

**UNA ESTRATEGIA DOCENTE PARA EL ANÁLISIS  
DE ESTADOS FINANCIEROS<sup>1</sup>**  
(*A Educational Strategy for Financial Statement Analysis*)

Juan Monterrey Mayoral  
Catedrático de la Universidad de Extremadura  
Amparo Sánchez Segura  
Profesor Titular de Escuela de la Universidad de Extremadura  
Carmen Pineda González  
Profesor Titular de Escuela de la Universidad de Extremadura

**RESUMEN**

*El presente trabajo tiene por objeto describir y analizar una estrategia para la docencia en Análisis de Estados Financieros, que desde una perspectiva interdisciplinar, contempla de manera integrada los objetivos de la materia, sus bases conceptuales y los aspectos operativos de su enseñanza, desde el punto de vista de sus autores y de la experiencia acumulada a lo largo de varios años de docencia en la materia.*  
**Palabras clave:** *docencia, análisis de estados financieros.*

**ABSTRACT**

*The aim of this paper is to describe and analyse a strategy for teaching financial statement analysis. Using an interdisciplinary perspective, and drawing on the authors' experiences over several years of teaching in the subject area, the paper looks in an integrated manner at the objectives of financial statement analysis, its conceptual basis and a number of operational issues regarding its teaching.*  
**Key words:** *teaching, financial statement analysis.*

---

<sup>1</sup> El presente trabajo forma parte de los resultados del Proyecto PB98-0415, de la DGICYT del Ministerio de Educación. Los autores agradecen la ayuda recibida así como los acertados comentarios de un evaluador anónimo.

## 1. INTRODUCCIÓN

El propósito de este trabajo es describir y examinar la que, a nuestro modo de ver, es la estrategia docente más idónea para la enseñanza del Análisis de Estados Financieros. Nuestra idea acerca de cómo debe ser la enseñanza de esta materia es el fruto de la reflexión y la experiencia acumulada a lo largo de nuestros años de docencia, así como de la discusión e intercambio de ideas sobre la naturaleza del Análisis de Estados Financieros y la forma más eficiente de transmitirlo.

El diseño de la mencionada estrategia lo basamos en tres pilares fundamentales. El primero de ellos es el formado por los objetivos generales que deben regir la enseñanza del “Análisis de Estados Financieros”; el segundo lo constituyen las bases conceptuales sobre las que debe descansar la disciplina, y el tercer elemento lo conforman las bases operativas, es decir, las características que deben presidir e inspirar el estilo de enseñanza de la materia que nos ocupa.

## 2. OBJETIVOS PRIMARIOS DE LA DOCENCIA EN ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

En primer lugar, resulta evidente que la enseñanza universitaria de cualquier disciplina debe hacer explícitos de manera clara e inequívoca los objetivos docentes de la misma. En nuestra opinión, dicho objetivo consiste en analizar la *capacidad de creación de valor* que tiene una firma para sus accionistas, en un horizonte temporal largo, es decir, la capacidad de generar flujos netos de tesorería futuros para los accionistas. En efecto, y antes que cualquier otra consideración, entendemos que la creación de valor no es, como se suele aceptar, un objetivo, sino una *necesidad* de las empresas, una condición sin la que no es posible alcanzar ninguno de los fines y metas que aquellas puedan plantearse, puesto que la no consecución de este objetivo general de creación de valor pone en peligro la propia supervivencia de la firma y, por tanto, cualquier otro objetivo económico, social, etc. que se pueda establecer. En consecuencia, todo nuestro planteamiento docente estará orientado hacia el análisis de este requisito básico, y además, desde la perspectiva del largo plazo.

El cumplimiento de este objetivo de creación de valor requiere la obtención de una rentabilidad superior al coste de los recursos invertidos<sup>2</sup>. Esto supone, por tanto, analizar la rentabilidad obtenida por los accionistas y el coste de los capitales propios.

---

<sup>2</sup> Sobre el concepto de creación de valor y su medida pueden verse, entre otros, Fernández (2000), Íñiguez y Poveda (2001) y Bennett (2000).

En definitiva, y a manera de resumen, creemos que los atributos que manifiestan la capacidad de crear valor o generar recursos de una firma son la solvencia y la rentabilidad. Respecto a la primera, ha de reconocerse que por razones tales como el retraso de la información, la manipulación de los datos contables o la imperfección de las técnicas disponibles, es realmente difícil enjuiciar en qué medida una compañía es o no es solvente.

En este sentido, se podría decir que es relativamente sencillo descubrir en los estados financieros manifestaciones de solvencia y solidez financiera, pero no así la situación inversa, es decir, la existencia de problemas de tesorería. Así, numerosos textos anglosajones de Análisis de Estados Financieros, a diferencia de los españoles o franceses, por ejemplo, parecen ignorar la importancia del estudio de la solvencia, quizá como consecuencia de la imposibilidad de desplegar técnicas convincentes para su análisis, y se limitan, en el mejor de los casos, a introducir algunas pinceladas sobre la evaluación del riesgo. Así, la idea que subyace en estos textos es que las empresas que son rentables también son solventes, y a la inversa, las no rentables dejarán de ser solventes, lo que en nuestra opinión no siempre es cierto. Efectivamente, estas dos magnitudes están estrechamente vinculadas a largo plazo, ya que, para este horizonte, toda empresa rentable es también solvente, o de otro modo, la solvencia se ve comprometida cuando la rentabilidad no es suficiente de forma continuada. Sin embargo, a corto plazo, rentabilidad y solvencia no tienen por qué correr parejas, de forma que nos podemos encontrar con disfunciones en estos atributos que provocan la aparición de empresas solventes y no rentables y al contrario.

La rentabilidad, en especial la rentabilidad financiera o ROE (*return on equity*) es el segundo de los atributos primarios de la creación de valor. En este sentido, y en coherencia con el enfoque a largo plazo que anteriormente hemos manifestado, nos interesa de manera especial conocer no sólo su valor en un determinado momento, sino la medida en que las firmas consiguen un nivel permanente o persistente de rentabilidad. Es decir, alcanzar una determinada rentabilidad es condición necesaria, pero no suficiente: es preciso que ésta se mantenga estable en el tiempo.

Por último, nuestra percepción de la rentabilidad será siempre relativa, es decir, no medida de manera absoluta sino enjuiciada y apreciada con relación al riesgo del negocio. Así pues, no basta con obtener una determinada rentabilidad, sino que es necesario que ésta compense a los accionistas del riesgo que asumen al invertir en la compañía objeto de análisis.

De una forma más concreta, el estudio de la rentabilidad comenzará con el análisis de la rentabilidad económica como una forma de enjuiciar la gestión económica de las empresas (o de sus gerentes) así como sus determinantes fundamentales, rotación de activos y margen de beneficios. Sin embargo, la rentabilidad obtenida por los

accionistas no sólo depende de esa gestión económica o de los activos, sino también de la gestión financiera, es decir, de la gestión de sus pasivos. La influencia de esta gestión de los recursos financieros la estudiaremos a través del concepto de *leverage* o apalancamiento y los factores que lo determinan, esto es, el tipo impositivo, la importancia del resultado financiero en relación con el resultado de explotación y el efecto del endeudamiento de la compañía.

Con relación al segundo de los elementos determinantes de la creación de valor, el coste, como sabemos, depende del nivel de riesgo asumido por la compañía. En este sentido, podemos afirmar que el riesgo total de la empresa está formado por el riesgo operativo y el riesgo financiero. El primero, definido como la probabilidad de disminución del resultado de explotación en el futuro, o como la variabilidad de tal resultado, está determinado por factores de competencia en el sector tales como el tipo de demanda de los productos o servicios ofrecidos, la situación monopolística o de competencia que caracterice al sector, etc. Por riesgo financiero entendemos el riesgo de insolvencia de la compañía y estará determinado por la garantía que ofrecen los activos, la capacidad de generar recursos monetarios procedentes de las actividades ordinarias y, especialmente, la estructura financiera de la compañía. En este sentido, aunque la hipótesis de Modigliani y Miller (1958), sin duda una de las contribuciones más relevantes en las finanzas corporativas de la segunda mitad del siglo XX, propugna la irrelevancia de la estructura de capital, debemos ser conscientes de que la existencia de impuestos, relaciones de agencia, asimetrías informativas, costes de quiebra, etcétera<sup>3</sup> inciden sobre el nivel de riesgo de la compañía y, por tanto, sobre su coste de capital.

Finalmente, el estudio de la solvencia debe completarse con un análisis que contemple esta variable a más corto plazo. En este sentido, pensamos que la duración del ciclo de operaciones, como determinante del grado de liquidez de los activos de la compañía y su relación con los plazos medios de vencimiento de la deuda de operaciones, es un factor fundamental para enjuiciar la adecuación de la estructura financiera de la compañía.

El estudio de la solvencia y la rentabilidad se abordará mediante el análisis de la información contable. En este sentido, una opción bastante extendida es emplear los ratios como herramienta de análisis, si bien en nuestra opinión el valor numérico de éstos debe ser tomado con mucha cautela debido a los importantes problemas metodológicos que plantea su empleo<sup>4</sup>. Por esta razón, nuestro enfoque combina el empleo

---

<sup>3</sup> Sobre la relevancia de la estructura de capital y las características del mercado puede verse Welch (1997).

<sup>4</sup> Un excelente trabajo que ilustra los aspectos metodológicos del empleo de los ratios es el de Lev y Sunder (1979). Más recientemente, García-Ayuso (1994) ha recopilado y actualizado los citados aspectos y su aplicación empírica a nuestro país.

de los ratios con el examen y observación directa de los estados contables, como veremos seguidamente: la experiencia nos demuestra que, salvo excepciones, la mayoría de las empresas pueden ser analizadas mediante un examen detenido de sus estados contables, de manera que para un analista con formación y experiencia —que no es el caso de los alumnos—, la información que se desprende de los ratios sirve en ocasiones más para complementar y confirmar que para revelar nuevos aspectos de la compañía objeto de análisis.

La inspección directa de los estados contables, como acabamos de afirmar, aporta una utilidad extraordinaria y un gran valor añadido para el analista. En efecto, el examen de balance y cuenta de resultados, cuadro de financiación, información segmentada —si existe—, informes de gestión y de auditoría, etcétera, así como una atenta y detenida lectura de la memoria, proporcionan una información esencial que, convenientemente explotada, permite descubrir aspectos clave de la actuación de la empresa, su evolución temporal y detectar las principales fuentes de creación (o destrucción) de valor. En este sentido, los textos más recientes de análisis parecen abandonar propuestas exclusivamente cuantitativas y mecánicas para volver de nuevo a un enfoque que combina tanto las técnicas más recientes y avanzadas como un cuidadoso estudio de las magnitudes contables que se representan en los estados financieros<sup>5</sup>.

Ahora bien, entendemos que el examen de los estados contables debe realizarse desde una perspectiva crítica, que asuma como una tarea más enjuiciar la orientación contable de la firma que se estudia. En este sentido, nos parece fundamental dar a conocer a los alumnos cuestiones tales como la calidad de la información revelada por las empresas, la calidad de sus resultados o las bases conservadoras o agresivas sobre las que edifica su política contable, ya que estos elementos configurarán el *estilo*<sup>6</sup> de la información contable de cada compañía; tarea ésta no siempre sencilla, puesto que desde la información contable externa no siempre es posible identificar estos importantes aspectos.

Pero además, nuestra estrategia docente no puede olvidar en qué medida los aspectos organizativos y contractuales pueden afectar al análisis de una compañía. En este sentido, como señala Corral (1998, p. 96) “...en la empresa conviven grupos de sujetos con distintos intereses y diferente grado de información y poder, el objetivo asignado a los propietarios puede no ser compartido, necesariamente, por el resto de los colectivos. Así, por ejemplo, cuando la propiedad y el control de la empresa se encuentran separados, la dirección de la misma pudiera no identificarse con los inte-

---

<sup>5</sup> En este sentido, pueden consultarse los recientes manuales de Healy, Bernard y Palepu (1997), y Collins, Johnson y Revsine (1998).

<sup>6</sup> En expresión de Palepu (1994).

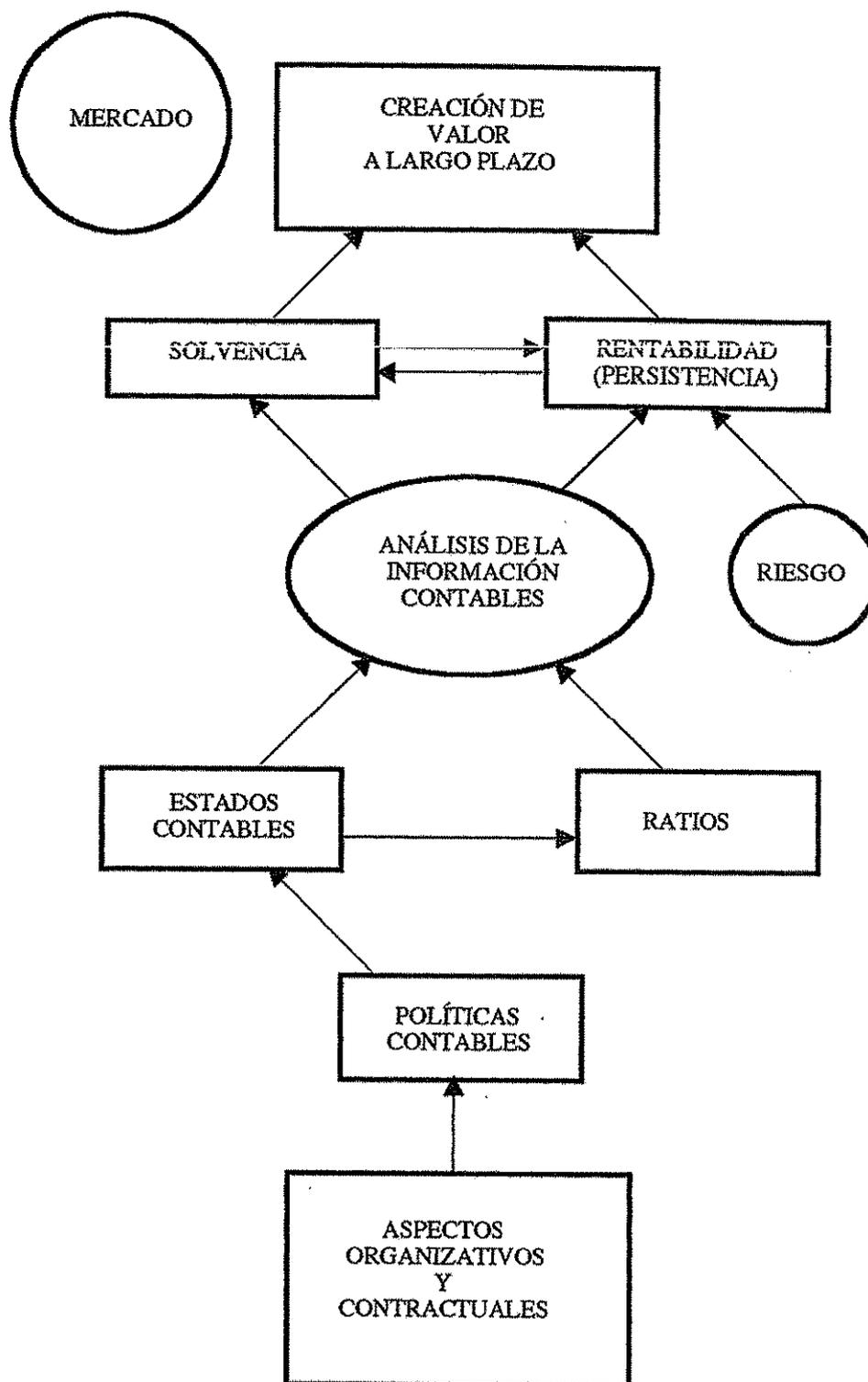
reses de los accionistas y actuar según el dictado de sus preferencias personales. A menudo, los directores-gerentes de las empresas parecen mostrarse más preocupados por su propia seguridad que por la riqueza de los accionistas, obedeciendo en su comportamiento más a pautas de satisfacción que de maximización y orientando sus decisiones hacia la búsqueda de un crecimiento sostenido de la empresa que garantice su continuidad al frente de la misma. Cabe suponer, sin embargo, que la dirección de la empresa aceptará el criterio de maximizar la riqueza de los accionistas en la medida que los sistemas de incentivos y penalización establecidos motiven un comportamiento de sus miembros que asuma como propio el interés de los accionistas". En definitiva, la existencia o no de relaciones de agencia y cómo se configuren éstas, la estructura de la propiedad, el gobierno de la firma y los mecanismos de control, por poner sólo algunos ejemplos, deben ser tomados en consideración para entender un gran número de decisiones corporativas que tienen su reflejo en las cuentas anuales. Así, un analista deberá percibir de manera diferente las políticas de dividendos, de revelación de información o de endeudamiento en una empresa con un elevado número de accionistas y separación de propiedad y gestión que en otra en la que la propiedad esté concentrada en manos de los propios directores.

Por otro lado, un adecuado enfoque docente debe insertar la enseñanza del Análisis de Estados Financieros en el contexto macroeconómico y sectorial en el que las compañías objeto de análisis llevan a cabo su actividad. En este sentido, se hace imprescindible examinar en qué medida el sector, y con él la firma, dependen de circunstancias económicas generales tales como situación del consumo, tipos de interés y otras variables que puedan ser relevantes. En cuanto al sector, el análisis de la situación competitiva, la existencia o no de barreras de entrada, la elasticidad de la demanda, la presencia de posibles productos sustitutivos, etc., son, por citar algunos, aspectos que necesariamente deben ser tomados en consideración y dados a conocer a los alumnos para aportar una visión completa y acabada de la disciplina.

Finalmente, dado el desarrollo experimentado en los últimos años por los mercados de capitales y las especiales características de las empresas con cotización bursátil, nos parece necesario abordar el estudio particular de dos herramientas fundamentales en el análisis específico de empresas con cotización bursátil, el ratio PER y el ratio *book-to-market* con el objetivo de poner de manifiesto las diferentes implicaciones de estos ratios y la relación entre el valor bursátil y las dos principales medidas emanadas del sistema contable: los resultados y el valor contable de los recursos propios.

Estos elementos, presentados de forma esquemática en la figura 1, conforman los contenidos que, a nuestro juicio, deben integrar un programa docente de Análisis de Estados Financieros, es decir, representan la estructura que da soporte al enfoque que sobre la docencia en Análisis de Estados Financieros que acabamos de analizar.

Figura 1



### 3. LAS BASES CONCEPTUALES DEL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

Una vez examinada la estructura de la docencia, el paso siguiente será exponer las bases conceptuales que inspiran nuestra manera de entender el Análisis de Estados Financieros. Así, las raíces intelectuales sobre las que descansa nuestra idea de la disciplina son las siguientes:

- a. Con relación a la dinámica de las **organizaciones**, la *teoría de la agencia* y en especial, la actuación en el propio interés, el consiguiente conflicto de intereses entre las partes implicadas de la organización y la asimetría de información.
- b. Con relación a la competencia en los **mercados**, el *darwinismo económico* y sus implicaciones en términos de adaptación y supervivencia.
- c. Respecto a los **sujetos** que adoptan decisiones con efectos económicos:
  - i. La descripción de la conducta de éstos con arreglo a las pautas del *modelo REM*, descrito por Jensen y Meckling (1994).
  - ii. La validez de la hipótesis de la *renta permanente*, inspirada en las teorías de Milton Friedman y caracterizada por Flavin (1981).
  - iii. La búsqueda de *equilibrio entre rentabilidad y riesgo*.
  - iv. La *no neutralidad de las políticas contables* de las compañías.

#### 3.1. La teoría de la agencia

Con la teoría de la agencia, Jensen y Meckling (1976) han proporcionado una estructura cómoda e idónea para analizar los conflictos de intereses entre las personas que integran una organización, tanto en el interior como en el exterior de las mismas. En efecto, la teoría de la agencia aporta explicaciones realmente útiles en cuyo marco es posible entender muchas de las decisiones que adoptan las compañías y que son relevantes para el Análisis de Estados Financieros.

Por regla general, existe la idea de que las relaciones de agencia únicamente tienen lugar entre propietarios situados en el exterior de las firmas y los gerentes de éstas, y que en consecuencia, no es posible extender el modelo de agencia allí donde no existe asimetría de información o separación de propiedad y control. Bien al contrario, el propio Jensen (1994) lamenta que su trabajo seminal de 1976 con William Meckling estuviera limitado al conflicto de intereses entre gerentes y propietarios, lo que ha ocasionado esta creencia errónea, y afirma que *los conflictos de intereses son fácilmente observables en el mundo que nos rodea*. Así, sostiene que la teoría de la agencia puede aplicarse perfectamente a numerosas situaciones empresariales en las que exista algún conflicto de esta naturaleza (en todas las organizaciones empresariales, añadiríamos

nosotros) entre algunas de las partes vinculadas, exista o no separación de funciones entre propiedad y gestión, como por ejemplo y entre otros muchos:

- a. Entre la empresa y sus acreedores.
- b. Entre accionistas y obligacionistas.
- c. Entre accionistas y consejeros.
- d. Entre trabajadores y dirección.

Por consiguiente, nuestro enfoque se basa en aceptar explícitamente la validez de la teoría de la agencia en la mayor parte de las compañías<sup>7</sup>, así como la existencia de lo que Jensen y Meckling (1976) denominan *principio de conservación del valor*, que para ellos constituye la fuerza básica que motiva a las partes en conflicto a minimizar los costes de agencia a través de la cooperación: auditoría, compensaciones salariales, acuerdos sobre endeudamiento, etc.

Una de las áreas básicas del Análisis de Estados Financieros en la que los conflictos de intereses entre accionistas y obligacionistas, y por ende, la teoría de la agencia, parecen ser especialmente relevantes es la decisión sobre reparto de dividendos. En esta misma área, tiene un impacto decisivo otro concepto vinculado directamente con la relación agente-principal: la asimetría de la información. Efectivamente, en numerosas ocasiones se toma la política de dividendos como una “señal”, cuyo objetivo será reducir la asimetría informativa, sobre las perspectivas que la gerencia tiene acerca de la capacidad de generar recursos en el futuro, de forma que un aumento menor de lo esperado o una disminución de dividendos frecuentemente se asocia a perspectivas futuras negativas por parte de la dirección<sup>8</sup>.

Otra área donde la teoría de la agencia tiene una presencia patente es el análisis de la calidad de las cifras contables. Efectivamente, en numerosas ocasiones la calidad contable se analiza en términos de cantidad de información presentada por las compañías y en este aspecto cobra especial relevancia el concepto de “revelación voluntaria”, es decir, la información que presentan las empresas y que no tienen carácter obligatorio. Pero esta revelación voluntaria se ha interpretado como un mecanismo de equilibrio, de resolución de conflictos, entre prestamistas, accionistas y gerencia de la compañía. Así, como señalan García y Monterrey (1993, p. 55) los agentes tienen incentivos para comunicar información discrecional en la medida en que la exhibición de los valores positivos de su gestión reduce la divergencia entre

---

<sup>7</sup> Incluso en el tamaño empresarial más reducido, sin separación entre propiedad y gestión y sin aparente conflicto de intereses con terceros, la lógica de las relaciones de agencia pueden explicar, por ejemplo, el comportamiento ante los impuestos de estas empresas muy pequeñas, en las que el conflicto de intereses, *de facto*, existe con las instituciones tributarias.

<sup>8</sup> Algunas publicaciones recientes en esta área son las de Fama y French (2001) y Lease *et al.* (2001), así como Espitia y Ruiz (1996a, 1996b), Fonseca (1997) y Pastor (2000) para el caso español.

su comportamiento real y el que esperan los principales de ellos, además de disminuir la asimetría de información.

### 3.2. El darwinismo económico

Los mercados competitivos en los que no existe ningún tipo de protección institucional se rigen por pautas de darwinismo, en el que finalmente las firmas ineficientes son expulsadas. No obstante, debemos tener en cuenta que esta afirmación inicial tiene severas limitaciones, lo que explica que en muchas situaciones las salidas del mercado sean más tardías o más traumáticas de lo deseable:

- a. En ocasiones, de la misma manera que existen barreras de entrada en un sector, pueden existir, y de hecho existen con gran frecuencia, barreras de salida que impiden o dificultan el abandono de los proyectos empresariales fracasados. La presencia de externalidades, de presiones políticas o de consideraciones sociales, por poner algunos ejemplos, son circunstancias que explican conductas a veces alejadas de la estricta racionalidad económica, pero naturales.
- b. Otras veces, las firmas ineficientes siguen presentes en los mercados como consecuencia de la existencia de una cierta miopía por parte de la gerencia, de la propiedad de la firma o de ambos. En efecto, como se ha documentado de manera muy precisa<sup>9</sup>, en numerosas ocasiones los inversores perciben las pérdidas o los resultados bajos y deprimidos como un fenómeno transitorio, ignorando la posibilidad de liquidar la compañía o adaptar los recursos disponibles a otros empleos alternativos más rentables.

### 3.3. Modelo REM (*Resourceful, Evaluative, Maximizing Model*) de Jensen y Meckling

Tradicionalmente, William Meckling y Michael Jensen proporcionaban a sus alumnos apuntes y documentos para el seguimiento de la asignatura que impartían, Organizaciones y Mercados, primero en Rochester y posteriormente Jensen en Harvard. Uno de estos manuscritos, *The Nature of Man*, elaborado y matizado a lo largo de muchos años a partir de un borrador escrito a principios de la década de los 70 y revisado más recientemente (Jensen y Meckling, 1997), del publicado en 1994, describe de modo admirable la idea central en torno a la que pivota su concepto de organización: la conducta humana es la que configura las organizaciones, y por ello resulta fundamental conocer y describir el comportamiento de los individuos.

---

<sup>9</sup> Ver, en este sentido, los trabajos de Berger, Ofek y Swary (1996), y Burgstahler y Dichev (1997).

En este trabajo se describen diferentes modelos de conducta humana propuestos en las ciencias sociales:

- Modelo *económico* o de maximización del dinero.
- Modelo *psicológico* o de la jerarquía de necesidades.
- Modelo *sociológico* o del victimismo social.
- Modelo *político* o del perfecto agente.

Sin embargo, para Jensen y Meckling, cada uno de estos modelos aporta una visión sólo parcial e incompleta de los individuos y en su sustitución proponen el modelo *REM* (*resourceful, evaluative, maximizing*). A grandes rasgos, el modelo considera que la conducta humana es:

- Ingeniosa (*resourceful*). Es decir, que los individuos son creativos y capaces de expandir sus oportunidades concibiendo cambios en su entorno y previniendo las consecuencias de tales cambios.
- Evaluadora (*evaluative*). La conducta humana se basa en la evaluación y se preocupa de todo tipo de cosas, incluyendo valores culturales (cultura, reglas de conducta, arte, música), valores morales (independencia, honor, situación del otro) y valores sociales (relaciones interpersonales, status, entorno). La persona procura hacer intercambios y sustituciones de unos elementos por otros, basándose para ello en la evaluación.
- Maximizadora (*maximizing*). Según esta característica, los individuos actúan para lograr el nivel más alto de valor posible bajo restricciones de riqueza, tiempo, leyes de la naturaleza y los límites de su propio conocimiento sobre bienes y oportunidades. En este aspecto, además, los deseos de las personas son ilimitados, siempre prefieren más a menos bienes, entendiendo por tales bienes cualquier tipo de cosa (aire, agua, pinturas...) o valor (amor, inmortalidad, honestidad...)

El modelo *económico*, que no es sino una versión reducida e incompleta del modelo *REM*, es asumido como guía en la mayor parte de los textos de Análisis de Estados Financieros. En este modelo se considera al individuo como un sujeto cuyo único objetivo es la maximización *mecánica* de su riqueza. Esta idea le lleva a centrar en el corto plazo todas sus actuaciones, sin que su conducta se vea acompañada de otros ingredientes inmateriales como prestigio, autoestima, preocupación por los demás, moralidad, honestidad, etc.

Para Jensen y Meckling, este modelo es asumido por muchos economistas por su gran simplicidad, y por esta razón, consideran que muchas críticas a la ciencia económica y al pensamiento económico tienen como fundamento esta errónea manera de percibir la conducta de los individuos.

En oposición a esta percepción exclusivamente económica, nuestro enfoque del Análisis de Estados Financieros descansará en el modelo *REM*. En efecto, muchas de

las decisiones de inversión y financiación de las empresas serían inexplicables desde una perspectiva estrictamente económica, que ignorara algo tan sencillo como que los individuos tienen una compleja escala de valores y que las preferencias no siempre son estrictamente monetarias. Para ilustrar la esencia de este modelo, Jensen y Meckling emplean un ejemplo tan curioso como real. En 1974, el gobierno federal de Estados Unidos impuso la limitación general de velocidad a un máximo de 55 millas por hora; la razón primordial que se esgrimió es que de esa manera se conseguía un notable ahorro de combustible en todo el país, si bien el mayor coste asociado a esta medida era la prolongación de los viajes, ya que el tiempo de los individuos tiene un valor<sup>10</sup>.

Sin embargo, muchos ciudadanos realizaron un correcto análisis coste-beneficio y percibieron que el aspecto negativo de la medida, la mayor tardanza en los desplazamientos por carretera, no se veía compensado por su vertiente positiva, el ahorro de combustible. Así, la alternativa estrictamente 'económica' para resolver este conflicto pasaba por emplear cualquier otro medio de transporte alternativo, como el tren o el avión, que a igual coste resolvía el problema del tiempo. Sin embargo, los ciudadanos no reaccionaron con arreglo a esta 'lógica económica', sino que lo hicieron de manera *ingeniosa*, con arreglo a las pautas del modelo REM: de inmediato se creó una nueva industria, la de las radios CB (*Citizen's band*), para detectar la localización de policías, radares de control de velocidad, etcétera, que de ser empleadas únicamente por los camioneros se extendió vertiginosamente a todos los conductores, pasando de 800.000 licencias de radio en 1973 a 12.500.000 licencias a finales de 1977. Así pues, a cambio de seguir conduciendo a velocidades superiores a 55 millas/hora, reduciendo e incluso eliminando la posibilidad de ser multados, muchos ciudadanos optaron por invertir entre 50 y 300 dólares en la adquisición de una radio.

En el modelo *sociológico* el individuo es una "víctima social", producto de su entorno cultural, incapaz de evaluar las consecuencias de las diferentes alternativas de acción y, en consecuencia, de adaptar su comportamiento a tales consecuencias, tan sólo acatan las normas establecidas. Por contra, el modelo REM analiza los costes y beneficios derivados de cada curso de acción y modifica su conducta de acuerdo con los resultados de su evaluación, lo que permitiría una evolución, un cambio, en el entorno cultural y social que el modelo sociológico es incapaz de explicar.

La jerarquía de las necesidades es el atributo básico del modelo *psicológico*. En él, el individuo tiene "necesidades", no apetencias o deseos, de manera que no trata de cubrir una necesidad si la anterior, más importante, no está completamente satisfecha. El problema que se plantea, sin embargo, es que esta jerarquía de necesidades no se puede apli-

---

<sup>10</sup> Para simplificar, se ignoran los efectos beneficiosos que esta medida puede ocasionar en términos de reducir los accidentes de tráfico.

car de forma general a todos los individuos, puesto que depende de sus preferencias, situación económica, etcétera. En el modelo REM, por el contrario, los intercambios no dependen de la cobertura de necesidades sino que un bien se demandará más o menos dependiendo de su coste, de su utilidad y de las preferencias de las personas.

El comportamiento en el modelo *político* se caracteriza por buscar el bien público sin considerar, en ningún caso, las preferencias de los individuos. De esta forma la persona se convierte en un “perfecto agente”, pues trata de maximizar las preferencias del principal aún a costa, si es necesario, de los propios intereses. No debemos, sin embargo, confundir el comportamiento del perfecto agente con el del individuo altruista, puesto que éste trata de maximizar sus propias preferencias mientras que el individuo “político” trata de maximizar las preferencias del resto de individuos. En el modelo REM no se rechaza la aparición de comportamientos altruistas que tienen en cuenta las preferencias personales.

En definitiva, el REM trata de capturar los elementos principales de los modelos económico, sociológico, psicológico y político presentando así una descripción más acabada de la racionalidad del comportamiento humano y facilita nuestra comprensión sobre cómo se relacionan y actúan las organizaciones.

El modelo REM describe satisfactoriamente, en nuestra opinión, la conducta de los individuos cuando adoptan decisiones empresariales, decisiones que se van a reflejar en los estados contables objeto de análisis. En este sentido, el modelo REM nos permite comprender que, por ejemplo, las prácticas de revelación contable estén presididas por un comportamiento adaptativo de las firmas, comunicando la información de manera calculada: una perspectiva estrictamente económica nunca explicaría, por ejemplo, el anuncio de “malas noticias”; sin embargo, muchos gerentes “ingeniosos” revelan voluntariamente informaciones desfavorables, eligiendo, eso sí, el momento en el que su difusión ocasionará el menor daño posible<sup>11</sup> (Skinner, 1994), es decir, evaluando los costes y beneficios de su actuación y alterando así el comportamiento habitual. Además, la evaluación de este daño se realizará desde la perspectiva de los intereses del gerente y sólo en la medida en que coincidan serán considerados los intereses de los accionistas. En el mismo sentido, las políticas de revelación de información previsional (García y Monterrey, 1997) pueden ser analizadas a la luz del modelo REM.

También en otras ocasiones contemplamos cómo un aumento de la tesorería de una compañía se ve acompañada de manera simultánea con una elevación del endeudamiento, comportamiento poco acorde con una estricta racionalidad económica, cuando la explicación en términos de modelo REM pudiera ser, sencillamente, la preferen-

---

<sup>11</sup> y reduciendo en la medida de lo posible el conflicto de intereses entre principal y agente cuando contemplamos la presentación de estas “malas nuevas” en términos de teoría de la agencia.

cia por la liquidez de los gerentes. Por último, las prácticas de contabilidad creativa consistentes en forzar los resultados más reducidos posibles, o *big bath*, son por completo absurdas y carentes de sentido si buscamos a esta conducta una explicación económica o política pura, pero naturales y coherentes desde la óptica del modelo REM. Aunque un modelo nunca puede describir de manera completa y exacta el comportamiento humano, el REM es, en nuestra opinión, el que mejor se aproxima. En definitiva, el Análisis de Estados Financieros debe asumir que ciertas decisiones tomadas por la compañía pueden no responder a un comportamiento racional desde el punto de vista económico o financiero, pero sí pueden ser explicadas a través del modelo REM.

### 3.4. La hipótesis de la renta permanente

Desde que Flavin (1981) caracterizara esta conocida hipótesis, numerosos comportamientos de los agentes económicos pueden ser explicados con arreglo a sus postulados. Sencillamente, la hipótesis de la renta permanente enuncia que el comportamiento de un consumidor individual está determinado por sus expectativas racionales sobre las rentas que percibirá en el futuro. Así, si un individuo, o una firma, estima que los recursos que obtendrá en el futuro serán superiores (inferiores) a los presentes, únicamente debería aumentar (reducir) su nivel de consumo si el aumento de recursos que obtendrá en periodos posteriores se consolida de modo permanente en el tiempo, es decir, si es *persistente*. En otras palabras, un sujeto, o una compañía, sólo debería modificar el nivel de los recursos aplicados (ya sea a consumo o inversión) si paralelamente se opera un cambio permanente, persistente, en el nivel de los recursos obtenidos.

La aplicación de esta hipótesis, es decir, el análisis inspirado en el concepto de *persistencia*, es realmente importante en el Análisis de Estados Financieros, en especial para enjuiciar las políticas de dividendos, las de inversión y su correlativa financiación. Efectivamente, el enjuiciamiento del nivel de rentabilidad, de la capacidad financiera o de las garantías ofrecidas por una compañía pasa, inevitablemente, por considerar la persistencia como factor clave. Desde esta óptica, y como anteriormente hemos afirmado al ocuparnos de la rentabilidad como atributo esencial de la capacidad de creación de valor de la firma, la persistencia debe ser uno de los elementos a los que debe prestarse una especial atención.

En este mismo sentido, cualquier análisis basado en el mercado de capitales debe tener como referente primario el concepto de persistencia, dada su influencia en la formación de precios de los títulos. De esta manera, la comprensión del concepto de persistencia es un requisito ineludible para entender, por ejemplo, el significado y las implicaciones de uno de los ratios bursátiles de más extendida utilización como es el ratio PER.

La formación de las cuentas anuales también asume el concepto de persistencia como factor determinante dado que, en una extrapolación al futuro, debemos discrimi-

nar cuidadosamente los componentes transitorios y permanentes en un intento de mejorar los pronósticos basados en datos históricos. No obstante, no podemos olvidar que esta hipótesis puede representar un importante incentivo de manipulación del resultado en forma de alisamiento y que el análisis de los estados financieros debe considerar esta posibilidad.

### 3.5. El equilibrio entre rentabilidad y riesgo

Un aspecto crucial del Análisis de Estados Financieros es la idea de existencia de equilibrio entre rentabilidad y riesgo. Esta cuestión, así manifestada o en términos de equilibrio media- varianza, ha sido uno de los fundamentos de la moderna Economía Financiera, y su aplicación en nuestra disciplina, expresado en los términos más simples, implica que:

- a. Salvo que existan rentas de monopolio, la obtención de una mayor rentabilidad por los inversores es a cambio de asumir mayores niveles de riesgo o, en sentido inverso, no se asumirá un riesgo adicional a menos que esté recompensado por una rentabilidad adicional.
- b. La preferencia de una mayor seguridad implica aceptar una penalización de la rentabilidad.
- c. No es correcto comparar la rentabilidad de dos compañías similares sin introducir el riesgo como elemento fundamental del análisis.

El problema es que no resulta sencillo describir el riesgo del negocio. En nuestra opinión, los subrogados del riesgo que suelen emplearse en la literatura contable y financiera (endeudamiento, inversa del tamaño, estabilidad temporal del resultado, etc.) son insuficientes para describir, por sí solos, el riesgo de las compañías. La aproximación que consideramos más adecuada es de carácter subjetivo y se basa fundamentalmente en dos ideas:

- i. El riesgo es *multidimensional*. Pensamos, en la misma línea que documentan Fama y French (1996), que no existe un único perfil de riesgo, ni un atributo único de éste para poder cuantificarlo, por lo que su percepción debe enjuiciarse combinando diversos elementos, que aporten una idea de conjunto y en la que debe tener un papel protagonista el análisis del riesgo que afecta al sector de manera genérica (condiciones competitivas, existencia de barreras de entrada, elasticidad de la demanda, tecnología, etc.), sin olvidar los elementos de riesgo propios de cada compañía (endeudamiento, concentración de la clientela o de la actividad, etc).
- ii. El riesgo debe ser analizado en términos de *probabilidades*. No se trata de cuantificar la distancia o cercanía a la obtención de pérdidas o a la insolvencia, sino de evaluar el grado en el que una compañía puede resultar afectada

por un cambio en las circunstancias en las que desarrolla su negocio, bien por causas internas o por factores relacionados con su posición competitiva.

De esta forma, el concepto de equilibrio entre rentabilidad y riesgo se convierte en un aspecto clave en temas de Análisis de Estados Financieros, tales como la valoración de los recursos propios de las compañías, donde la tasa de coste de capital, como rentabilidad mínima exigida por los accionistas y determinada por el riesgo asumido en la inversión desempeña un papel estelar en la representación. Un segundo escenario es el constituido por la necesidad de realizar comparaciones entre empresas en términos de rentabilidad financiera donde el riesgo asumido por cada compañía es un factor fundamental en tal proceso. Desde otro punto de vista, el equilibrio entre rentabilidad y riesgo también aparece en las decisiones de tesorería de las compañías, pues como sabemos una mayor inversión en tesorería minimiza las posibilidades de insolvencia a corto plazo pero penaliza la rentabilidad de la empresa.

### 3.6. No neutralidad de las políticas contables

Para Field, Lys y Vincent (2001, p. 3) “una elección contable es cualquier decisión cuyo objetivo principal es influir sobre el output de un sistema contable en una dirección concreta...” Cuando la dirección de una compañía diseña o elige su política contable, es decir, “el conjunto de métodos y procedimientos de reconocimiento, valoración y revelación de la información” (Monterrey et al., 1999, p. 9) que va presidir su proceso contable, puede hacerlo de manera *eficiente* con el fin de maximizar la eficacia de la información contable en su objetivo de apoyo a la toma de decisiones. Sin embargo, en muchas otras ocasiones, la actuación de las empresas y de sus gerentes en el orden contable no es, ni mucho menos, neutral, sino que se trata de una acción orientada cuyo propósito es ocasionar en los usuarios un determinado impacto que favorezca la realización de sus propios objetivos. Aparece así una elección contable *oportunist*a.

Sea como fuere, cuando las firmas trazan una determinada política contable y optan por unas u otras soluciones alternativas, solemos etiquetarlas de prácticas contables conservadoras o agresivas, según que de ellas se deduzca una propensión a anticipar o posponer resultados en el tiempo. En realidad, todas las políticas contables son la manifestación evidente de un comportamiento defensivo: las políticas conservadoras, para ‘ahorrar’ el reconocimiento de resultados, bien para poder exhibirlos cuando lleguen peores momentos, bien para evitar costes políticos, como evidencian Zimmerman (1983) y Zmijewski y Hagerman (1981), y las agresivas, para no reducir el nivel de aquellos y exhibir una ‘suficiente’ capacidad de generación de recursos que favorezca la percepción de la compañía, especialmente en el caso de las muy endeudadas (Watts, 1977; Sweeney, 1994) o por la existencia de planes de retribución de la dirección ligados a los beneficios de la compañía (Healy, 1985; Healy, Kang y Palepu, 1987).

En un entorno de mercados completos y perfectos un cambio de elección contable sería irrelevante puesto que, como señala Ticniç (1990) los usuarios de la información contable podrían distinguir si tales cambios reflejan factores económicos fundamentales que afectan a los *cash flows* o si procede simplemente de artificios contables, es decir, son cambios meramente “cosméticos”. En este sentido, trabajos como los pioneros de Kaplan y Roll (1972) y Ball (1972) hasta los más recientes de Harris y Ohlson (1990) o Ali, Hwang y Trombley (1999), en el ámbito de los mercados de capitales, parecen presentar evidencias de que el mercado ve “más allá” de las cifras contables y, por tanto, la elección contable no “engaña” a sus usuarios. Sin embargo, no menos extensa es la evidencia empírica que apoya la validez de la Hipótesis de Fijación Funcional<sup>12</sup>, según la cual “los individuos que toman decisiones no familiarizados con los métodos utilizados para obtener el output contable confían en la bottom line de las cifras contables sin prestar atención a los procedimientos utilizados para su obtención” (Ticniç, 1990, p. 783), lo que implica que los usuarios son incapaces de reconocer, distinguir y evaluar la influencia de cambios contables con implicaciones de valor de aquellos otros que no reflejan cambios en los niveles o riesgos de cash flow. Algunos trabajos que apoyan esta hipótesis son los de Hand (1990, 1991), Davis (1990), Sloan (1996) o Chen y Schoederbek (2000).

El efecto que esta elección tiene sobre las cifras contables conduce a la necesidad de que el Análisis de Estados Financieros realice un examen previo del tipo de política contable, agresiva o conservadora, diseñada en cada empresa y que debe ser tenida en consideración en el momento de realizar las comparaciones que nos permitan enjuiciar la situación de una compañía.

Pero además de la elección de las políticas contables debemos considerar un factor adicional: la manipulación contable, cuyo objetivo es tratar “la información para alterar de manera artificial lo que sería el resultado “natural” deducido o determinado con arreglo a la política contable trazada por la empresa” (Monterrey et al., 1999, p. 10). En realidad, el modelo REM antes expuesto explicaría por qué las compañías, en ocasiones, asumen lo que Bernstein (1996) denomina *riesgo contable* dando una respuesta ‘ingeniosa’, no mecánica, en el plano contable, que solemos identificar con prácticas de contabilidad creativa.

En definitiva, el Análisis de Estados Financieros debe asumir que la existencia de principios contables abiertos crea incentivos para ‘prefabricar’ el resultado contable, en acertada expresión de Cea (1994, p. 7), de manera que si esta realidad no se tiene en consideración, el análisis contable de las empresas puede resultar notablemente perjudicado, puesto que se ignoraría el impacto de las diferentes políticas contables, del alisamiento del resultado o de las prácticas de contabilidad creativa.

---

<sup>12</sup> Y, como desarrollo, la Hipótesis de Fijación Funcional Ampliada (Hand, 1990).

#### 4. BASES OPERATIVAS DEL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

Una vez descrita la estructura general de la docencia del Análisis de Estados Financieros sobre las que debe descansar el proceso de enseñanza, el paso siguiente consiste en abordar los aspectos operativos del mismo. Al establecerlos es necesario considerar la *naturaleza secuencial y acumulativa* del aprendizaje del Análisis de Estados Financieros, en la que la impartición de un capítulo concreto está condicionada por el aprendizaje alcanzado en los capítulos anteriores, de forma que el alumno no pierda una visión unitaria de la disciplina.

Como cuestiones previas comenzaremos señalando que un curso básico de Análisis de Estados Financieros debe contener los conceptos fundamentales de lo que podríamos denominar '*técnica general de análisis*' (Monterrey y Sierra, 1991), de forma que se pueda adaptar a la gran variedad de decisiones que se pueden tomar y que tienen como base, entre otras fuentes, la información contable. De este modo tendremos una razonable seguridad de que los estudiantes conseguirán una adecuada formación que, en caso de ser necesario, sabrán aplicar a cada situación concreta que se les pueda plantear en su vida profesional futura.

En esta línea, también es importante, en nuestra opinión, delimitar qué carácter, interno o externo, va a presidir la enseñanza del análisis, puesto que son evidentes las diferencias de fuentes de información con las que se puede contar, de forma que el análisis externo es, necesariamente, más limitado que el que puede realizarse desde el interior de la empresa. A nuestro juicio, la perspectiva de la enseñanza debería elegirse en función de la orientación profesional futura de nuestros alumnos. No obstante, dado que dicha orientación puede reclamar tanto el enfoque externo como el interno, los estudiantes deben lograr una visión global del análisis de estados financieros, y en consecuencia, tratamos de que la asignatura combine ambas perspectivas. Ahora bien, puesto que nuestra intención es que la asignatura, tras una formación teórica imprescindible, se base en casos reales, en la mayor parte de los casos la orientación del análisis se realizará desde un enfoque externo como consecuencia de las restricciones de información que impone la orientación realista de la asignatura. En cualquier caso, lo fundamental, a nuestro juicio, es que el alumno sepa cuándo las enseñanzas que se están impartiendo son propias del enfoque interno o cuándo, por el contrario, son exclusivamente aplicables al análisis contable realizado desde el exterior, pues en otro caso se pueden producir confusiones acerca de las técnicas que se deben aplicar en cada situación.

Por otro lado, a pesar de este carácter generalista de nuestros programas, creemos necesario introducir, ciertos avances en el Análisis de Estados Financieros tradicional tomando en consideración la posible orientación de la disciplina hacia los mercados de capitales. Efectivamente, el gran desarrollo que ha experimentado el merca-

do bursátil español en los últimos años, tanto en lo que respecta a sociedades cotizadas como a las sociedades de valores o nuevas inversiones financieras, nos ha llevado a considerar la necesidad de analizar aspectos específicos en torno a esta línea. En este sentido, nuestra orientación concibe la contabilidad como un sistema que emite señales que el mercado capta e incorpora al precio de los títulos. Así, este planteamiento avanzado aborda cuestiones tales como el anuncio de los resultados, la política de dividendos, los cambios en los métodos contables, y sus efectos sobre el precio de mercado de la compañía como subrogado su valor intrínseco.

Por otro lado, el diseño de los programas debe tener en cuenta el bagaje previo de conocimientos de los alumnos que se incorporan a la disciplina. En este sentido, si bien han recibido formación en Contabilidad Financiera y en Contabilidad de Costes, es preciso –y pedagógicamente deseable– hacer constantes paréntesis en las explicaciones para recordar conceptos contables, lo que favorece una mejor comprensión del Análisis de Estados Financieros.

En nuestra opinión, la docencia del análisis de estados financieros debe caracterizarse por los siguientes elementos:

- *Interdisciplinarietà* de contenidos.
- Aprendizaje basado en *información real*.
- Orientación *positiva*.
- Primacía del *juicio personal*.
- Énfasis en la *calidad de la información* que es objeto de análisis.

#### **4.1. Interdisciplinarietà**

En cierta medida, este carácter interdisciplinar ya se había anticipado cuando describíamos nuestra estrategia docente, dado que propugnábamos una orientación basada firmemente en el conocimiento de las circunstancias organizacionales y de mercado en el que las firmas despliegan su actividad empresarial. Por esta razón, no resulta posible abordar de manera eficiente la enseñanza del Análisis de Estados Financieros desde una perspectiva que no contemple su naturaleza interdisciplinar, es decir, su íntima conexión con la organización, la estrategia, los impuestos o las finanzas, por citar las más cercanas. En este sentido, resulta fundamental que el profesor sepa conectar e interrelacionar conceptos contables con los procedentes de otras asignaturas, para que el alumno obtenga una visión integradora y global del análisis, que es la única óptica relevante. Una docencia basada exclusivamente en herramientas y conceptos contables sería a todas luces parcial, mecanicista e incompleta, y privaría a los alumnos de la necesaria flexibilidad que requiere el proceso de diagnóstico de las empresas. De esta forma las conclusiones obtenidas a partir de la información contable pueden, y deben, ser matizadas o contrastadas en función del resto de elementos que define el marco donde la empresa desarrolla su actividad.

## 4.2. Aprendizaje basado en información real

La utilización de información extraída de la realidad resulta especialmente útil para consolidar y aplicar los contenidos teóricos del Análisis de Estados Financieros. En este sentido, Jensen (1993) afirma que el método del caso es el vehículo idóneo para integrar teorías, conocimientos y juicio; no obstante, en nuestra opinión la utilización de datos reales aporta valor añadido al aprendizaje únicamente tras un conocimiento adecuado de la teoría y sus conceptos, y después de una muy cuidada selección por el profesor de las empresas candidatas a ilustrar cada caso práctico.

Hasta la fecha, nuestra tarea docente ha estado basada en este estilo de enseñanza, si bien hemos de reconocer que las empresas que son objeto de estudio en las aulas pertenecen casi exclusivamente al segmento de las grandes y medianas compañías. Ello plantea un cierto problema, puesto que la necesaria adaptación de las enseñanzas al medio en el que los alumnos desarrollarán su actividad profesional recomendaría el aprendizaje basado en casos de pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, la escásima calidad de la información contable de las firmas de reducido tamaño, realidad constatable a través de las cuentas anuales depositadas en los Registros Mercantiles que, en no pocas ocasiones presentan errores contables difíciles de sortear, aconseja no trabajar con este tipo de compañías, o hacerlo con fuertes reservas y severas limitaciones. El criterio de selección no es, pues, la mayor o menor dificultad del análisis, sino la facilidad para obtener la información de partida con una calidad aceptable, lo que nos ha llevado a optar por empresas cuyas cuentas anuales, desde el punto de vista de la técnica contable, ofrecen mayor grado de fiabilidad.

## 4.3. Orientación positiva

Si nuestro estilo docente está basado en datos reales, resulta evidente que ello es consecuencia de adoptar una orientación marcadamente positiva en la enseñanza del Análisis de Estados Financieros. En efecto, lo relevante para el aprendizaje es descubrir qué es *lo que hacen* las empresas cuando adoptan decisiones contables y financieras, en contraposición a otra visión más rígida y menos flexible de la disciplina.

Así, por ejemplo, el valor numérico de los ratios se interpretará como algo relativo, huyendo de afirmaciones del tipo 'el ratio X debe tener siempre un valor superior a Y', tan buscadas por los alumnos aunque, por fortuna, cada vez menos frecuente en los textos de la disciplina. También, la introducción de capítulos destinados específicamente a analizar y evaluar las políticas contables de las empresas es una manifestación de nuestro interés por acercar al alumno a esta visión positiva y realista, en oposición a una especie de 'pensamiento único contable' que parece ser lo académicamente correcto.

Así, el examen y exploración de los estados financieros cobra en nuestra docencia un papel tan importante como el que convencionalmente se otorga a los ratios. Incluso, en muchas compañías el juicio final del analista, si posee la suficiente experiencia, se forma mediante inspección directa de las cuentas anuales, quedando los ratios relegados a un segundo plano.

#### **4.4. Primacía del juicio personal**

En nuestra opinión, el protagonista de la enseñanza del Análisis de Estados Financieros no es la empresa objeto de análisis, sino el juicio personal del 'aprendiz' de analista, el alumno. Por encima del valor numérico de todos los ratios posibles, de todos los estados contables que podamos formular, el valor añadido del análisis lo aporta el propio analista cuando introduce su criterio personal y evalúa la actuación y trayectoria de una firma.

En este sentido, es seguro que en numerosas ocasiones el alumno establecerá conclusiones o propondrá recomendaciones diferentes a las de los restantes alumnos o a las del profesor: la discrepancia de criterios es, en nuestra opinión, irrelevante, puesto que depende de circunstancias subjetivas y personales, en especial la actitud de cada individuo frente al riesgo y la incertidumbre; lo que realmente importa es que el juicio esté cimentado en sólidas bases conceptuales y logrado a partir del razonamiento y de la utilización de las herramientas adecuadas. En definitiva pensamos que el alumno no debe asumir la disciplina como un proceso de instrucción o adiestramiento mecánico, sino como un proceso de aprendizaje y reflexión que favorezca su pensamiento crítico, que facilite su adaptación a situaciones cambiantes y que posibilite una formación continuada y autodidacta en la vida postuniversitaria. En definitiva se trata de que el alumno "*aprenda a ser, aprenda a aprender y aprenda a hacer*" (UNESCO, 1987).

#### **4.5. Énfasis en la evaluación de la calidad de la información**

Por último, creemos que la docencia en análisis de estados financieros, como ya hemos afirmado con anterioridad, debe hacer especial hincapié en la evaluación de la calidad de la información emitida por las empresas. En este sentido, es importante que el alumno sepa descubrir, en la medida de lo posible, si el resultado está determinado sobre bases robustas y conservadoras o por el contrario, es el fruto de prácticas creativas que restan credibilidad a la información. También es conveniente, como escribe Wilson (1995), que los alumnos sean conscientes de la tensión existente en muchas compañías cuando preparan su información contable: en ocasiones, el objetivo es informar a los accionistas e inversores, pero en otras el propósito pudiera ser exhibir el

menor resultado contable posible, para reducir la carga fiscal o para evitar costes políticos, o bien el mayor posible, para mitigar problemas con acreedores.

En definitiva es necesario que el alumno conozca las implicaciones que la valoración de la calidad de la información contable tiene sobre el análisis y, así, evitar conclusiones desacertadas.

## 5. RESUMEN

El objetivo de este trabajo ha sido presentar una serie de reflexiones acerca de los pilares en los que, en nuestra opinión, debe descansar el proceso docente del Análisis de Estados Financieros: los objetivos primarios que pretendemos alcanzar con esta materia, los fundamentos teóricos subyacentes en nuestra concepción de la disciplina y los aspectos operativos que, a nuestro juicio, favorecen el proceso de aprendizaje para los alumnos.

La creación de valor para el accionista es el elemento fundamental sobre el que pivota el diseño de nuestra docencia y en torno al cual establecemos los contenidos de la asignatura: el análisis de la solvencia y de la rentabilidad como atributos principales de la capacidad de generar valor de las compañías. El estudio de estos atributos se plantea a través de la inspección directa de los estados contables bajo el prisma del tipo de organización, las relaciones contractuales y el *estilo* de la información contable de la compañía, y a la luz del contexto macroeconómico y sectorial donde la empresa desarrolla su actividad pues sólo de esta manera lograremos una visión acabada de la disciplina.

Este diseño es consecuencia de los fundamentos teóricos que definen nuestra forma de entender el análisis y que se concretan en tres áreas: (i) la *teoría de la agencia* como forma de explicar la dinámica de las organizaciones; (ii) el *darwinismo* económico que explica el proceso de competencia en los mercados; y (iii) el modelo *REM*, la *hipótesis de la renta permanente*, la búsqueda del *equilibrio entre rentabilidad y riesgo* y el efecto de las *políticas contables* que nos ayudan a entender el comportamiento de los sujetos que adoptan decisiones.

Nuestro planteamiento docente concluye con las bases operativas que, en nuestra opinión, facilitan la consecución de los objetivos propuestos. De esta forma creemos que la docencia en análisis de estados financieros debe caracterizarse por una interdisciplinariedad de contenidos, un aprendizaje basado en datos reales, tomando una orientación positiva sobre la actuación de las empresas, primando el juicio personal del alumno y prestando atención especial a la calidad de la información analizada.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALI, ASHIQ, LEE-SEOK HWANG y MARK A. TROMBLEY (1999): "Accruals and Future Stock Returns: Test of the Naïve Investor Hypothesis", Working paper, University of Arizona y Baruch College, june.
- BALL, R. J. (1972): "Changes in Accounting Techniques and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, 10 suplemento, p. 1-38.
- BERGER, P.; OFEK, E. y SWARY, I. (1996): "Investor Valuation of the Abandonment Option", *Journal of Financial Economics*, 22, enero, p. 1-31.
- BERNSTEIN, L. A. (1996): *Análisis de Estados Financieros. Teoría, aplicación e interpretación*, Richard Irwin, Madrid.
- BURGSTÄHLER, D. y DICHEV, I. D. (1997): "Earnings Adaptation and Equity Value", *The Accounting Review* 72, abril, p. 187-215.
- CEA GARCÍA, J.L. (1994): "El resultado contable", *Monografía 22*, AECA, Madrid.
- CHEN, K. C.W. y SCHOEDERBEK M. P. (2000): "The 1993 Tax Rate Increase and Deferred Tax Adjustments: a Test of Functional Fixation", *Journal of Accounting Research* 38, primavera.
- COLLINS, D. W., REVSINE, L. A. y JOHNSON, B. W. (1998): *Financial Reporting and Analysis*, Prentice Hall, New York.
- CORRAL SÁNCHEZ, J.L. (1998): Proyecto Docente, Universidad de Extremadura.
- DAVIS, M. L. (1990): "Differential Market Reaction to Pooling and Purchase Methods", *Accounting Review* 65 (3), julio, p. 696-709.
- ESPITIA ESCUER, M. y RUIZ CABESTRE, F. J. (1996a): "El efecto informativo del anuncio de dividendos en el mercado de capitales español", *Investigaciones Económicas* 20 (3), p.411-422.
- — — (1996b): "La formación del precio de las acciones alrededor del pago de dividendos en el mercado de capitales español", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 86, enero-marzo, p. 179-198.
- FLAVIN, M. (1981), "The Adjustment of Consumption to Changing Expectations About Future Income", *Journal of Political Economy*, 89, p. 974-1009.
- FAMA, E. F. y FRENCH, K. R. (1996): "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies". *Journal of Finance*, 41, enero, p. 55-84.
- — — (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics over Lower Propensity to Pay", *Journal of Financial Economics* 60, p. 3-43.
- FERNÁNDEZ, P. (2000): *Creación de valor para los accionistas*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- FIELD, T., LYS, T. y VINCENT, L. (2001): Empirical Research on Accounting Choice, Working paper, Harvard University, Enero.
- FONSECA CHACHARO, I. (1997): "¿Actúan los dividendos como señal?: un contraste basado en los cambios de la fiscalidad en España (1985-1995)", *Investigaciones Económicas*, 21 (1), enero, p. 93-110.
- FOSTER, G. (1986): *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall International, New York.
- GARCÍA BENAÚ, M.A. y MONTERREY MAYORAL, J. (1993): "La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 22, p. 53-70.
- — — y — — — (1997): "Análisis de la información previsional y cualitativa", *Revista de Contabilidad*, Vol. 0, p. 125-166.
- GARCÍA-AYUSO COVARSI, M. (1994): Fundamentos metodológicos del análisis contable mediante el empleo de ratios, Tesis doctoral, Universidad de Sevilla, mayo.
- HAND, J. R.M. (1990): "A test of the Extended Functional Fixation Hypothesis", *Accounting Review*, 65 (4), octubre, p. 740-763.

— — — (1991): "Extended Functional Fixation and Security Returns Around Earnings Announcements: A Reply to Ball and Kothari", *Accounting Review*, 66 (4), octubre, p. 739-746.

HARRIS, T. S. y OHLSON, JAMES A. (1990): "Accounting Disclosures and the Market's Valuation of Oil and Gas Properties: Evaluation of Market Efficiency and Functional Fixation", *Accounting Review*, 65 (4), octubre, p. 764-780.

HEALY, P. M. (1985): "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, abril, p. 85-107.

— — — ; Bernard, V. L. y Palepu, K. G. (1997): *Business Analysis and Valuation*, South Western, Cincinnati.

— — — ; Kang, S.-H. y Palepu, K. G. (1987): "The Effect of Accounting Procedure Changes on Executives Remuneration", *Journal of Accounting and Economics*, marzo, p. 7-34.

ÍNIGUEZ SÁNCHEZ, R. y POVEDA FUENTES, F. (2001): "Medidas de creación de valor para los accionistas: EVA vs beneficios", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30 (107), enero-marzo, p. 207-237.

JENSEN, M. C. (1993): "The Case Method and Science", working paper, Harvard University, mayo.

— — — (1994): "Self-interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory", *Journal of Applied Corporate Finance*, verano, p. 40-45.

— — — y MECKLING, W. H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, No.2, p. 305-360.

— — — y — — — (1994): "The Nature of Man", *Journal of Applied Corporate Finance*, verano, p. 4-19.

KAPLAN, R. S. y ROLL, R. (1972): "Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence", *Journal of Business*, 45, abril, p. 225-257.

LEASE, R. C.; KALAY, AVNER; URI LOEWENSTEIN; KOSE JOHN y ODED H. SARIG (2001): *Política de dividendos y sus efectos sobre el valor de la empresa*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.

LEV, B. Y SUNDER S. (1979): "Methodological Issues in the Use of Financial Ratios", *Journal of Accounting and Economics*, No.1, junio, p. 187-210.

MODIGLIANI, F. y MERTON H. M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48 (3), p. 261-297.

MONTERREY MAYORAL, J. y SIERRA MOLINA, G. (1991): "Análisis contable para fusiones y adquisiciones", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 20, octubre-diciembre, p. 931-964.

— — — ; RETAMAR POZO, M. y SÁNCHEZ SEGURA, A. (1999): "Contabilidad creativa". Documento de Trabajo, Universidad de Extremadura, Enero.

PALEPU, K. G. (1994), "A Framework for Corporate Disclosure Strategies and Financial Statements Analysis", working paper, Harvard University, octubre.

PASTOR LLORCA, M. J. (2000) "La respuesta del precio de las acciones a los cambios en la política de dividendos y sus factores determinantes: Evidencia en el mercado español", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 9 (4), p. 81-92.

SKINNER, DOUGLAS J. (1994): "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research*, 32, primavera, p. 38-60.

SLOAN, R. G. (1996): "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?", *Accounting Review*, 71 (3), julio, p. 289-315.

STEWART, G. B. (2000): *En busca del valor*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.

SWEENEY, A. P. (1994), "Debt Covenants Violations and Manager Accounting Responses", *Journal of Accounting and Economics*, mayo, p. 281-308.

TICNIÇ, S. M. (1990) "A Perspective on the Stock Market's Fixation on Accounting Numbers", *Accounting Review* 64 (4), octubre, p. 781-796.

UNESCO (1987): *Aprender a ser*, Comisión internacional para el desarrollo de la educación, Alianza Universidad, Madrid.

WATTS, R. L. (1977): "Corporate Financial Statement, a Product of the Market and Political Process", *Australian Journal of Management*, abril, p. 53-64.

WELCH, I. (1997): A Primer on capital Structure, working paper, University of California en Los Ángeles, diciembre.

WILSON, G.P. (1995), An Integrated Framework for the Presentation of Accounting Knowledge, working paper, Massachusetts Institute of Technology, mayo.

ZIMMERMAN, J. L. (1983): "Taxes and Firm Size", *Journal of Accounting and Economics*, agosto, p. 119-149.

ZMIJEWSKI, M. E. y HAGERMAN, R. L. (1981): "An Income Strategy Approach to the Positive Theory of Accounting Standar Setting/Choice", *Journal of Accounting and Economics*, 3 (2), agosto, p. 129-149.