamente de las magnitudes que figuran en balances y cuentas de resultados. Este excesivo énfasis en los ratios como instrumento de análisis acarrea el peligro de ignorar o cuando menos considerar de segundo orden otras fuentes de información disponibles, sin otorgarles la importancia que merecen.

La figura 1 ofrece un esquema de las fuentes de información susceptibles de ser utilizadas en el análisis contable. En él puede comprobarse cómo el balance y la cuenta de resultados constituyen sólo una parte —aunque muy importante— del material disponible para que los analistas desplieguen de forma eficaz su trabajo. Pues bien, en los epígrafes siguientes nos ocuparemos de desarrollar su contenido, en apretada síntesis y exponiendo nuestros puntos de vista sobre cada cuestión concreta, fruto ante todo de la experiencia que hemos acumulado tras algunos años de docencia universitaria en esta disciplina.

El resto del trabajo se organiza dedicando el epígrafe 2 al análisis del informe de auditoría, y los epígrafes 3, 4 y 5 al análisis de las operaciones fuera de balance, de los hechos posteriores y de la información previsional, respectivamente. El epígrafe 6 se destina a la revelación voluntaria y el 7 al análisis de la información segmentada, para terminar con el estudio de la información no emitida por la propia empresa objeto de análisis, esto es, la procedente del entorno, y las conclusiones finales.

Figura 1
Las fuentes de información disponibles para el análisis



2. LOS INFORMES DE AUDITORÍA

La interpretación y análisis de la información cualitativa y cuantitativa contenida en los estados financieros requiere que el analista se asegure, en primer lugar, que los principios contables han sido oportunamente aplicados, y que la información a analizar no contenga ningún error significativo. Esta etapa constituye una labor imprescindible de cara a otorgar validez a todo su trabajo posterior.

Las propias características de la información financiera, así como el establecimiento de las normas que la regulan, supone que para obtener el grado de seguridad al que nos referimos, el analista debe prestar especial atención al informe del auditor. Sin embargo, en la mayoría de los países sólo se someten a auditoría anual obligatoria las cuentas anuales de las empresas que reúnen unos determinados requisitos, lo que supone que el analista puede contar con información auditada o con información no sometida a verificación por expertos independientes.

Cuando el analista no disponga de un informe elaborado por un auditor, debe realizar una breve comprobación de que se han respetado los principios y normas contables. Aunque en tales casos su labor es mucho menos detallada y minuciosa que la que efectúa el auditor, constituye una forma de intentar detectar cualquier posible error importante en las cuentas anuales que pueda afectar significativamente a su tarea.

En otras ocasiones, las empresas a auditar tienen instaurada la auditoría legal obligatoria, lo que supone que cuando el analista tiene que afrontar su trabajo la información ya ha sido verificada. Ello aporta un valor añadido y una garantía realmente importante a la información financiera, limitándose la comprobación de aquél a leer con detenimiento el contenido del informe. Dicha lectura puede ser de gran importancia para su análisis, pues la opinión del auditor puede condicionar en buena medida el juicio del analista¹.

2.1. Contenido y forma de los informes de auditoría

Para analizar el contenido informativo de los informes de auditoría debemos centrarnos en la forma en la que se presentan, así como en los distintos tipos de informes posibles. Las características de éstos, la propia naturaleza de la información que contienen y la forma en la que se presentan son factores regulados en los distintos países.

En los últimos veinte años, la presentación de los informes ha sufrido importantes modificaciones, tanto en lo relativo a su forma como a su contenido. Concretamente, a finales de los años setenta en Estados Unidos, los informes que estaban en vigor correspondían a lo que se denomina "informes cortos", de extensión reducida y en los que básicamente se recogía un párrafo de alcance y otro de opinión. Este tipo de informes recibió importantes críticas², especialmente por crear confusión entre los usuarios al no exponer con claridad el contexto en el que el mismo se emitía.

¹ Con relación a las repercusiones del informe de auditoría en el análisis de estados financieros, puede consultarse el texto de Urías (1995).

² Una síntesis de los comentarios críticos a los informes cortos se recoge en el trabajo de Hartherly y Skuse (1991).

Ello condujo a lo que podríamos denominar la “nueva tendencia” en la presentación de informes, marcada por la emisión de informes más largos y con más detalle sobre cuestiones relacionadas con la propia función de la auditoría³. A este respecto, la Comisión Cohen propuso al AICPA un informe de auditoría más extenso, emitiéndose un borrador en 1980, si bien la propuesta no llegó a ser aceptada. Muchas han sido las normas que le han seguido, entre las que cabe destacar el SAS 58 en Estados Unidos (AICPA, 1988), el SAS 600 en el Reino Unido (APB, 1993), la Comisión McDonald en Canadá (CICA, 1988) y la AUP³ australiana (AARF, 1994). En términos generales, estas normas abogan por informes más largos, en los que queden perfectamente delimitadas las responsabilidades que corresponden a la dirección y las que competen a los auditores, observándose también un apoyo generalizado a la utilización de los párrafos de énfasis.

En España, el modelo de informe de auditoría sigue la tendencia internacional indicada anteriormente, al ofrecer formatos de presentación de informes con contenido similar a los denominados informes largos. Las normas técnicas de nuestro país presentan modelos normalizados de informe, de carácter obligatorio, así como la terminología que utiliza, y se trata de un documento mercantil que recoge el alcance del trabajo realizado por los auditores y su opinión profesional. Aunque todas las partes de las que consta el informe son de interés, el analista debe centrar su atención en los párrafos de opinión, de salvedades y de énfasis.

En el párrafo de opinión se indica si el auditor considera que las cuentas anuales expresan o no la imagen fiel, y si los principios contables han sido aplicados con uniformidad. El párrafo de salvedades aparecerá siempre que la opinión del auditor no sea limpia, y se situará entre el párrafo de alcance y el de opinión, destinándose a detallar las causas que provocan las discrepancias del auditor con las cuentas anuales de la empresa auditada; cuando sea posible, deberá cuantificarse el efecto de dichas salvedades sobre los estados financieros. Por último, el párrafo de énfasis, tal como establecen las normas técnicas españolas (ICAC, 1991), sólo se utilizará excepcionalmente, cuando el auditor quiera resaltar algún asunto relacionado con las cuentas anuales, aunque ya aparezca recogido en la memoria. En ningún caso la aparición de este párrafo supone la existencia de una salvedad en la opinión del auditor.

2.2. El analista ante la opinión del auditor

Un aspecto básico de los informes de auditoría es que el auditor expresa una opinión en relación con las cuentas anuales tomadas en su conjunto, o bien una afirmación relativa a la imposibilidad de expresarla y las causas que se lo impiden. Los tipos de opinión que se recogen en las normas españolas son los siguientes:

³ Puede consultarse al respecto, entre otros, el estudio de Miller, et al. (1993).

A) *Opinión favorable*. Es la emitida por el auditor cuando tras haber realizado su trabajo sin limitaciones, de acuerdo con las normas técnicas, considera que las cuentas anuales expresan la imagen fiel en todos sus aspectos significativos. Cuando el analista se encuentre con un informe de esta naturaleza puede utilizar la información a analizar con garantía, si bien ello no supone que no pueda existir algún tipo de ajuste en las cuentas anuales para transformar la información contable y dotarla de una mayor utilidad para su análisis, ya que el auditor ha emitido una opinión global, no específica.

Así pues, en estas circunstancias el analista debe tener presente que en la información financiera a analizar se han aplicado los principios contables, y que por consiguiente, desde una perspectiva analítica, si en la opinión limpia no existe ningún párrafo adicional explicativo de alguna circunstancia específica, el analista se encuentra ante la situación más deseable.

B) *Opinión con salvedades*. Es cuando el auditor describe en su informe que existe alguna circunstancia que afecta de forma significativa a las cuentas anuales, aunque no impida la emisión de una opinión. A su vez, las salvedades pueden estar causadas por las siguientes circunstancias:

a) Por limitación al alcance del trabajo realizado, cuando el auditor no puede aplicar los procedimientos necesarios para verificar las cuentas anuales.

b) Por errores o incumplimiento de los principios y normas contables, incluyendo omisiones de información. En este caso, la compañía auditada ha utilizado principios contables diferentes a los legalmente establecidos, ha cometido errores técnicos en la preparación de la información o se ha omitido información de obligada revelación en la memoria.

c) Por incertidumbres cuyo desenlace final no es susceptible de una estimación razonable, y por tanto no puede llevarse a cabo su cuantificación de forma precisa.

d) Por cambios en los principios y normas contables con relación a los empleados en el ejercicio anterior, afectando a la uniformidad y por tanto, a la comparabilidad de las cuentas anuales.

Ante la existencia de las anteriores salvedades, el analista debe considerar la naturaleza de éstas y su posible cuantificación, que en caso de poder efectuarse darán lugar a ajustes que modificarán los estados financieros presentados por la empresa, antes de aplicar las técnicas y procedimientos típicos del análisis. Si por el contrario, no es posible cuantificar la salvedad, el analista debe ser cauto, pues aunque las cuentas anuales presentadas por la empresa no serán ajustadas, debe obrarse con cautela a la hora de interpretar el valor numérico de los ratios que puedan resultar afectados por las salvedades no cuantificadas.

C) *Opinión desfavorable*. En estos casos, el auditor considera que las cuentas anuales en su conjunto no expresan la imagen fiel, y el analista se enfrenta a un incumplimiento muy significativo de los principios contables, o a defectos en su

presentación. En estas circunstancias, y si el auditor procede a cuantificar los efectos de los incumplimientos, el analista deberá ajustar los estados financieros.

D) Opinión *denegada*. Si el auditor no obtiene la evidencia necesaria para emitir una opinión sobre las cuentas anuales, debe denegarla, ya que no le es posible expresar un juicio acerca de aquéllas. Ante una opinión de esta naturaleza, el analista puede calibrar la calidad de la información financiera a través del informe del auditor, pero no podrá basar su análisis en la información financiera publicada, lo que implica su reelaboración, si es posible, antes de iniciar su trabajo propiamente dicho.

Como síntesis de todo lo expuesto, la tabla 1 recoge las consecuencias para el análisis de las distintas opiniones del auditor.

Tabla 1
El analista ante las distintas opiniones del auditor

CIRCUNSTANCIAS QUE AFECTAN A LA OPINION DEL AUDITOR	FACTORES A CONSIDERAR EN LA EMISION DE SU OPINION	TIPOS DE OPINION	IMPACTO EN CCAA.	POSICION DEL ANALISTA ANTE LA OPINION DEL AUDITOR
Limitaciones al alcance	Importancia de la limitación	Salvedades	Ajustes	Introducir la salvedad en las cuentas anuales y proceder su cuantificación
Error o incumplimiento de normas generalmente aceptadas	En ocasiones, el auditor podrá cuantificar el efecto del incumplimiento.	Salvedades	Ajustes	Como en el caso anterior
		Desfavorable	Deficiencia contables	Intentar cuantificar y ajustar las cuentas anuales
Incertidumbre	En raras ocasiones, el auditor podrá cuantificar el efecto de la incertidumbre	Salvedades	Ajustes	Como en el primer caso
		Denegada	Sin claridad	No consideración de las cuentas anuales (reelaboración)
Cambios en principios y normas generalmente aceptados	El auditor puede cuantificar el efecto del cambio	Salvedades	Ajustes	Ajustar cuentas anuales

Por último, y en relación con el párrafo de énfasis, entendemos que el analista debe ser especialmente cauto a la hora de interpretar este tipo de párrafos. Aunque hasta la fecha no existen estudios empíricos relacionados con el contenido informativo del párrafo de énfasis, se viene observando que algunos problemas relativos a la continuidad de la empresa vienen recogiendo en ellos, e incluso se utiliza de forma indebida, al recoger salvedades o limitaciones que deberán localizarse en los párrafos de salvedades.

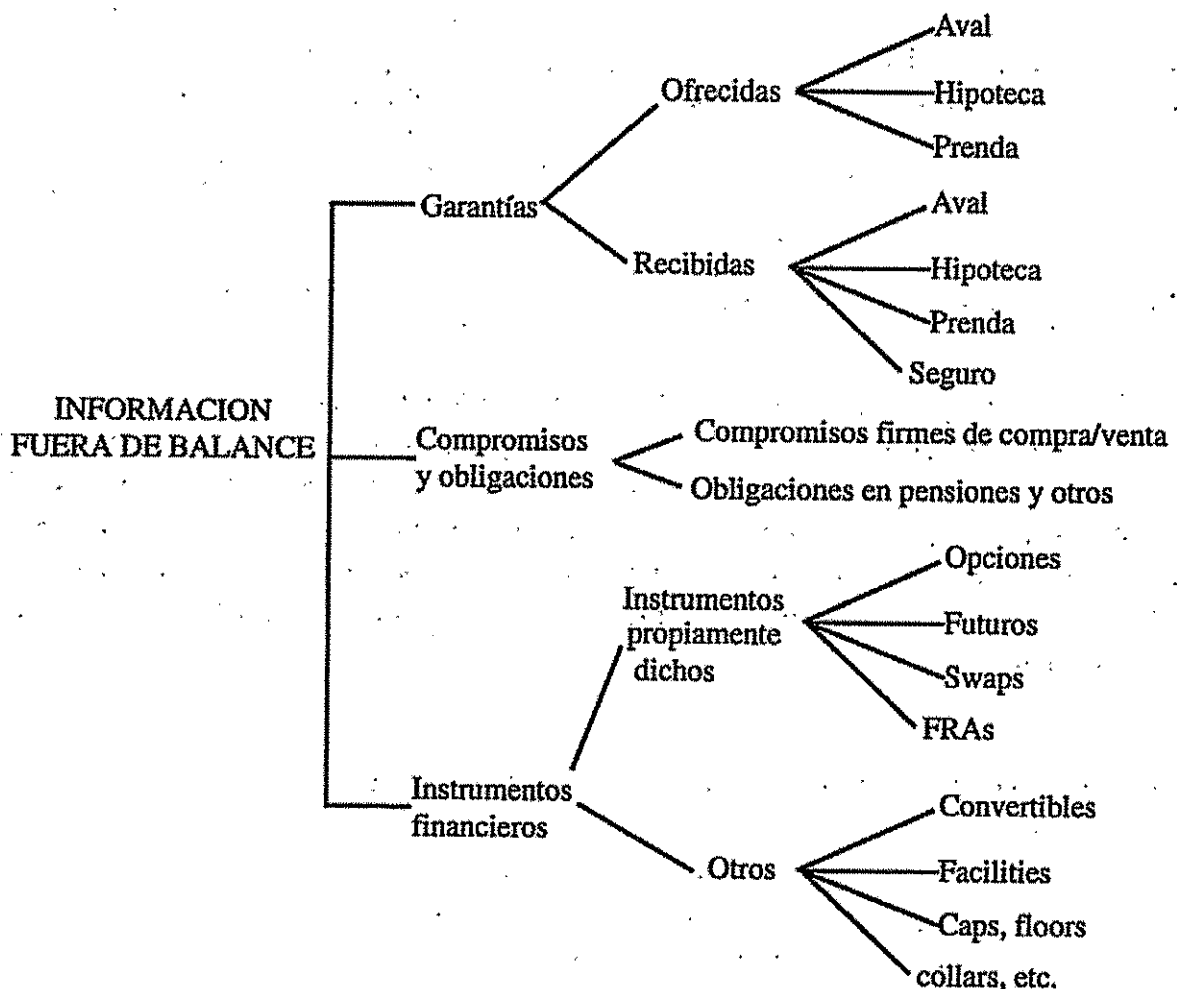
3. ANALISIS DE LA INFORMACIÓN FUERA DE BALANCE

En los últimos años, los cambios en el entorno productivo de las empresas, en su estrategia competitiva y en los mercados financieros en los que éstas obtienen sus recursos han provocado un notable aumento de la volatilidad de los precios, tanto de naturaleza real (bienes y servicios) como monetaria (tipos de interés y tipos de cambio).

En respuesta a este nuevo escenario, de mayor incertidumbre y menor estabilidad, se han desarrollado mecanismos de cobertura de riesgos, y las empresas, en especial las de mayor dimensión, se han incorporado a la realización de las denominadas *operaciones fuera de balance (off balance sheet)*.

Ahora bien, dentro de esta categoría de operaciones fuera de balance convive una amplísima gama, prácticamente imposible de clasificar, y que abarca desde figuras clásicas y habituales del mundo de la empresa, como el aval, la prenda o la hipoteca, hasta los nuevos instrumentos financieros, entre los que caben destacar las opciones y los futuros. La figura 1 ofrece, sin ánimo de ser exhaustivos, una elemental clasificación de este tipo de operaciones que deben ser objeto de la atención del analista, si bien no incluye ni la información segmentada ni la relativa a hechos posteriores, que se tratan de forma independiente en otros epígrafes de este trabajo.

Figura 1
Información fuera de balance a considerar por el analista



Resulta evidente que la consideración por el analista de la información de esta naturaleza le ayudará a evaluar el perfil de riesgo de la compañía objeto de análisis, y en determinadas circunstancias que luego comentaremos requerirán su incorporación como ajustes de determinados ratios, ya que pueden convertirse en pasivos potenciales.

Antes de ocuparnos de las implicaciones que esta información tiene a efectos de análisis, diremos que su denominación "fuera de balance" es consecuencia de no formar parte del modelo contable patrimonial, integrándose dentro del conjunto de información a incluir de forma obligatoria en la memoria, según dispone el vigente Plan General de Contabilidad⁴. No obstante, su exclusión del balance y de la cuenta de resultados no impide reconocer que estamos en presencia de una información valiosa e importante, y que en ocasiones los auditores incluyen en su informe párrafos relacionados con ella. En rigor, creemos que no es posible analizar correctamente una empresa si no se considera con la importancia que merece la información fuera de balance, ya que podrá tener consecuencias económicas reales sobre la tesorería, sobre el endeudamiento y sobre los resultados futuros. Tampoco debe olvidarse que en ocasiones, la información fuera de balance puede ser un buen recurso a disposición de las empresas para eludir elevados niveles de endeudamiento y presentar un ratio de solvencia a largo plazo más satisfactorio.

Entrando en las implicaciones que estas operaciones tienen para el análisis, nos ocuparemos en primer lugar de las que genéricamente hemos denominado *garantías*, y dentro de ellas, las ofrecidas por la empresa o las que ésta pueda recibir de terceros. Resulta evidente que las garantías ofrecidas implican una asunción de riesgo por parte de la compañía objeto de análisis, de forma que su evaluación requiere un especial cuidado a la hora de su enjuiciamiento. Así, avalar operaciones financieras de terceros implica añadir riesgos ajenos a los del propio negocio desarrollado por la compañía, de modo que un análisis correcto pasa, si es posible, por analizar también la solvencia de la empresa avalada, siendo en último extremo el juicio del analista el que dictaminará si el montante avalado constituye o no un riesgo probable. Por tanto, en la hipótesis de que el analista considere que las operaciones avaladas por la compañía analizada pueden llegar a convertirse en pasivos exigibles, los ratios que incluyan algún tipo de deudas en su numerador o en su denominador deben ajustarse para agregar como propias las resultantes de la operación avalada.

En cuanto a los bienes con afecciones por prendas o hipotecas, el analista debe considerar ambos derechos reales como restricciones a la disponibilidad de los activos, y en cualquier caso, como limitaciones importantes desde el punto de vista de las garantías que la empresa analizada puede ofrecer a efectos crediticios. Por consiguiente, más que

⁴ En García y Monterrey (1994) se ofrece una visión de la información a incluir en la memoria.

un riesgo añadido, como en el caso de los avales ofrecidos, las hipotecas y prendas han de enjuiciarse desde la perspectiva del análisis crediticio y de las garantías patrimoniales.

En el caso de las garantías recibidas, el analista se encuentra ante instrumentos que reducen el riesgo del negocio analizado. Así, en el caso de los avales recibidos de terceros, la solvencia tiene una lectura completamente diferente de la que pudiera desprenderse del valor numérico de los ratios, de forma que cuando las operaciones de una compañía están afianzadas por sus propios accionistas, por la empresa matriz o por terceros, el análisis de la solvencia de la empresa, sobre todo desde el punto de vista crediticio, debe centrarse fundamentalmente en la capacidad de generar recursos, pues las garantías son las que proceden de los terceros que avalan la operación. Esta forma de actuar es la que en muchas ocasiones justifica la aparente paradoja de empresas con elevados niveles de endeudamiento sin dificultad de acceder a nuevas fuentes de financiación ajena. No obstante, ello no debe inducir a optimismos excesivos, como considerar solvente, por el hecho de ser avalada, a una compañía que atravesase por problemas de tesorería.

Respecto de las garantías obtenidas por hipotecar o pignorar bienes propiedad de sus clientes y deudores a favor de la empresa analizada, resulta evidente que la incidencia de ambas figuras en el análisis de los derechos de cobro cobra un especial relieve, en la medida en que la recuperabilidad de éstos, sin perjuicio de las oportunas provisiones, está razonablemente asegurada. A sensu contrario, la ausencia de garantías, especialmente en empresas dedicadas a la venta de determinados bienes de elevado importe unitario o con periodos de cobro dilatados, añade sombras muy significativas con relación al análisis de las cuentas a cobrar⁵.

Otra categoría de información fuera de balance es la constituida por los *compromisos y obligaciones contraídas*. En cuanto a los primeros, la memoria del Plan General de Contabilidad establece la obligatoriedad de revelar los compromisos firmes de compra y venta de inmovilizados y existencias, constituyendo un interesante complemento informativo para enjuiciar la posible evolución de la cifra de negocios, las garantías de aprovisionamiento o la política de renovación de inmovilizados de la empresa. Respecto de las obligaciones contraídas en materia de pensiones para con el personal y los miembros del órgano de administración, también se trata de una información de utilidad para enjuiciar el grado de cobertura de las provisiones destinadas a tal fin.

Dentro de lo que se denominan *instrumentos financieros*, ha de subrayarse en primer lugar que bajo este término convive una amplísima gama de operaciones, generalmente con el propósito de dar cobertura a riesgos de precios de bienes, de tipos de interés, de tipos de cambio etc., y que Cea (1995, p. 142) divide en dos bloques:

a) Los instrumentos financieros propiamente dichos, que son los mejor tipificados y los que con mayor propiedad prestan su servicio a la gestión financiera de las empresas: son los futuros, las opciones, los contratos de permuta financiera o *swaps* y los contratos

⁵ Este mismo razonamiento puede extenderse para aquellas empresas que realizan operaciones susceptibles de condición resolutoria o con reserva de dominio.

sobre tipos de interés a plazo o *FRA's* (de su denominación en inglés, *forward rate agreements*)⁶.

b) Otros instrumentos, compromisos o contratos, difícilmente clasificables y entre los que se encuentran los empréstitos cupón cero, las obligaciones convertibles, *facilities*, etc.

Ahora bien, ¿cómo debe apreciar el analista las operaciones con instrumentos financieros?. En principio, la memoria del Plan General de Contabilidad sólo se refiere de forma específica a la obligatoriedad de informar sobre las operaciones realizadas en futuros sobre existencias, si bien creemos que la ausencia de referencias concretas sobre los restantes instrumentos financieros no debe interpretarse como una dispensa para no revelar operaciones de esta naturaleza. Así pues, la presencia en la memoria de información relativa a posiciones en opciones, futuros o cualquier otro instrumento deben ser siempre contempladas como estrategias de reducción de riesgos de precios, en la búsqueda de protección frente a las oscilaciones de éstos, y por tanto, como una política muy positiva. Por el contrario, la falta de cobertura no debe enjuiciarse en cualquier caso como una señal negativa, ya que la singularidad de las operaciones cubiertas y los costes asociados a dicha cobertura -algo elevados- hacen que las posiciones en instrumentos financieros queden por el momento reservadas al segmento de las medianas y grandes empresas.

4. INCIDENCIA DE LOS DISTINTOS HECHOS POSTERIORES EN EL ANÁLISIS

Aunque el análisis de estados financieros siempre va referido a interpretar la situación de la empresa en un momento determinado, puede que con posterioridad se haya producido algún hecho que explique o incorpore precisiones adicionales que clarifiquen alguna información contenida en las cuentas a analizar. La existencia de hechos posteriores se produce, pues, cuando ocurren acontecimientos importantes entre la fecha de presentación de las cuentas y la de análisis de la información.

Es evidente que el analista no puede obviar la existencia de acontecimientos posteriores, sino que deberá enjuiciar la naturaleza de los mismos, su significación y su repercusión en la interpretación de la información.

Una sencilla clasificación de los hechos posteriores, pero de gran utilidad, consiste en distinguir entre aquéllos que añaden evidencias adicionales a la ya existente

⁶ Molvar y Green (1995, p. 57), a su vez, los clasifican en instrumentos basados en contratos a plazo o *forward* y en instrumentos basados en contratos de opción, ya que generalmente son variantes o combinaciones de estos dos tipos básicos de contratos tradicionales. En la primera categoría se encuadran los futuros, los swaps y los *FRA's*, y en la segunda se integrarían las opciones, caps, floors y collars.

al cierre de las cuentas anuales (*hechos ajustables*) y aquéllos otros que corresponden a operaciones no recogidas en los estados financieros, pero que incorporan información relevante (*hechos no ajustables*).

En cuanto a los hechos ajustables, los criterios contables consideran que éstos provocan ciertos ajustes en las cuentas anuales, siempre que los mismos sean de carácter negativo (de acuerdo con el conservadurismo de la contabilidad); ajustes que pueden materializarse en su consideración como provisiones, información en la memoria o incluso omitirse, si se trata de un hecho considerado remoto (AECA, 1991). En el segundo grupo de hechos posteriores, los no ajustables, se contempla la existencia de condiciones que son independientes de las que existían a la fecha de presentación de la información; en estos casos, el tratamiento contable considera que debe recogerse detalle de ellos en el informe de gestión (AECA, 1991).

La normativa mercantil española se refiere a los hechos posteriores ciertos hasta la fecha en que se formule el balance (art. 38 C. de c.), indicando que deberá facilitarse cumplida información de todos ellos en la memoria. Por su parte, en la Ley de Sociedades Anónimas, el art. 171 establece un plazo máximo de tres meses a partir del cierre del ejercicio para formular las cuentas anuales, el informe de gestión y la propuesta de aplicación del resultado.

Las normas anteriores permiten precisar, desde el punto de vista contable, el plazo legal en el que finaliza la obligación de informar, y por tanto, de realizar los ajustes oportunos relacionados con los hechos posteriores.

Para el analista financiero, los acontecimientos posteriores que debe considerar en su estudio son los que se producen entre la fecha a la que se refiere la información financiera y la realización de su análisis. Fijándonos en detalle en dicho periodo, observamos que éste puede subdividirse, a su vez, en dos subperiodos:

(a) El transcurrido entre la fecha de referencia de las cuentas anuales y la de emisión del informe de los auditores.

(b) El comprendido entre la fecha de emisión del informe de auditoría y la realización del análisis financiero.

Para el primero de los citados subperiodos, el analista puede utilizar, en cierta medida, el trabajo realizado por los auditores y recogido por éstos en su informe (ICAC, 1992). En este punto debemos considerar que uno de los objetivos generales de auditoría, ante los hechos posteriores, es verificar si la revelación de los mismos se realiza de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados, en cuanto a la descripción de sus aspectos tanto cualitativos como cuantitativos. Los hechos posteriores recogidos en su informe por los auditores vendrán referidos a operaciones ocurridas tras el cierre y con una incidencia significativa en las cuentas anuales.

En términos generales, y de acuerdo con los principios contables, para el auditor es especialmente importante considerar los hechos posteriores de carácter negativo, ya que los de naturaleza positiva, de acuerdo con las normas vigentes, no se consideran en las cuentas anuales. Estos sucesos implican, en ocasiones, la realización de ciertos ajustes en las cuentas anuales, que si no son aceptados por la dirección de la empresa darán lugar a una salvedad (u opinión desfavorable, según el caso) por incumplimiento de principios y normas contables, ya que la información financiera se presentará incompleta. En tales casos, el analista recogerá la incidencia de la salvedad o de la opinión desfavorable, de acuerdo con los criterios que hemos indicado en el epígrafe 2 de este trabajo, relativo al análisis del informe de auditoría.

Por otra parte, los hechos que se produzcan tras la emisión del informe de los auditores y antes de realizar el análisis de la empresa constituirán una tarea específica del analista. En ocasiones, los propios auditores recogen ciertos hechos de esta naturaleza cuando los mismos se producen entre la fecha de emisión del informe y su entrega. En tales casos, aunque las normas técnicas generales del auditor no señalan la obligación de extender sus procedimientos con posterioridad a la fecha de emisión de su informe, si la información es significativa deberá investigarse el hecho, y si requiere ajuste, considerarlo.

Otra cuestión relevante es la concerniente a la tipología de los hechos posteriores que puedan ser conocidos por el analista, pues la diferente naturaleza de éstos, junto con el grado de incertidumbre y su valoración, son elementos que permitirán precisar su incidencia, y por tanto su repercusión en las cuentas anuales objeto de análisis.

Dentro de los hechos posteriores existen algunos denominados ciertos, ya que se conocen con precisión tanto su naturaleza como su valoración, mientras que en otras ocasiones faltan por conocer algunos factores, manteniéndose por tanto la incertidumbre en torno a ellos (hechos inciertos o estimados). En el caso de los hechos de naturaleza cierta, su valoración puede llevarse a cabo de forma razonable, pero en los hechos estimados existen una serie de circunstancias pendientes de ser concretadas, lo que entraña una notable dificultad para cuantificarlos, o por lo menos que dicha cuantificación no sea objeto de controversia. Por último, cuando no sea posible su valoración, el analista debe establecer unos límites máximos y mínimos entre los que puede oscilar aquélla, y que permitirán evaluar su repercusión.

Ahora bien, cuando la incertidumbre que rodea al hecho posterior no se refiere a la valoración, sino a la posibilidad de que suceda, debemos referirnos al grado de probabilidad de ocurrencia. Así pues, de acuerdo con el SFAS 5 (FASB, 1975), podemos distinguir entre:

- i. Hecho probable, cuando existe una posibilidad fundada (cercana al 100%) de que llegue a producirse.
- ii. Hecho razonablemente posible, cuando existe una cierta probabilidad (entre el 0% y el 100%) de que el hecho se produzca.

iii. Hecho remoto, si existe poca probabilidad (cerca al 0%) de que se produzca el hecho.

Esta clasificación resulta de indudable interés para el analista, ya que condicionará la inclusión o exclusión de un hecho específico en su análisis. Con el objetivo de sintetizar la incidencia que los distintos tipos de hechos posteriores tienen en las cuentas anuales, así como la consideración que de los mismos debe realizar el analista, en la tabla 2 hemos clasificado los hechos en *ajustables* y *no ajustables*, subdividiendo los primeros atendiendo a su posibilidad o dificultad de cuantificación.

Tabla 2
Efectos de los hechos posteriores en la información contable y en su análisis

TIPOS DE HECHOS POSTERIORES	VALORACION	TRATAMIENTO CONTABLE	CONSIDERACION POR EL ANALISTA
<i>Hechos ajustables:</i>			
Hechos ciertos cuantificables	Posible	Efecto en cuentas anuales	Ajuste en las cuentas anuales
Hechos ciertos cuyos efectos no se pueden cuantificar razonablemente	Difícil	Efecto solo en memoria	Fijar límites máximos y mínimos
Hechos probables estimables	Posible	Efecto en cuentas anuales	Ajuste en las cuentas anuales
Hechos probables con dificultad de estimación	Difícil	Efecto solo en memoria	Fijar límites máximos y mínimos
Hechos razonablemente posibles con posibilidad de estimación	Posible	Efecto solo en memoria	Ajuste en las cuentas anuales
Hechos razonablemente posibles sin poder estimarse razonablemente	Difícil	Efecto solo en memoria	Fijar límites máximos y mínimos
Hechos remotos	Difícil	Sin efecto alguno	No se considera
<i>Hechos no ajustables</i>	Posible	En informe de gestión	No se considera

La consideración de cada uno de los hechos posteriores en las cuentas anuales se encuentra sometida al tratamiento contable existente. Ello supone, en grandes líneas, que los hechos no ajustables no tienen incidencia en las cuentas anuales, mientras que los ajustables afectarán a los estados financieros. Sin embargo, en este último caso, su consideración difiere según sean hechos ciertos o probables (cuantificables), que se considerarán, en general, en el balance y/o en la cuenta de pérdidas y ganancias, o se trate de los otros grupos, cuyo tratamiento debe considerarse en la memoria, a excepción de los hechos remotos, que no se consideran.

A efectos de análisis, pensamos que han de tenerse en cuenta todos los hechos

anteriores, a excepción de los remotos que sean de difícil cuantificación. En el resto de los casos, su inclusión en las cuentas anuales o en el informe de gestión constituye una labor imprescindible, debiendo procederse a establecer unos límites máximos y mínimos de cuantificación en el caso de que las valoraciones no sean precisas.

Sin perjuicio de lo que acabamos de exponer, entendemos que la consideración de los hechos posteriores debe ir más lejos del propio tratamiento sugerido por la contabilidad. Es decir, pensamos que los hechos posteriores de carácter positivo, sin cabida en el estricto ámbito del conservadurismo contable, deben ser evaluados por el analista y, al menos, ser tomados en consideración a la hora de realizar sus pronósticos.

Ahora bien, resulta difícil precisar, en términos generales, si un hecho posterior debe considerarse o no en el análisis, ya que ello dependerá del tipo de estudio que se esté llevando a cabo. Con el objetivo de sintetizar la consideración que, en nuestra opinión, debe realizar el analista ante cada posible hecho posterior, presentamos en la tabla 3, en la que se ofrece si un hecho debe ser considerado o no ante tres importantes tipos de estudios: análisis de crecimiento, del riesgo económico y del riesgo financiero.

Tabla 3
Consideración de los hechos posteriores ante distintos tipos de análisis

TIPOS DE HECHOS POSTERIORES	ANÁLISIS DE CRECIMIENTO	RIESGO ECONOMICO	RIESGO FINANCIERO
Hechos ciertos estimables	SI	SI	SI
Hechos ciertos no estimables razonablemente	SI	SI	SI
Hechos positivos probables	SI	SI	NO
Hechos positivos razonablemente posibles	SI	NO	NO
Hechos positivos remotos	NO	NO	NO
Hechos negativos probables	SI	SI	SI
Hechos negativos razonablemente probables	SI	SI	SI
Hechos negativos remotos	NO	NO	NO

Una primera aproximación al tema permitirá afirmar que todos los hechos posteriores, tanto los ajustables como los no ajustables, deben ser considerados por el analista. El nivel de consideración de los mismos lo haremos atendiendo a si un hecho posterior es cierto, de naturaleza positiva o negativa.

En nuestra opinión, los hechos ciertos, cuantificados o con dificultad de realizar una estimación razonable, deben ser considerados en cualquier caso por el analista (siendo considerado su efecto en las cuentas anuales), procediendo en la medida de lo posible a su valoración (limitando cotas máximas y mínimas posibles, y trabajando a partir de dichos valores).

Por su parte, los hechos de naturaleza positiva pueden ser probables, razonablemente posibles y remotos. Entendemos que ninguno de ellos debe considerarse cuando se está estudiando el riesgo financiero de la empresa, ya que podrán tomarse decisiones de financiación erróneas si tales hechos no llegaran a producirse, y que podrán afectar de forma notable al apalancamiento financiero. Por otra parte, los hechos positivos probables sí deberán ser considerados cuando se estudia la posibilidad de crecimiento de la empresa o se analiza el riesgo económico, puesto que permiten valorar con mayor precisión la situación de apalancamiento operativo o decisiones relacionadas con políticas expansivas. En cuanto a los hechos positivos razonablemente posibles, su consideración a efectos de análisis del crecimiento puede aportar datos interesantes, pero a efectos de estudiar el riesgo económico no parece adecuado que determinadas decisiones de explotación se encuentren afectadas por estos hechos, cuyo grado de ocurrencia no está perfectamente determinado. Sin embargo, los hechos positivos remotos, por su escasa probabilidad de que se produzcan, no deben ser incluidos.

Por último, los hechos posteriores negativos tienen una consideración a efectos de análisis bien diferente a los de carácter positivo, aunque también pueden ser probables, razonablemente probables o remotos. Así pues, los hechos negativos remotos no deben ser incluidos, en nuestra opinión, en el análisis, debido al escaso grado de probabilidad de ocurrencia, mientras que los hechos negativos probables y los razonablemente posibles deben considerarse en todo tipo de análisis.

5. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN PREVISIONAL

5.1. Introducción

Una cuestión crucial del análisis de estados financieros es la posibilidad de pronosticar, en términos razonables, el comportamiento futuro de la empresa objeto

de análisis, no sólo por la necesidad de reducir la incertidumbre, como apunta Foster (1986, p.9), sino porque en realidad lo que el analista persigue es estimar tanto la solvencia como los resultados y dividendos futuros, que en definitiva determinarán el valor del negocio, pudiendo afirmarse que aquél sólo realiza un trabajo *acabado* cuando está en condiciones de aventurar predicciones con una base racional.

No obstante, la inclusión de información contable previsional constituye un fenómeno bastante atípico, siendo realmente extraño encontrar compañías que voluntariamente aporten algún tipo de pronósticos. Ante ello podemos preguntarnos ¿la preparación y publicación de información previsional es un objetivo deseable?, ¿sobre qué aspectos debería estar centrada?, ¿cuál es el papel del analista ante la información previsional?. Estas son algunas de las cuestiones que intentaremos abordar en las líneas siguientes.

Aunque la importancia de la información previsional es una cuestión históricamente reconocida, cabe señalar el fuerte espaldarazo recibido por dos documentos institucionales, uno norteamericano y emitido por el AICPA, el *Trueblood Report* (1973), y otro británico, publicado bajo los auspicios del ICAEW y conocido como *Corporate Report* (1975). El primero de ellos realizaba fuertes críticas al hecho de que los estados financieros informaran únicamente sobre actuaciones pasadas y de que no hicieran ningún tipo de referencia explícita sobre proyecciones futuras. En una línea similar, el *Corporate Report* insistía en la necesidad de ofrecer a los usuarios un complemento de información de carácter previsional, ante la probada insuficiencia de la convencional de carácter histórico para satisfacer las necesidades de los usuarios.

Sin embargo, y a pesar de que los argumentos que justifican la utilidad de la información previsional son de una solidez indiscutible, existen algunos razonamientos contrarios a su publicación. En general, la dirección de las empresas suelen ser reticentes a revelar sus pronósticos, debido al peligro que puede derivarse del hecho de ofrecer ventajas informativas a la competencia sobre sus planes futuros, si bien en contra de este argumento podría alegarse que si todas las empresas publicaran sus predicciones, el coste de tal revelación —en términos de desventaja competitiva— se vería compensado, y probablemente neutralizado, por el beneficio derivado de conocer las proyecciones futuras de sus competidores.

Otra razón que se invoca en contra de la publicación de información previsional es la posibilidad de que la propia empresa la manipule, de forma que parezca que los objetivos se alcanzan de forma satisfactoria, o que las previsiones publicadas sean más modestas de lo que en realidad se ha pronosticado. Por último, otros argumentos contrarios a la publicación de previsiones son la imposibilidad de ser auditada, por determinarse *ex ante*, la dificultad de exigir responsabilidades por publicar predicciones que en realidad se han incumplido y la enorme carga subjetiva en la que se basa, con

el riesgo de inducir errores de consideración en los usuarios y provocar con ello unas consecuencias económicas negativas.

En cuanto al proceso de predicción, no existe una técnica específica y generalizada, pues la metodología a emplear dependerá no sólo de la experiencia del analista, de su capacidad técnica y de los recursos disponibles, como escribe Rees (1990, p. 183), sino también del tipo de información previsional que se quiera obtener. No obstante, sí es posible identificar a trazo grueso un hilo conductor más o menos común, que como indica Fridson (1991, p. 117), consiste en emplear la técnica *top-down*, esto es, establecer inicialmente las oportunas hipótesis sobre condiciones económicas futuras, comportamiento previsible de los mercados y circunstancias sectoriales, para finalizar con una extensión de los patrones históricos de comportamiento y relaciones entre magnitudes de los estados financieros.

5.2. Diferentes categorías de información previsional

Bajo esta denominación de información previsional se recogen predicciones de muy diversa naturaleza y que abarcan una variada gama de modalidades, diferentes entre sí tanto por el propósito que se persigue como por la metodología empleada. A continuación, y sin ánimo de agotar todos los criterios, se caracterizan varios tipos de pronósticos y previsiones.

A) Por el grado de cobertura: previsiones *completas* y *de variables*.

Las previsiones *completas* constituyen la modalidad más acabada de información previsional, consistiendo en un proceso que finalmente cristaliza en la obtención de unos estados financieros previsionales o *pro forma*. Generalmente, se trata de proyecciones realizadas en el ámbito interno de la empresa, frecuentemente como un elemento del proceso presupuestario y no suelen darse a conocer al exterior, si bien, como apunta Gonzalo (1981), puede diferir de los presupuestos internos.

Frente a esta primera modalidad, las previsiones *de variables* se limitan a la predicción del comportamiento más probable de las magnitudes más significativas, como cifra de negocios, beneficios, beneficios por acción, reducción de pérdidas, cash flow, rentabilidades, PER, etc., o variación anual de éstas. Este tipo de pronósticos son los más extendidos, tanto por la sencillez que entraña su determinación como por tratarse de variables que contienen una información sintética muy importante⁷.

B) Por el método empleado: previsiones *mecánicas* y *no mecánicas*.

Las previsiones denominadas *mecánicas* son las que se realizan empleando modelos econométricos, basados fundamentalmente en información histórica de la

⁷ Schipper (1991) realiza una excelente descripción del trabajo realizado por los analistas en el proceso de emisión de este tipo de pronósticos.

propia empresa objeto de análisis y en los que el juicio del analista —salvo en el diseño de los modelos en sí, casi siempre de series temporales— no tiene cabida, siendo el método generalmente empleado en la investigación contable y financiera. Los modelos abarcan una variadísima gama, que van desde construcciones muy simples hasta complejas estimaciones de funciones de ingresos y costes.

Por el contrario, las previsiones *no mecánicas* suelen ser la aproximación comúnmente adoptada por los analistas y se basan ante todo en el criterio subjetivo de éstos, contando con un soporte informativo lo más amplio posible y en las que la experiencia juega un papel decisivo. La literatura contable ha reconocido de forma casi unánime la superioridad de las previsiones no mecánicas; así, los trabajos de Brown y Rozeff (1978), Fried y Givoly (1982) Brown, et al. (1987), y Lys y Soo (1995), entre otros, coinciden en reconocer como más certeras las predicciones de los analistas que las estimaciones mecánicas⁸.

C) Por el emisor del pronóstico: previsiones *de gerentes y de analistas*.

Los pronósticos realizados por las propias empresas son diferentes a los efectuados por los analistas financieros, tanto por el grado de información del que disponen unos y otros como por el objetivo que se persigue con su emisión. Con respecto a los emitidos por los gerentes y directores de las compañías, Penman (1980), Fried y Givoly (1982) y Givoly (1985), entre otros, coinciden en afirmar que no suelen ser producto de la casualidad, sino que probablemente obedezcan a una calculada estrategia de revelación de información que tiene muy en cuenta *en qué momento* emitir el pronóstico y *qué variables* han de ser las seleccionadas para su publicación.

Por el contrario, los pronósticos elaborados y emitidos por los analistas suele tener como finalidad estimar la evolución de magnitudes clave que permitan brindar recomendaciones de comprar, vender o mantener las acciones de las compañías cotizadas, y por tanto su finalidad es marcadamente profesional. En otros países existen empresas dedicadas a recopilar los pronósticos que los analistas del mercado realizan sobre las compañías cotizadas, obteniendo lo que comúnmente se denominan *pronósticos de consenso*, es decir, la estimación media realizada por el conjunto de los analistas. Este tipo de pronósticos son muy apreciados por los profesionales del análisis fundamental, que encuentran en los datos de consenso una valiosa referencia para elaborar y contrastar sus propios criterios⁹.

⁸ La única excepción es O'Brien (1988), que encuentra que los pronósticos realizados según modelos de series temporales univariantes son más acertados que el juicio de los analistas del mercado.

⁹ Las firmas más conocidas de recogida de pronósticos de analistas y posterior distribución de datos de consenso son Lynch, Jones & Ryan, que elabora el *IBES* (Institutional Brokers Estimate System); Standard & Poor's, que emite *The Earnings Forecaster* y Zacks Investment Research, que publica el *Icarus Service*.

D) Por el horizonte temporal elegido: previsiones *a corto plazo* y *a largo plazo*.

En general, la información previsional se realiza a largo plazo, contemplándose un horizonte temporal de varios ejercicios, y suelen adaptarse o revisarse, según Givoly (1985, p. 376), cuando se conocen determinadas variables, como inflación, tipos de interés o resultados trimestrales o anuales. Arnold y Moizer (1984) consideran que el 75% de los analistas establecen predicciones a un plazo superior a un año; sin embargo, la creciente volatilidad del entorno económico en el que actualmente operan las empresas hace que los pronósticos a muy largo plazo tengan poca credibilidad.

5.3. Oferta *versus* demanda de información previsional

Con relación a la publicación de información previsional, la regulación contable se limita a señalar su obligatoriedad en algunos casos muy concretos, si bien de una forma algo imprecisa, no sólo con respecto a su contenido, esto es, a las magnitudes que deben incluirse en las previsiones, sino también en lo referente a la cantidad y calidad que debe ser publicada.

Por centrar la oferta de información previsional en el ámbito de las empresas españolas, diremos que la II Directiva comunitaria establece la obligación de que las compañías cotizadas proporcionen información general sobre la tendencia de los negocios en el folleto para la admisión de acciones y obligaciones en las bolsas de valores de los estados miembros (esquemas A y B de la Directiva); en concreto, deben indicarse los hechos más significativos relacionados con la evolución de la producción, de las ventas, de los inventarios, de la cartera de pedidos, de los costes y de los precios de venta. Al hilo de lo establecido en esta Directiva, la Comisión Nacional del Mercado de Valores exige a las empresas que cotizan en las bolsas españolas que den a conocer las desviaciones entre los resultados actuales y los presupuestados, así como a revelar, si es posible, sus previsiones a un horizonte temporal de dos años.

También la IV Directiva dispone en su artículo 46 que las empresas deberán describir el desarrollo de sus operaciones e indicar la evolución previsible de la entidad, y en su versión española, el informe de gestión, regulado en el artículo 202 del TRLSA, establece que éste debe recoger, entre otras informaciones, la evolución previsible de la empresa. Dada la indeterminación de la norma y la falta de concreción, no nos atreveríamos a afirmar que se trata de una verdadera información previsional, o al menos, de información de utilidad para los analistas¹⁰.

Por consiguiente, parece claro que la regulación contable española se ha limitado

¹⁰ En la memoria española del Plan General de Contabilidad (norma 30) existe una referencia a la información previsional, en la que se indica que en caso de distribución de dividendos a cuenta durante el ejercicio, deberá indicarse el importe de los mismos e incorporar el estado contable previsional formulado preceptivamente para poner de manifiesto la existencia de liquidez suficiente, sin establecer ningún modelo ni formato con el que cumplimentar esta obligación.

a señalar *cuándo* debe proporcionarse información previsional, sin pronunciarse respecto de su contenido, del horizonte temporal o de la forma de presentarla, de manera que lo que parece tratarse de una obligación, al menos en su apariencia, de hecho se convierte en un formalismo cuya cumplimentación es de carácter voluntario y discrecional.

Frente a esta oferta de información previsional, la demanda puede ser de una enorme variedad y diversidad. Aunque es difícil delimitar con precisión todas las variables y conceptos que puedan requerir los usuarios, la tabla 4 recoge una síntesis de sus posibles intereses informativos, basada en parte en los grupos de usuarios recogidos en el *Corporate Report* y en los intereses de éstos sobre las previsiones empresariales (ASC, 1975). Como puede comprobarse, la demanda de información es mucho más amplia y diversa que la oferta, existiendo un notable *gap* entre ambas que sólo se reduce si la empresa aporta voluntariamente datos previsionales o cuando los analistas elaboran sus propias previsiones.

Tabla 4
Grupos de usuarios e intereses sobre magnitudes previsionales

USUARIOS	INFORMACIÓN PREVISIONAL REQUERIDA
Inversores	Capacidad de generar beneficios Capacidad de pago de dividendos Inversiones futuras Capacidad de crecimiento
Acreedores	Capacidad de reembolso de las deudas Riesgos asumidos Previsiones de cash flows
Empleados	Capacidad de pago de salarios Nivel de empleo previsto Niveles de producción
Gobierno	Atenciones sociales previstas Capacidad de generar beneficios Nivel de empleo previsto
Analistas	Capacidad de generar beneficios Proyectos/diagnósticos financieros Riesgos asumidos Capacidad de endeudamiento
Público en general	Capacidad de generar beneficios Capacidad de crecimiento Inversiones futuras

5.4. El papel de la dirección y del analista ante la información previsional

En general, y como venimos afirmando, la información previsional publicada por las empresas suele ser muy escasa. Así, cuando la entidad se encuentra involucrada en un proceso de fusión, venta, ampliación de capital, reestructuración, etc., es frecuente encontrar en los informes anuales algunos pronósticos, que pueden ser interpretados tanto como el deseo de la empresa de ayudar al usuario en la formación de sus expectativas en circunstancias muy puntuales y relevantes, en las que la incertidumbre suele ser elevada, como la intención de legitimar decisiones trascendentes que pueden afectar a largo plazo a la compañía.

No obstante la escasez de oferta de información previsional, algunos trabajos empíricos han documentado algunas cuestiones de interés relativas a la oferta de información previsional, como recoge la tabla 5. Así, es posible afirmar que:

a) Las empresas que publican información previsional suelen presentar una mayor estabilidad en las magnitudes pronosticadas (ventas, resultados, etc.).

b) Por regla general, las grandes empresas tienen una mayor propensión a ofrecer datos previsionales que las de tamaño más reducido.

c) Normalmente, la oferta de información previsional suele consistir en "buenas noticias", es decir, cuando la compañía espera obtener buenos resultados en el futuro.

En España, García y Monterrey (1993), en un estudio realizado sobre 100 empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid para el ejercicio 1990, indicaron que el 20% de las empresas analizadas presentaban algún tipo de información previsional, encontrándose una estrecha relación entre ésta y el crecimiento de la cifra de negocios y la rentabilidad sobre recursos propios, siendo el sector siderúrgico el que con mayor frecuencia la ofrecía.

Tabla 5
Algunos trabajos empíricos sobre información previsional

AUTOR	OBJETO DEL TRABAJO	RESULTADOS OBTENIDOS
Gray (1978)	Analizar el alcance de la publicación de previsiones y las diferencias existentes entre países.	El nivel de publicación de información previsional es bajo y de naturaleza cualitativa. Existen diferencias entre los países europeos.
Imhoff (1978)	Analizar la posible existencia de características corporativas asociadas al nivel de publicación de información previsional.	Las empresas que publican información previsional presentan una mayor estabilidad temporal de la cifra de negocios.
Ruland (1979)	Relacionar la publicación de información previsional con el tamaño de la empresa.	Las empresas de mayor tamaño tienen una mayor propensión a suministrar información previsional.
Penman (1980)	Analizar el impacto causado por la publicación de pronósticos de resultados.	Las empresas que publican pronósticos de resultados suelen ser las que atraviesan por buenos momentos en sus negocios.
Lev y Penman (1980)	Analizar el comportamiento de los precios bursátiles antes de la publicación o no de pronósticos de resultados.	Aunque a veces los pronósticos provocan revisiones a la baja de los precios, en general aumentan el valor de las acciones.
Waymire (1985)	Réplica del trabajo de Imhoff (1978).	Obtiene resultados muy similares a los de Imhoff (1978).
Day (1986)	Estudiar cuál es la información previsional más empleada por los analistas.	Las previsiones más utilizadas por los analistas son dividendos, PER, beneficios antes de impuestos y endeudamiento.

5.5. Análisis de la calidad de las previsiones

Una última cuestión ciertamente relevante con relación a la información previsional es el análisis de la calidad de ésta, es decir, la comparación entre los pronósticos realizados y los datos reales. En este sentido, indagar acerca de las causas que han originado desviaciones respecto de los pronósticos realizados a priori es un excelente ejercicio de aprendizaje para los analistas, pues aporta información útil para revestir de mayor acierto las previsiones que se realicen para ejercicios posteriores o las revisiones de aquéllas, en el caso de que ya se hubieran estimado.

No obstante, el análisis de las desviaciones puede ser enfocado desde

perspectivas distintas, y por tanto la valoración de éstas será diferente según quien hubiera realizado los pronósticos y en función de cuál sea la causa que explica en mayor medida la desviación, como se recoge de forma muy sintética y simplificada en la tabla 6. Así, cuando se trata de conocer las causas que motivaron los errores en los pronósticos realizados por el propio analista, éste debe considerar si tal desviación está ocasionada principalmente por factores externos, esto es, por modificaciones operadas en el entorno (tipos de interés, tipos de cambio, precios, etc.) o por cambios internos en la propia empresa objeto de análisis (productividad, costes, estructura financiera, etc.). Cuando se trate de desviaciones causadas por alteraciones del entorno, es posible que la dependa de éste más de lo esperado, por lo que el analista deberá tenerlos muy en cuenta a la hora de establecer nuevas predicciones. Por último, si las desviaciones han sido originadas por modificaciones en el negocio, el analista debe deducir que existen factores internos que no conoce suficientemente y que ha de considerar en futuras estimaciones; o sencillamente, pueden ser debidas a la presencia de componentes transitorios del resultado (ventas de inmovilizado, gastos o ingresos extraordinarios, etc.).

Por el contrario, si los pronósticos han sido realizados por la propia empresa objeto de análisis, la valoración de las desviaciones debe ser diferente. En la hipótesis de que dichos pronósticos no estuvieran sesgados de forma intencionada cuando fueron emitidos, si tienen su origen en modificaciones del entorno son un síntoma evidente de rigidez y falta de adaptación a éste, siendo entonces esencial la identificación de los factores de los cuales se depende. No obstante, si las desviaciones proceden de cambios operados en el negocio, el analista debe considerar, entre otras posibilidades, la presencia de componentes transitorios en el resultado, la existencia de factores internos que no fueron tomados en consideración cuando la empresa emitió las previsiones o el alisamiento y manipulación del resultado.

Tabla 6
Valoración por el analista de las desviaciones en pronósticos

PRONÓSTICO REALIZADO POR	ERROR DE PRONÓSTICO CAUSADO PRINCIPALMENTE POR	
	FACTORES EXTERNOS (cambios en el entorno)	FACTORES INTERNOS (cambios en el negocio)
Analista	<p>La empresa puede depender del entorno más de lo esperado por el analista. Identificar los elementos del entorno que crean dicha dependencia.</p> <p>En pronósticos futuros ha de tenerse muy en cuenta el análisis del entorno.</p>	<p>Existen factores internos no conocidos suficientemente por el analista. Identificar los factores clave.</p> <p>En pronósticos futuros ha de obtenerse mayor y mejor información interna.</p> <p>Componentes no esperados del resultado.</p>
Empresa	<p>La empresa es poco flexible y no se adapta a los cambios en el entorno.</p> <p>En pronósticos futuros ha de tenerse muy en cuenta el análisis del entorno.</p>	<p>Componentes no esperados del resultado.</p> <p>Manipulación/alisamiento de resultados.</p> <p>Identificar elementos de la gestión que han provocado las desviaciones.</p>

6. ANALISIS DE LA INFORMACION VOLUNTARIA

Otro aspecto de interés consiste en el análisis de la información que es revelada de forma voluntaria por las empresas, esto es, la que se emite por encima de los requerimientos mínimos que establece la regulación contable. Ante este hecho, la primera consecuencia que debe extraer el analista es que tal voluntariedad no es un fenómeno puramente casual, sino que se trata de una *acción orientada* cuyo propósito es influir en la conducta de los usuarios y provocar en éstos una reacción concreta (García y Monterrey, 1993, p. 54), existiendo por tanto lo que Gibbins, et al. (1990) denominan una verdadera *política de revelación*. No obstante, su impacto dependerá, según Botosan (1994), de la

existencia o no de otras fuentes de información alternativas, de manera que la información discrecional será mejor valorada cuanto menores sean los datos disponibles sobre la compañía objeto de análisis¹¹.

Ante todo, ha de reconocerse que la política de revelación trazada por las empresas suele ser el fruto de un calculado análisis coste-beneficio; Verrecchia (1983, 1990), quizás el primer teórico de la revelación voluntaria, y más recientemente Palepu, et al. (1996, p.12-10), sostienen que los gerentes sólo aportarán información cuando las consecuencias positivas de su diseminación sean superiores a los costes que origina, entendiendo por tales no sólo los directamente asociados, como recogida de datos y preparación, sino otros menos visibles pero mucho más trascendentes, y que se derivan de desvelar la posición competitiva de las firmas. Pero con independencia de este hecho, la evidencia empírica ha demostrado de forma persistente que el tamaño es una variable decisiva para entender la política de revelación, de forma que por regla general, cuanto mayor es la empresa mayor suele ser también el volumen de información revelado¹².

Ahora bien, ¿qué razones justifican una oferta voluntaria de información, qué beneficios pueden obtener las empresas de tal conducta, y cuál debe ser la posición del analista ante este fenómeno?. La literatura contable enumera razones muy diversas para explicar este fenómeno, como veremos seguidamente. La hipótesis *clásica*, esto es, la que tradicionalmente se ha considerado como la causa más probable de la revelación discrecional e inicialmente ofrecida por Choi (1973), es que existe una correlación inversa entre información y coste de capital, de manera que cuanto mayor es el volumen de información dado a conocer por las empresas menor es la incertidumbre de los usuarios, pues de este modo se ayuda a inversores y acreedores a entender el riesgo del negocio. Por el contrario, un nivel inadecuado o incompleto de revelación puede concebirse como una prima en exceso sobre el coste de capital; Elliot y Jacobson (1994) lo ilustran como aparece en la figura 3.

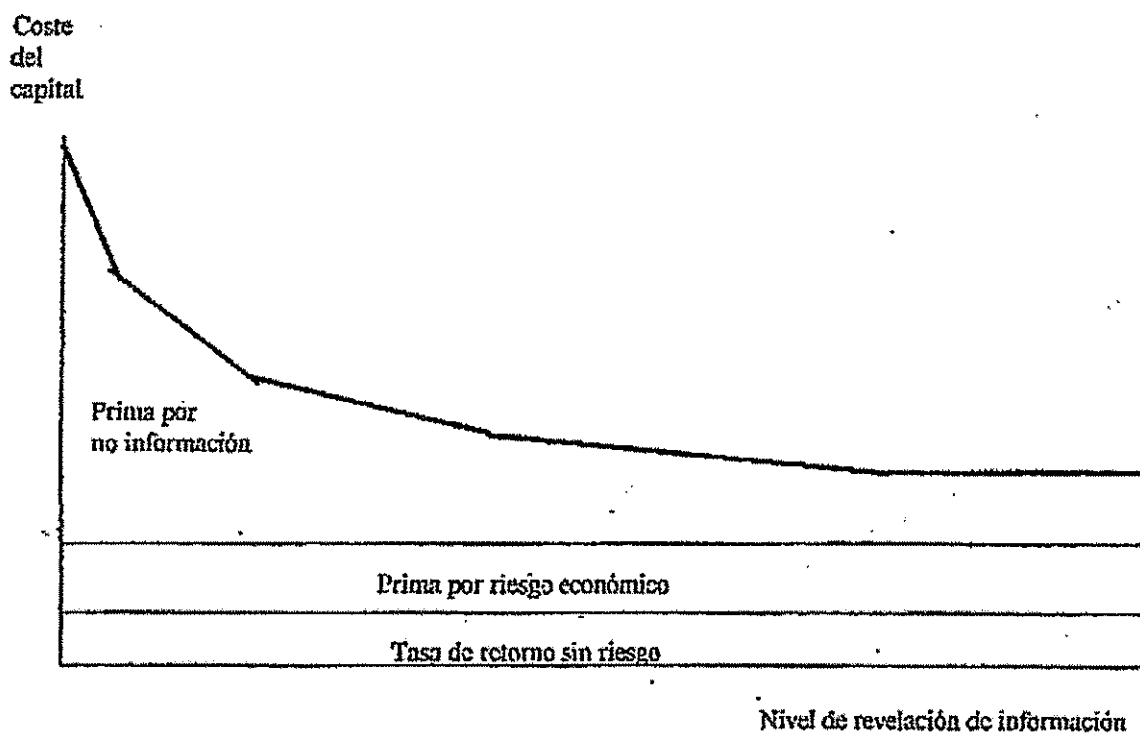
En el ideal, el mínimo coste de capital se conseguiría con la suma de la tasa de retorno sin riesgo más la prima por riesgo económico del negocio, de manera que todo lo que sea superar este umbral es consecuencia del nivel de información, pues la

¹¹ Lang y Lundholm (1995) demuestran que las empresas con mayor cantidad de información voluntaria son las más seguidas por los analistas del mercado de capitales, debido a que un elevado nivel de revelación atrae el interés de aquéllos, facilita su trabajo y favorece la reducción de los costes de análisis. También, un mayor volumen de información redundante en que los pronósticos realizados por los analistas sean más acertados y uniformes.

¹² Todos los trabajos que conocemos han documentado con gran precisión la correlación positiva entre dimensión y cantidad de datos revelados voluntariamente. Entre ellos cabe citar los de Buzby (1975) para Estados Unidos; Belkaoui y Kahl (1978) para Canadá; Firth (1979) para el Reino Unido; McNally, Eng y Hasseldine (1982) para Nueva Zelanda; Chow y Wong-Boren (1987) para México; Wallace (1988) para Nigeria; Cooke (1989) para Suecia; Camfferman (1991) para Holanda; García y Monterrey (1993) para España y Raffournier (1994) para Suiza.

única vía que tienen inversores y acreedores para analizar sus riesgos es la información. Cuando ésta no existe o es escasa, el inversor exigirá un elevado interés para protegerse de la incertidumbre, y a medida que su nivel mejora, el tipo de interés demandado será menor, si bien en un reciente trabajo empírico de Botosan (1994), sus resultados indican que el incremento en el nivel de revelación no reduce el coste del capital¹³.

Figura 3
Relación entre nivel de revelación y coste de capital



¹³ Ross (1979) y Lev y Penman (1990) han sugerido que la falta de información puede ser también interpretada como que ésta es la peor posible, justificándose así la *teórica* relación inversa entre revelación y coste de capital.

Sin embargo, la investigación contable más reciente ha identificado otras razones que también parecen explicar las causas de la revelación de datos adicionales por parte de las empresas. La búsqueda de financiación parece ser un poderoso incentivo para revelar emitir información voluntaria, a tenor de los trabajos de Healy y Palepu (1993), de carácter teórico, y de Frankel, et al. (1993), y Lang y Lundholm (1993), de corte empírico. En ellos se pone de manifiesto que las empresas necesitadas de financiación externa, en su propósito de atraer capitales, aportan datos de forma discrecional, generalmente previsionales y con un cierto sesgo optimista; el trasfondo de este comportamiento no es otro que el deseo de eliminar incertidumbres¹⁴.

El deseo de elevar el valor de las acciones de la empresa ha sido invocado por Lev y Penman (1990), y Healy, et al. (1996) como una razón para revelar datos voluntariamente, y verificado empíricamente. Para estos autores, cuando los gerentes poseen información que implica un valor de su empresa superior al que percibe el mercado y se refleja en las cotizaciones, procederán a diseminarla, con el propósito de corregir la infravaloración de las acciones.

También las malas noticias tienen su razón de ser. Skinner (1994) sostiene que aunque en general la revelación de información perjudicial no suele ser frecuente, es un hecho comprobado que las señales negativas (pérdidas, reducción de la cartera de pedidos, etc.) provoca una reacción a la baja en los precios bursátiles de una magnitud mucho mayor que los movimientos al alza cuando son positivas. Por esta razón, las empresas tienen incentivos para anticiparse a los acontecimientos y emitir malas noticias en el momento oportuno, es decir, cuando su conocimiento por el mercado produzca la menor disminución posible de los precios.

Por último, otras posibles razones para aportar información voluntaria son el deseo de mejorar la credibilidad, exhibiendo atributos corporativos como la capacidad exportadora (García y Monterrey, 1993) y la rentabilidad (Lang y Lundholm, 1993), o la búsqueda de una cierta legitimación, como la revelación de políticas de mejoras sociales en compañías con problemas laborales o la implantación de medidas medioambientales en empresas contaminantes (García y Monterrey, 1993).

En cuanto a la forma de comunicar este tipo de información, suele llevarse a cabo tanto de forma narrativa o cualitativa, empleándose para ello el informe de gestión o la carta del Presidente, como de forma cuantitativa; Skinner (1994) demuestra que las buenas noticias suelen ofrecerse en datos numéricos, que son más rotundos y sencillos de retener, mientras que las malas noticias suelen revelarse de forma descriptiva.

¹⁴ Curiosamente, el efecto *positivo* de la revelación voluntaria en los mercados de capitales, ya sea para reducir el coste del capital o para captar recursos financieros (cuanta más información, mejor), se convierte en *negativo* en los mercados de bienes y servicios por afectar a la posición competitiva (cuanta más información, peor).

Así pues, entendemos que a tenor de las causas que explican el fenómeno de la revelación voluntaria, la posición del analista debe consistir en indagar, para cada empresa en concreto, cuál o cuales son las razones que motivan la aportación de información adicional, e incorporarlo como un valioso elemento de apoyo para la formación de su juicio sobre la compañía objeto de análisis. Así, por ejemplo, la aportación discrecional de datos sobre pedidos futuros puede indicar que la cifra de negocio de la empresa analizada no experimentará un descenso, obteniendo así el analista una percepción favorable sobre el riesgo; o el conocimiento de planes futuros de inversiones, que el analista debe interpretar como un mantenimiento a largo plazo de la capacidad operativa de la empresa.

7. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN SEGMENTADA

La información por segmentos viene siendo considerada, desde hace tiempo, de gran utilidad para la toma de decisiones. La claridad que añade a la exposición de determinadas variables financieras ha sido una de sus principales ventajas, aunque también objeto de controversia.

En las últimas décadas se ha producido una importante diversificación de la actividad empresarial, que ha evolucionado de forma paralela a la expansión geográfica de las empresas. Ello ha motivado que, en ocasiones, la presentación global de la información financiera tuviera poca claridad, dada la heterogeneidad que puede existir entre las distintas divisiones y negocios de una empresa. Ello provocó la reacción de los usuarios, que desde finales de los años 60 comenzaron a demandar, principalmente en Estados Unidos, información más detallada sobre distintos segmentos de la empresa.

En general, podríamos decir que las empresas necesitan establecer algún criterio de segmentación que les permita dividir el todo en partes, con el objetivo de evaluar la viabilidad de determinadas políticas de empresa, o simplemente para analizar rentabilidad por líneas de producto o áreas geográficas. Dichos criterios permiten modelar los sistemas de información internos para suministrar a la dirección la base para la planificación y evaluación de los segmentos, permitiendo llevar a cabo análisis tan importantes como la evaluación del riesgo y del crecimiento, todo ello atendiendo al criterio de segmentación utilizado.

Es evidente que todas las empresas diversificadas utilizan la segmentación a nivel interno de toma de decisiones. Sin embargo, la publicación de dicha información suele ser un tema algo más delicado por las ventajas e inconvenientes que la misma presenta. Como aspectos positivos, se destacan la claridad de presentación, así como la posibilidad de resaltar aquellas magnitudes especialmente positivas para la empresa.

Sin embargo, el principal aspecto negativo es mostrar dicha información a la competencia, lo cual puede abrir expectativas a ésta para penetrar en mercados u ofertar productos altamente rentables o con clara proyección de futuro.

Desde un punto de vista financiero, la segmentación permite realizar ciertos procedimientos analíticos que suelen aportar información de gran relevancia. Podríamos decir que la información segmentada permite, de forma precisa, localizar los segmentos de mayor riesgo, así como los de mayor crecimiento. El hecho de disponer de información sobre la rentabilidad de los distintos segmentos, junto con los recursos comprometidos en ellos, facilita considerablemente la estimación del riesgo de la empresa. Reviste también gran interés conocer la contribución al beneficio de cada segmento frente a los cambios en el entorno económico como estimadores del riesgo global de la empresa.

Centrándonos en los criterios de segmentación más habituales, podríamos decir que la *segmentación por mercados* permite al analista considerar, valorar y, en cierta medida, predecir el efecto que sobre los segmentos tienen ciertas variables de tipo económico e incluso social y cultural de las distintas áreas geográficas en las que opera; todo ello le permite precisar la incidencia que potencialmente tienen dichos factores sobre los beneficios futuros de la empresa y sobre sus expectativas de consolidación en el mercado. Por otra parte, la *segmentación por productos* permite al analista conocer rentabilidades por productos o líneas de productos, oportunidades de crecimiento y grados de riesgo que se pueden asumir.

Ahora bien, ¿están las empresas obligadas a presentar dicha información?, ¿suele el analista segmentar la información o aparece ya segmentada por las empresas?. A nivel internacional existe un conjunto importante de normas relativas a esta cuestión (ONU, OCDE, IASC, ASC, FASB, etc.), algunas de las cuales son simples informes o recomendaciones, mientras que otras son de obligado cumplimiento.

Así pues, la mayoría de las normas internacionales sobre segmentación indican que debe informarse de las actividades que se desarrollan y de las áreas geográficas en las que opera. También es un rasgo importante destacar que las empresas pequeñas suelen estar exentas de este tipo de información, dirigiéndose básicamente al ámbito de las compañías diversificadas. En términos generales, las normas internacionales incluyen como magnitudes a segmentar, entre otras, los resultados y las ventas.

Situándonos a nivel europeo, la IV Directiva comunitaria indica en el artículo 43.1 que deberá desglosarse el importe neto de la cifra de negocios por categorías de actividades y por mercados geográficos, en la medida en que difieran entre sí de manera considerable. La VII Directiva, al establecer en el art. 34.8 el contenido de la memoria consolidada, se pronuncia en los mismos términos.

En España, las referencias a la información segmentada son bastante escuetas, pero están también presentes en nuestra normativa. Así, la Ley 19/1989 señala que "... en la memoria se debe incluir información segmentada por líneas de actividad o áreas geográficas, siempre y cuando ello no implique la posibilidad de ocasionar un daño grave para la empresa". Por su parte, el Plan General de Contabilidad exige que se desagregue el importe neto de la cifra de negocios correspondiente a las actividades ordinarias por categorías de actividades y por mercados geográficos, debiéndose justificar su omisión si por su naturaleza, esta información pudiera acarrear graves perjuicios a la empresa. Por último, las normas para la formación de cuentas en los grupos señalan que en la memoria consolidada deberá mostrarse información sobre el desglose de la cifra neta de negocios, por categoría de actividades y por mercados geográficos, siempre y cuando no acarree graves perjuicios a la entidad.

Como se desprende de lo expuesto, podemos concluir que en síntesis, la legislación mercantil española contempla, si bien de forma no completamente obligatoria, la presentación del importe neto de la cifra de negocios por segmentos de actividad industrial y por mercados geográficos como un componente de la memoria, siendo la legislación claramente reincidente en este punto.

Respecto a la investigación contable desplegada en torno a la información segmentada, existen algunos estudios empíricos que resaltan su utilidad. Los beneficios que se obtienen de ella han sido investigados empleando una variada gama de técnicas, encontrándose trabajos que van desde los que resaltan la importancia de su presentación hasta otros mucho más sofisticados que giran en torno a su utilidad. Así pues, en términos generales podríamos sintetizar que existe un conjunto de estudios que se centran en resaltar la capacidad predictiva de la información por segmentos y otros preocupados por analizar las reacciones del mercado ante dicha información. En la tabla 7 se recogen algunos de los principales trabajos empíricos relativos a esta cuestión.

Tabla 7
Estudios sobre información segmentada

AUTOR Y AÑO	ASPECTOS MAS DESTACABLES
Mautz (1968)	Los datos segmentados son relevantes para los inversores.
Backer y McFarland (1968)	La valoración del riesgo por los analistas financieros resulta más precisa utilizando información segmentada.
Stallman (1969)	Estudia el efecto de la revelación de información segmentada sobre el juicio del analista.
Kochanek (1975)	Analiza el impacto de la revelación voluntaria de información segmentada sobre el precio de las acciones.
Collins (1976)	Las predicciones basadas en datos segmentados son más precisas que las basadas en datos agregados. Este resultado se confirmó posteriormente en el trabajo de Emmanuel y Pick (1980).
Horowitz y Kolodry (1977)	El nivel de publicación de información segmentada no afecta al riesgo de mercado percibido por los inversores.
Emmanuel y Gray (1978)	La información segmentada es altamente valorada por los analistas financieros de Gran Bretaña.
Salamon y Dhaliwal (1980)	Estudian la relación entre el tamaño de la empresa y el nivel de información segmentada publicada.
Hopwood et al. (1982)	La utilización de datos segmentados no siempre mejora la seguridad de los pronósticos de los analistas.
Haller y Park (1994)	Estudia la adecuación de las prácticas alemanas de segmentación a las prácticas internacionales.

La capacidad predictiva se centra en destacar el mayor valor informativo que ofrecen los datos desagregados comparados con los datos globales¹⁵. Muchos estudios norteamericanos resaltan que las predicciones basadas en los beneficios segmentados son más precisas que las que se realizan utilizando las ventas por segmentos, aunque un punto de vista diferente es ofrecido por Emmanuel y Pick (1980) en su estudio con datos del Reino Unido. Otro tipo de estudios se centran en analizar cómo percibe el mercado la información publicada y los posibles efectos que se producen con su

¹⁵ En este sentido, pueden consultarse los trabajos de Kinney (1971), Collins (1976) y Baldwin (1984).

publicación. En general, se destaca que la valoración que el mercado asigna al riesgo disminuye al publicar información por segmentos¹⁶.

Desde el punto de vista del análisis de datos segmentados, cuando las empresas realizan actividades diferenciadas y no se presenta la información atendiendo a algún criterio de segmentación, la propia combinación de las actividades empresariales hace que se pierda la posibilidad de realizar ciertas consideraciones relacionadas con los distintos entornos en los que la empresa desarrolla su actividad. La compensación entre los distintos segmentos de la empresa resta riqueza a la presentación agregada, al no poder realizarse análisis individualizados por productos o mercados, como por ejemplo, la sustitución o incorporación de alguna combinación producto-mercado. Podríamos decir que la agregación puede enmascarar resultados de signo contrario, lo que da lugar, sin duda, a pérdidas importantes de información.

Como hemos indicado anteriormente, en España no existe una clara obligación de publicar este tipo de información. Sin embargo, su revelación voluntaria es bastante significativa, sobre todo atendiendo al criterio de segmentación por productos. García y Monterrey (1993), en un estudio realizado sobre 100 empresas cotizadas, verificaron que el 43% de éstas presentaban información por zonas geográficas, siendo las empresas del sector metal-mecánico y del sector comercio y servicios las que mayor propensión presentaban a revelar información segmentada por mercados. Por su parte, un porcentaje mayor de empresas (el 62%) informaban sobre datos segmentados por productos y/o actividades, siendo los sectores químico y papelerero, y comercio y servicios, los que en mayor medida presentaban este tipo de información.

La segmentación permite desagregar la información y conocer tanto las distintas oportunidades de rentabilidad como los diversos grados de riesgo ante los que se enfrenta cada segmento. No obstante, si bien es evidente que la interpretación de la información segmentada es necesaria para el analista, éste debe ser cuidadoso a la hora de encontrarse con información ya elaborada, al existir algunos puntos delicados, como son la identificación de segmentos, el método de imputación de costes comunes y el sistema de precios de transferencia. La modalidad elegida por la empresa para seleccionar los aspectos anteriores condicionará de forma importante los resultados presentados.

La identificación de los segmentos supone seleccionar distintas partes de la empresa que constituyan cada una de ellas unidades de información. Cada segmento debe recoger actividades cuyo comportamiento económico sea homogéneo y diferenciado del resto de segmentos. Aunque existen muchos criterios utilizables, la segmentación por productos y por mercados suele ser muy relevante para el analista.

¹⁶ Como sugieren los trabajos de Collins y Simmonds (1979) y Kochanek (1974).

La asignación de costes comunes suele constituir un problema importante en contabilidad, ya que ello supone encontrar una clave de reparto adecuada y consistente con los objetivos fijados. Como señala Thomas (1974), la mayor parte de los repartos de costes son arbitrarios, y por tanto, inútiles de cara a la toma de decisiones. Aunque existen muchos criterios de reparto basados en métodos pragmáticos (cimentados en las relaciones técnicas de los productos), en el análisis marginal (fundamentado en funciones de coste y de demanda de los productos), en programación matemática (analizando combinaciones de factores) y en la teoría de juegos (a través del efecto interacción entre los factores), todos ellos poseen importantes dosis de subjetividad. Por ello, el analista debe evitar el reparto siempre que pueda, lo que significa que su trabajo debe llevarse a cabo en dos etapas, una primera por segmentos, en la que se considerarán aquellos elementos asignables a los productos, y una segunda con datos agregados.

Un tercer problema a estudiar por su gran repercusión en el análisis financiero es el sistema de precios de transferencia utilizado en las transacciones internas. A estos efectos, entendemos que este tipo de operaciones entre segmentos debe ser valorado por el analista a precios de mercado, siempre que ello sea posible. De este modo se podrán obtener rentabilidades reales de los productos y su contribución a los objetivos generales de la empresa. Si se tratara de bienes que no tienen mercado exterior, el mejor precio interno sería el *cost plus*, es decir, el coste más un margen de beneficios. En nuestra opinión, dicho margen se determinaría distribuyendo el beneficio final entre los distintos segmentos en función del valor añadido por cada segmento.

Además de los tres puntos anteriores, es importante conocer qué tipo de información segmentada es útil para el analista, lo que dependerá de las necesidades de información de éste. En cuanto al balance, su segmentación total no tiene mucho sentido, ya que exigiría un reparto de todas las inversiones y financiaciones de la empresa. En general, los pasivos no podrán segmentarse, dada la imposibilidad práctica de conocer financiaciones específicas, pero sí es posible identificar algunos inmovilizados con segmentos concretos, aunque existirán activos que afecten a la empresa en su conjunto.

Por lo que se refiere a la cuenta de pérdidas y ganancias, la segmentación es más clara, afectando básicamente a los ingresos y gastos de explotación. Con respecto a los ingresos, su descomposición es de gran importancia, pues permite conocer la penetración en cada segmento y la contribución de cada uno de ellos a la generación de la cifra de negocios global. Con relación a los gastos, y con las reservas oportunas respecto de los precios de transferencia antes comentados, la asignación a segmentos concretos permitirá evaluar los márgenes obtenidos en cada uno de ellos y su participación en la cifra de resultados finales de la empresa.

8. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN PROCEDENTE DEL ENTORNO

La última cuestión es la relativa al análisis de la información no emitida por la propia empresa, pero que por su alcance e incidencia debe ser considerada por los analistas. Nos estamos refiriendo a lo que genéricamente pudiera denominarse *información procedente del entorno*, entre la que cabe destacar la de naturaleza macroeconómica, la de carácter sectorial, la surgida del mercado de capitales y los pronósticos realizados por otros analistas, si bien de esta última cuestión ya nos hemos ocupado con anterioridad, en el epígrafe dedicado a la información previsional.

Resulta evidente que el analista no puede ignorar el entorno económico, ya que la solvencia, rentabilidad, oportunidades de crecimiento, etc., no sólo son la resultante de las políticas y estrategias desarrolladas por cada empresa, sino también del escenario en el que éstas desarrollan su actividad. De aquí que un enfoque metodológico correcto pase por emplear la técnica *top-down* que apuntábamos en epígrafes anteriores, esto es, estudiar en primer lugar las condiciones macroeconómicas y las particularidades del sector en que opera la empresa, para descender posteriormente al análisis propiamente dicho de las cifras contables; sólo entonces es cuando el analista tendrá la oportunidad de constatar que la evolución temporal de no pocos ratios y magnitudes se explica mejor por el entorno del negocio que por la propia gestión de la empresa¹⁷. La tabla 8 ofrece, sin ánimo de agotar todas las posibilidades, las variables relacionadas con el entorno más relevantes, así como las circunstancias en las que su estudio pudiera ser más significativo.

Las circunstancias macroeconómicas han de tomarse muy en consideración si tenemos en cuenta que la evolución de la economía afecta a todas las empresas, si bien el grado de dependencia puede diferir entre compañías. Así, mientras la inflación se erige como un rasgo del entorno a estudiar en cualquier caso, otras variables, si bien afectan a todo tipo de empresas, inciden de forma específica y singular en algunas. Por ejemplo, parece razonable pensar que la evolución de los tipos de cambio o el riesgo político tienen unas especiales consecuencias económicas en compañías con presencia internacional, y que las firmas con un nivel significativo de endeudamiento o en crecimiento presentarán una capacidad financiera y unos resultados mucho más sensibles a los tipos de interés que otras que se financien con mayores dotaciones de recursos propios o más estabilizadas en cuanto a su estrategia de crecimiento.

Pero además, entendemos que el análisis del entorno debe abarcar también las particularidades del sector al que pertenece cada compañía. En efecto, aunque es evidente que todos los sectores están muy vinculados a las circunstancias económicas generales, algunos dependen de éstas más que otros, y por consiguiente, en

¹⁷En defensa de este enfoque *top down* y entre otros muchos trabajos, pueden consultarse, por su interés los de Brown y Ball (1967) y Stickney (1990).

determinados contextos se hace especialmente necesario contar con una importante información sectorial; no es casual que en el mercado bursátil cada analista se especialice en el seguimiento de empresas pertenecientes a un sector concreto, pues sólo conociendo éstos cabe hablar de calidad de análisis.

Tabla 8
VARIABLES relacionadas con el análisis del entorno

ANÁLISIS ENTORNO	VARIABLES MAS RELEVANTES CASOS CON INCIDENCIA ESPECIAL	
Circunstancias macroeconómicas	Tipos de cambio	En todo caso, pero especialmente en empresas exportadoras e importadoras
	Tipos de interés	En todo caso, pero en especial en firmas endeudadas/en crecimiento.
	Inflación	En todo caso
	Riesgo político	En empresas exportadoras e importadoras y multinacionales.
Aspectos sectoriales	Barreras de entrada al sector Análisis de productos/servicios	En sectores de oferta concentrada En oferentes de productos y servicios con ciclo de vida corto
	Análisis de precios	En sectores de oferta atomizada
	Producción y tecnología	En sectores con cambio tecnológico constante
	Análisis de la competencia	En sectores de oferta atomizada
Coyuntura bursátil	Precios bursátiles	Cuando existan empresas cotizadas comparables
	Nivel de contratación	Si la empresa analizada cotiza en el mercado
	Comportamiento del índice general	Si la empresa analizada cotiza en el mercado
	Comportamiento bursátil sector	Cuando existan empresas cotizadas comparables

En sectores de oferta concentrada, donde por regla general operan compañías con inmovilizados muy importantes y de ciclo de vida largo (electricidad, telecomunicaciones, etc.), y en los que la rentabilidad suele definirse fundamentalmente en términos de márgenes elevados¹⁸, ha de destacarse el estudio de las barreras de

¹⁸ En este sentido, puede consultarse el trabajo firmado por Sánchez Segura (1994) en el que investiga qué factores (margen, rotación o endeudamiento) son los que definen la rentabilidad de cada sector.

entrada, económicas o administrativas, existentes en ellos, pues de éstas depende el mantenimiento a medio y largo plazo de las condiciones económicas actuales.

A su vez, las compañías que operan en sectores de oferta atomizada, generalmente en mercados de productos de consumo masivos, muy competitivos, y que suelen definir su rentabilidad según la optimización de sus rotaciones, es esencial el estudio de los precios y de la competencia como paso previo a cualquier análisis. Por último, el examen de las circunstancias relativas a la producción, la tecnología y las actividades de investigación y desarrollo resulta especialmente recomendable en sectores en los que estos aspectos devienen en variables estratégicas decisivas a largo plazo.

No queremos finalizar este epígrafe sin hacer mención del entorno bursátil, no sólo necesario para analizar las compañías cotizadas, sino también muy interesante para encontrar valiosas referencias cuando sea posible comparar la empresa analizada con otra u otras admitidas a cotización. En estas circunstancias, el estudio de los precios bursátiles y su evolución temporal ayudará a explicar cómo el mercado percibe, y en consecuencia valora, los cambios operados en los resultados, el mantenimiento de un elevado nivel de éstos, o acontecimientos relevantes como fusiones, alianzas estratégicas, etc. También es interesante conocer la evolución bursátil del sector en el que opera la empresa, al objeto de establecer, si ello es posible, comparaciones con otras compañías similares, así como la evolución del índice general o los volúmenes de contratación y las variaciones de ambos.

9. RESUMEN Y CONCLUSIONES FINALES

Aunque habitualmente decimos que a través del análisis contable transformamos la información presentada por la empresa para que, basándonos en datos históricos, se favorezca la toma de decisiones, la realidad de las aulas suele ser algo diferente. La docencia en análisis contable está desarrollada fundamentalmente mediante la exposición de técnicas e instrumentos que ayudan a determinar y cuantificar los puntos básicos sobre los que descansa la opinión empresarial. Para ello utilizamos insistentemente la información contenida en el balance y en la cuenta de resultados; la memoria, como integrante de las cuentas anuales, se utiliza únicamente desde un punto de vista cuantitativo, esto es, analizando exclusivamente la información numérica contenida en ella e ignorando otros datos cualitativos que convenientemente explotados contienen una información muy valiosa.

Aunque es cierto que gran parte de nuestro tiempo en las aulas lo destinamos a interpretar instrumentos de análisis, en pocas ocasiones debatimos y reflexionamos sobre la información no numérica, no cuantificable. La razón de ello quizás haya que

buscarla en el hecho de que la denominada información narrativa resulta bastante indeterminada y etérea, y por tanto difícil de incorporar al trabajo del analista, al apartarse de nuestros esquemas convencionales.

En este artículo hemos realizado un recorrido por la información *previsional y cualitativa*, aunque tenemos nuestras dudas de si estaría mejor descrito bajo la denominación de información *complementaria*. Sin embargo, creemos que con ambos se recogen las ideas que hemos desarrollado en las páginas anteriores. Como punto de partida, hemos querido resaltar la importancia del informe de auditoría, poniendo especial énfasis en las consecuencias que de los diferentes tipos de informe pueden derivarse para el análisis.

A continuación hemos planteado la incidencia de la denominada información fuera de balance. Aunque se trata de una cuestión con muchos temas pendientes de resolver, hemos expuesto nuestra opinión sobre el impacto de las garantías, los compromisos y las obligaciones, así como los instrumentos financieros. Para el analista, se trata de una información muy valiosa a efectos de valorar el riesgo de la empresa.

El siguiente epígrafe lo hemos dedicado a resaltar el alcance y significación de los hechos posteriores, que en ocasiones, por su importancia pueden condicionar de forma muy significativa el juicio del analista. La información previsional ha sido el aspecto abordado con mayor detalle, ya que a nuestro juicio se trataba del más importante de todos los considerados. Con relación a la revelación voluntaria, hemos querido subrayar que se trata de una fuente de información algo más que espontánea, y que indagando en torno a las razones que empujan a las empresas a ofrecer datos de forma discrecional, el analista puede descubrir aspectos interesantes en las empresas analizadas.

Con referencia a la información segmentada, nuestra intención ha sido, al tiempo que ofrecer una visión panorámica de sus posibilidades a efectos de análisis, poner de manifiesto la dificultad que para el analista entraña operar con segmentos afectados por la discrecionalidad en su formación y por los precios de transferencia empleados. Por último, la información del entorno, cuya presencia no puede ser obviada por el analista, en la medida en que ya sea de forma débil o intensa, todas las empresas dependen de él, y resultaría incomprensible desplegar toda una tarea de análisis sin considerar el contexto en que aquéllas desarrollan su negocio.

Sólo nos resta la esperanza de que el contenido de este trabajo pueda aportar a sus lectores algunas ideas que, como manifestábamos en la introducción, son el fruto de años de dedicación a la docencia en Análisis Contable. En la medida en que así suceda, nuestro objetivo se habría cumplido.

BIBLIOGRAFÍA

ACCOUNTING STANDARD COMMITTEE (1990): "Segmental reporting". *Statement of Standard Accounting Practice n° 25*, IASC, Londres.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN, AECA (1991): "Provisiones, contingencias y acontecimientos posteriores al cierre de los estados financieros". *Documento 11*, AECA, Madrid.

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS, AICPA (1973): *The Trueblood Report*. AICPA, Nueva York.

_____ (1988): Reports on audited financial statement of auditing n° 58, AICPA, Nueva York.

ARNOLD, J. y MOIZER P. (1984): "A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares". *Accounting and Business Research*, Summer, p. 195-208.

AUDITING PRACTICES BOARD, APB (1993): "Auditor's report on financial statements". *Statement of Auditing Standards n° 60*, APB, Londres.

AUSTRALIAN ACCOUNTING RESEARCH FOUNDATION, AARF (1994): "The auditor's report on financial statements". *Statement of Auditing Practice n° 3*, AARF, Sydney.

BACKER, A. y MCFARLAND J. (1968): *External reporting for segments of a business*. National Association of Accountants, Montvale, New Jersey.

BALDWIN, B.A. (1984): "Segment earnings disclosure and the ability of security analysts to forecast earnings per share". *The Accounting Review*, July, p. 376-389.

BOTOSAN, C. A. (1994): "The impact of annual report disclosure level on investor base and the cost of equity capital". *Working paper*, University of Michigan, February.

BROWN, P. y BALL R. (1967): "Some preliminary findings on the association between the earnings of a firm, its industry and the economy". *Journal of Accounting Research*, Supl., p. 55-77.

BROWN, L.D. y ROZEFF M. S. , (1978): "The superiority of analysts forecasts as measures of expectations: evidence from earnings". *Journal of Finance*, March, p. 1-16.

BROWN, L.D., GRIFFIN P.A., HAGERMAN R.L. y ZMIJEWSKI M.E. (1987): "An evaluation of the alternative proxies for the market's assessment of unexpected earnings". *Journal of Accounting and Economics*, March, p. 159-193.

BUZBY, S.L. (1975): "Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure". *Journal of Accounting Research*, Spring, p. 16-37.

CAMFFERMAN, K. (1991): "Some aspects of voluntary disclosure". Comunicación al XIV Congreso de la European Accounting Association, Maastricht, April.

CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (1988): *Report of the Commission to study the public expectations of audits (Comisión McDonald)*. CICA, Toronto.

CHOI, F.D.S. (1983): "Financial disclosure in relation to a firm's capital costs". *Accounting and Business Research*, Autumn, p. 282-292.

CHOW, C.W. y WONG-BOREN A. (1987): "Voluntary financial disclosure by Mexican corporations". *The Accounting Review*, July, p. 533-541.

CEA GARCÍA, J.L. (1995): "Panorámica contable de los nuevos instrumentos financieros". *Perspectivas del Sistema Financiero*, n° 150, p. 142-179.

COLLINS, D.W. (1976): "Predicting earnings with sub-entity data: Some further evidence". *Journal of Accounting Research*, Spring.

COLLINS, D.W. y SIMMONDS R., (1979): "SEC line of business disclosure and market risk adjustments". *Journal of Accounting Research*, Autumn.

- COOKE, T.E. (1989): "Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies". *Accounting and Business Research*, Spring, p. 113-124.
- ELLIOT, R.K. y JACOBSON P.D. (1994): "Costs and benefits of business information disclosure". *Accounting Horizons*, December, p. 80-96.
- EMMANUEL, C.R. y PICK R. (1980): "The predictive ability of the UK segment reports". *Journal of Business Finance and Accounting*, Summer.
- EMMANUEL, C.R. y GARROD N. (1994): "Segmental reporting in the UK. How does SSAP 25 stand up to international comparison?". *European Accounting Review*, vol. 3, p. 547-562.
- EMMANUEL, C.R. y GRAY S.J. (1978): "Segmental disclosures by multibusiness multinational companies: A proposal". *Accounting and Business Research*, Summer, p. 169-177.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (1975): "Accounting for contingencies". *Statement of Financial Accounting Standards n°25*, FASB Stamford, Connecticut.
- _____ (1976): "Financial reporting for segments of a business enterprise". *Statement of Financial Accounting Standards n°14*, FASB Stamford, Connecticut.
- FIRTH, M. (1979): "The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports". *Accounting and Business Research*, Autumn, p. 273-280.
- FOSTER, G. (1986): *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall International, Londres.
- FRANKEL, R., MCNICHOLS M.F. y WILSON G.P. (1993): "Discretionary disclosure and external financing". *Working paper*, Harvard University.
- FRIDSON, M.S. (1990): *Financial Statement Analysis. A Practitioner's Guide*. John Wiley & Sons, New York.
- FRIED, D. y GIVOLY D. (1982): "Financial analysts' forecasts of earnings: A better surrogate for market expectations". *Journal of Accounting and Economics*, October, p. 85-107.
- GARCÍA BENAÚ, M.A. y MONTERREY MAYORAL J. (1993): "La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en Bolsa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, enero-marzo, p. 53-70.
- _____ (1994): "La Memoria: aspectos normativos y positivos". *Partida Doble*, p. 23-31.
- GIBBINS, M., RICHARDSON A., y WATERHOUSE J. (1990): "The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and processes". *Journal of Accounting Research*, Spring, p. 121-143.
- GIVOLY, D. (1985): "The formation of earnings expectations". *The Accounting Review*, July, p. 372-386.
- GONZALO ANGULO, J.A. (1981): "Tendencias de la información financiera empresarial". *Revista Técnica del ICJCE*, n°4, p. 19-40.
- GROSSMAN, S. (1981): "The informational role of warranties and private disclosure about product quality". *Journal of Law and Economics*, December, p. 461-483.
- HALLER, A. y PARK P. (1994): "Regulation and practice of segmental reporting in Germany". *European Accounting Review*, vol. 3, p. 53-70.
- HARTHERLY, D. y SKUSE J. (1991): "Audit Report". En *Current Issues in Auditing*, Paul Chapman Publishing, Londres.
- HEALY, P.M., HUTTON A.P. y PALEPU K.G. (1996): "Do firms benefit from expanded voluntary disclosure?". *Working paper*, Harvard University, Septiembre.
- HEALY, P.M. y PALEPU K.G. (1993): "The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices". *Accounting Horizons*, March, p. 1-11.
- HOPWOOD, W., NEWBOLD C. y SILHAN, P. (1982): "The potential for gains in predictive ability through disaggregation: Segmented annual earnings". *Journal of Accounting Research*, Autumn, p. 724-732.

- HOROWITZ, B. y KOLODRY R. (1977): "Line of business reporting and security prices: An analysis of an SEC disclosure rule". *Bell Journal of Economics*, Spring, p. 234-249.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS OF ENGLAND AND WALES (1975): "*The Corporate Report*". ICAEW, Londres.
- INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (1991): *Normas Técnicas de Auditoría*. ICAC, BOICAC nº 4.
- _____ (1992): Resolución de 16 de diciembre de 1992: *Norma Técnica sobre hechos posteriores*. ICAC, BOICAC nº 11.
- KELLY, G.J. (1994): "Unregulated segment reporting: Australian evidence". *British Accounting Review*, vol. 19, p. 50-77.
- KINNEY, W.R. (1971): "Predicting earnings: Entity versus subentity data". *Journal of Accounting Research*, Spring.
- KOCHANEK, R.F. (1974): "Segmental financial disclosures by diversified firms and security prices". *The Accounting Review*, April.
- LANG, M.A. y LUNDHOLM R. (1993): "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures". *Journal of Accounting Research*, Autumn, p. 246-271.
- _____ (1995): "Corporate disclosure policy and analysts". *Working paper*, University of Michigan, May.
- LEV, B. y PENMAN S.H. (1990): "Voluntary forecast disclosure, non disclosure, and stock prices". *Journal of Accounting Research*, Spring, p. 49-76.
- LYS, T. y SOO L.G. (1995): "Analysts' forecast precision as a response to competition". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Autumn, p. 751-765.
- MCNALLY, G.M., ENG L.H., y HASSELDINE C.R. (1982): "Corporate financial reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information". *Accounting and Business Research*, Winter, p. 11-20.
- MILLER, J.R., REED S.A., y STRAWSER R. (1993): "Bank loan officer's perceptions of the new audit report". *Accounting Horizons*, March, p. 39-52.
- MOLVAR, R.H.D. y GREEN J.F. (1995): "The question of derivatives". *Journal of Accountancy*, March, p. 55-61.
- O'BRIEN, P. (1988): "Analysts' forecasts as earnings expectations". *Journal of Accounting and Economics*, January, p. 53-83.
- OCDE (1988): *New financial instruments. Disclosure and accounting*. Paris, OCDE.
- PALEPU, K., BERNARD V., y HEALY P. (1996): *Business analysis and valuation: Using financial statements*. South-Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio.
- PENMAN, S.H. (1980): "An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts". *Journal of Accounting Research*, Spring, p. 132-160.
- RAFFOURNIER, B. (1994): "The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies". Comunicación presentada al XVII Congreso de la European Accounting Association, Venecia, April.
- REES, B. (1990): *Financial Analysis*. Prentice Hall, Londres.
- SALAMON, G.L. y DHALIWAL D.S. (1980): "Company size and financial disclosure requirements with evidence from the segmental reporting issue". *Journal of Business Finance and Accounting*, Winter, p. 555-568.
- SÁNCHEZ SEGURA, A. (1994): "La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española. Análisis de los factores determinantes". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Enero-Marzo, p. 159-179.

- SCHIPPER, K. (1991): "Analysts' forecasts". *Accounting Horizons*, December, p. 105-121.
- SKINNER, D.J. (1994): "Why firms voluntarily disclose bad news". *Journal of Accounting Research*, Spring, p. 38-60.
- STICKNEY, C.P. (1990): *Financial Statement Analysis. A Strategic Perspective*. Harcourt, Brace, Jovanovich, Inc., New York.
- URÍAS VALIENTE, J. (1992): *Análisis de estados financieros*. McGraw-Hill, Madrid.
- VERRECCHIA, R.E. (1983): "Discretionary disclosure". *Journal of Accounting and Economics*, December, p. 179-194.
- (1990): "Endogenous proprietary costs through firm interdependence". *Journal of Accounting and Economics*, January, p. 245-250.
- WALLACE, R.S.O. (1988): "Corporate financial reporting in Nigeria". *Accounting and Business Research*, Autumn, p. 352-362.