

## EFECTO DE LAS NIIF EN EL VALOR BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

García García, F.  
Moya Clemente, I.

Universidad Politécnica de Valencia

**Recibido:** 13 de diciembre de 2007

**Aceptado:** 31 de octubre de 2008

**RESUMEN:** El objeto de la presente investigación es comprobar la influencia de la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la valoración de empresas cuando se aplican metodologías basadas en la información suministrada por la contabilidad. A partir de esta información se han obtenido modelos econométricos de valoración utilizando el análisis factorial y se ha procedido a un análisis de la varianza (ANOVA) para contrastar si existen diferencias estadísticamente significativas entre las magnitudes contables obtenidas a partir del PGC y de las NIIF. Como resultado principal se ha obtenido que la capacidad explicativa de la información facilitada por ambos sistemas normativos es similar, si bien hay que reconocer que las NIIF se encuentran aún en un estadio muy temprano de aplicación.

**PALABRAS CLAVE:** Valoración de Empresas, Valor bursátil, Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

## THE IMPACT OF THE IFRS ON THE MARKET VALUE OF SPANISH FIRMS

**ABSTRACT:** The aim of the present research is to analyse the impact of the use of the Internacional Financial Reporting Standards on the value of companies when methodologies based on the accounting information are employed. Econometric valuation models have been obtained using factorial analysis and an ANOVA analysis has been used to compare the data set obtained using the two different accounting options. The main result of this research is that the explaining capacity of both accounting options is similar, though this is probably because the IFRS are still in a very early stage of use.

**KEYWORDS:** Valuation of Companies, Market value, Internacional Financial Reporting Standards.

### 1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de la información financiera es suministrar información acerca de la situación financiera, los resultados y los flujos de efectivo de las empresas, con el fin de facilitar la toma de decisiones económicas a una amplia gama de usuarios entre los que se encuentran tanto la gerencia como usuarios externos a la unidad empresarial, como los inversores presentes y potenciales, las entidades financieras, los sindicatos, acreedores y clientes y las administraciones públicas. La información financiera debería, por tanto, influir sobre las decisiones de los usuarios, ayudándoles a evaluar sucesos pasados, presentes o futuros, o bien corregir evaluaciones pasadas, al tiempo que les presenta la imagen fiel de las empresas.

Por lo expuesto, parece razonable pensar que los inversores bursátiles acuden a la información contable facilitada por las empresas para valorar a las empresas y tomar decisiones de inversión o desinversión. Esta información puede ser utilizada en modelos de valoración que emplean metodologías como la del descuento de flujos de caja (Fernández, 1999; Irimia et al. 2003), o se puede aprovechar para el cálculo de diferentes ratios económico-financieros que reflejen la situación de la empresa desde diversos ángulos en el denominado análisis fundamental, o para analizar la creación de valor de la empresa para el accionista (Fernández, 2000).

Existen, además, metodologías que permiten obtener modelos de valoración de empresas directamente a partir de la información contenida en los estados financieros ( Caballer y Moya, 1997).

En España, desde que se publicó en 2003 la obligatoriedad de la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para la presentación de la información consolidada por parte de las sociedades dominantes de los grupos cotizados a partir de 2005, el marco contable está expuesto a profundos cambios. Estas nuevas normas, emitidas por Internacional Accounting Standards Committee (IASC), cuya misión es la de reducir las diferencias contables internacionales, facilitando así la comparabilidad de la información financiera y la toma de decisiones de inversión en el marco internacional, presentan una serie de diferencias en relación a las directrices seguidas hasta el momento del Plan General de Contabilidad (PGC) español de 1990. Por otro lado, en la actualidad, no todas las normas aprobadas por el IASC son de obligado cumplimiento y, en otros casos, la interpretación de las normas aún plantea dificultades.

El objeto del presente estudio es analizar cuál ha sido el impacto de las NIIF sobre la valoración de las empresas, concretamente pretende determinar si al utilizar la información financiera facilitada siguiendo los nuevos criterios de las NIIF se obtienen mejores resultados en la valoración que los obtenidos al aplicar la anterior normativa del PGC.

El resto del trabajo se estructura de la forma que sigue. En el próximo epígrafe se presenta el modelo de valoración que se va a emplear, la base de datos, la selección de las variables y la metodología econométrica. Seguidamente se muestran los resultados obtenidos del análisis. A continuación se realiza un análisis ANOVA, con el fin de facilitar la interpretación de los resultados obtenidos en el punto anterior y, finalmente, se presentan las principales conclusiones del trabajo.

## **2. MODELO DE VALORACIÓN**

El modelo de valoración de empresas que se va a utilizar parte de la hipótesis de que el valor bursátil, o capitalización bursátil, de una empresa es una variable proxy del valor de mercado de la misma y puede ser estimado como variable endógena a partir de las características económico-financieras de la empresa en cuestión. De ahí la relevancia del cambio de paradigma contable al que se enfrentan no sólo los encargados de confeccionar la información financiera, sino también los usuarios de esta información y, en este contexto, los analistas de inversiones, dado que de la correcta interpretación de esta información dependen sus decisiones de inversión.

En realidad, las variables que influyen en el valor de mercado de las empresas se pueden agrupar en tres categorías. La primera recoge la situación general de la económica, especialmente aquellas variables que afecten al mercado bursátil, tales como el tipo de interés, el PIB, la tasa de desempleo, la inflación, el precio del crudo etc.. La segunda categoría se centra en el estudio de los sectores empresariales, mientras que la tercera categoría incluye variables de carácter interno específico de cada empresa, que puedan explicar la situación patrimonial, económica, financiera etc. de la misma. Esta información se obtiene principalmente de los estados contables, como se ha comentado anteriormente.

De las tres categorías mencionadas, para el presente estudio sólo es relevante la tercera, dados los objetivos perseguidos y la base de datos que se va a emplear.

Efectivamente, el objeto de este trabajo es determinar si al utilizar la información financiera facilitada siguiendo los nuevos criterios de las NIIF se obtienen mejores resultados en la valoración que los obtenidos al aplicar la anterior normativa del PGC, es decir, se pretende contrastar el poder explicativo de las variables pertenecientes a la tercera categoría en función de si se han elaborado siguiendo las NIIF o el PGC.

A tal efecto, se dispone de la información financiera consolidada que las sociedades dominantes de los grupos cotizados presentaron en el segundo semestre de 2004. Se han excluido de la base de datos las empresas relacionadas con la prestación de servicios financieros (banca, seguros y sociedades de cartera y holding) ya que la información financiera que deben presentar difiere de la del resto de sectores y esto podría dificultar el análisis. Así pues, el análisis comprende el estudio de la información financiera de un total de 92 empresas.

**Tabla 1. Lista de empresas seleccionadas**

Abengoa	D.Felguera	La Seda B. B	Sotogrande
Abengoa	Dogi	Lingotes	Tafisa
Abertis	Ebro Puleva	Logista	Tavex Algod.
Acciona	Elecnor	Mecalux	Tecnocom
Acerinox	Enagas	Metrovacesa	Telecinco
ACS	Endesa	Miquel Costa	Telefonica
Adolfo Dguez	Ercros	Natra	Telepizza
Ag.Barna	Europa & C	Nh Hoteles	Telf.Moviles
Altadis	Fadesa	Nicol.Correa	Testa Inm.
Amper	Faes	OHL	TPI
Amper	FCC	Pescanova	Tubacex
Antena 3 TV	Ferrovial	Prim	Tubos Reuni.
Avanzit	Funespaña	Prisa	Union Fenosa
Avanzit	Gamesa	Prosegur	Unipapel
Azkoyen	Gas Natural	REE	Uralita
Baron De Ley	Gr.Emp.Ence	Reno M.Conv.	Urbas
Befesa	Iberdrola	Repsol YPF	Urbis
Bo.Riojanas	Iberia	Sacyr Valle.	Vidrala
C.A.F.	Iberpapel	San	Viscofan
Campofrio	Inbesos	Servic.P.S.	Zeltia
Cem.Port.Val	Indo	Sniace	
Cepsa	Indra	Sogecable	
Cie Automot.	Inmocaral	Sol Melia	
Colonial	Jazztel	SOS Cuetara	

Por otro lado, si bien la información financiera publicada en 2004 seguía los criterios del PGC, la publicada en 2005 ya debía basarse en las NIIF. Además, a efectos de poder realizar comparaciones, la información de 2005 debía presentar la información referida al ejercicio anterior, 2004, siguiendo también los criterios NIIF. De esta manera, obtenemos que para el primer semestre de 2004 se dispone de información financiera elaborada tanto según el PGC como según las NIIF, lo que permite realizar ejercicios de comparación. Adicionalmente, y de cara a elaborar el modelo de valoración, dado que se van a analizar dos muestras transversales (variables obtenidas según PGC y según NIIF) referentes a un mismo momento del

tiempo, no tiene sentido incluir en el modelo variables relacionadas con el entorno macroeconómico ni sectorial, puesto que dichas variables afectarán por igual a las dos muestras. Por lo tanto, las variables explicativas en el modelo de valoración que se va a estimar deberán obtenerse directamente a partir de la información financiera publicada por las empresas. Concretamente, las variables seleccionadas se presentan en la siguiente tabla, y se componen tanto de datos simples (componentes del balance y de la cuenta de resultados o de la memoria), en cuyo caso se ha calculado el logaritmo neperiano del valor original para evitar problemas de heteroscedasticidad, como de ratios económico financieros:

**Tabla 2. Lista de variables explicativas**

RATIOS	BALANCE DE SITUACIÓN	CUENTA DE RESULTADOS
Ratio de liquidez (L)	Activo no corriente (ANC)	Facturación (F)
Ratio de endeudamiento (RATEND)	Activo corriente (AC)	Aprovisionamientos (APV)
Ratio de solvencia (S)	Activo total (AT)	Coste de personal (PE)
Margen operacional (MO)	Patrimonio neto (PN)	Dotación a la amortización (AMO)
Rentabilidad de la situación líquida (RL)	Exigible largo plazo (ELP)	Otros gastos (OG)
Rentabilidad del activo líquido (RAL)	Exigible corto plazo (ECP)	Margen de explotación (MEX)
Rentabilidad económica (RE)	Exigible total (ET)	Ingresos financieros (IF)
		Gastos financieros (GF)
		Resultado de las actividades ordinarias (BN)
		Resultado del ejercicio (BDI)
		Cash flow (CF)
		Número de empleados (EMPL)

En relación a los ratios seleccionados, su significado es el siguiente:

Ratio de liquidez: Relación entre el activo circulante y las deudas a corto plazo. Mide la capacidad de la empresa para hacer frente a los pagos en el corto plazo.

Ratio de endeudamiento: Relación entre los fondos ajenos y los fondos propios.

Ratio de solvencia: Relación entre capitales propios y pasivo.

Margen operacional: Relación entre los resultados operacionales y las ventas y prestaciones de servicios.

Rentabilidad de la situación líquida: Relación entre el resultado de las operaciones ordinarias y el patrimonio neto.

Rentabilidad del activo líquido: Relación entre el resultado de las operaciones ordinarias y el activo líquido.

Rentabilidad económica: Relación entre el resultado operacional más los gastos financieros, y el activo total.

Una vez determinadas las variables explicativas con las que potencialmente se podría elaborar el modelo de valoración, se realiza un estudio de correlación entre la variable dependiente “valor bursátil” (VB) y las variables explicativas. Tras este análisis, se descartan

aquellas variables explicativas cuya correlación con la variable dependiente no resulta significativa. A continuación, se puede proceder a la elaboración del modelo de valoración, para lo cual se seguirá la metodología propuesta por Moya (1996).

Una de las principales dificultades se encuentra para el tratamiento estadístico de la información financiera es la relación estrecha que existe entre las diversas magnitudes contables. Esto implica que algunas variables aportan información redundante y están altamente correlacionadas entre sí, presentando los modelos econométricos estimados un elevado grado de multicolinealidad, lo que los hace carentes de sentido. El problema se presenta, pues a la hora de seleccionar las variables explicativas en el análisis de regresión múltiple, de forma que se elimine el problema de la multicolinealidad.

Para la selección de variables en el análisis de regresión eliminando la multicolinealidad, se utiliza el análisis factorial de componentes principales. Este procedimiento es de utilidad en los estudios con una gran cantidad de información y que es en parte redundante, como en el caso que nos ocupa. Ello es debido a la existencia de relaciones de interdependencia entre algunas de las variables, de manera que la información proporcionada por una de ellas está repetida en parte por la suministrada por otra u otras. La técnica de componentes principales trata de sintetizar al máximo la información, con el criterio de pérdida mínima de capacidad explicativa. Así, las variables se agrupan en factores, de manera que cada variable es asignada al factor con el que está más correlacionada.

La siguiente etapa consiste en la aplicación del proceso de regresión. Es cierto que se podría recurrir directamente a la ecuación factorial para explicar el valor bursátil, pero en este caso sería difícil de interpretar el peso específico de cada variable explicativa. En su lugar, se selecciona una variable por factor en el modelo de regresión. Como las variables dentro de cada factor suelen estar muy correlacionadas entre sí, este procedimiento reduce sistemáticamente la probabilidad de que variables altamente correlacionadas sean incluidas en el modelo final, eliminándose así el problema de la multicolinealidad. Hay diversas alternativas para proceder a la elección de las variables de cada factor. Generalmente se recomienda elegir de entre las variables con similar peso en el factor aquella que presente una correlación simple mayor con la variable dependiente.

Finalmente, una vez seleccionadas las variables explicativas, se procede a la estimación del modelo de regresión. Es posible que algunas de las variables seleccionadas no resulten significativas, por lo que habrá que realizar pruebas hasta que se cumplan todas las condiciones estadísticas propias de los modelos de regresión.

### **3. RESULTADOS**

En primer lugar, se ha aplicado la metodología propuesta a cada una de las dos muestras: variables obtenidas a partir de la información financiera según las NIIF y variables obtenidas a partir de la información financiera según el PGC. Cabe resaltar que la variable a explicar será en ambos casos la misma, a saber, el valor bursátil en el mes de julio de 2004.

El resultado del análisis de correlación es el que aparece en la tabla 3, a partir de la cual se seleccionan las variables con las que se proseguirá el estudio y que son aquellas con correlación estadísticamente significativa con la variable VB.

**Tabla 3. Correlación de las variables explicativas con la variable dependiente (VB)**

VARIABLE	CORRELACIÓN (NIIF)	CORRELACIÓN (PGC)
AC	0.79(**)	0.79(**)
AMO	0.80(**)	0.80(**)
ANC	0.84(**)	0.83(**)
APV	0.36(**)	0.34(**)
AT	0.85(**)	0.85(**)
BDI	0.42(**)	0.51(**)
BN	0.41(**)	0.47(**)
CF	0.48(**)	0.62(**)
RATEND	-0.43	-0.60
ECP	0.82(**)	0.82(**)
ELP	0.80(**)	0.79(**)
EMPL	0.61(**)	0.61(**)
ET	0.84(**)	0.84(**)
F	0.76(**)	0.75(**)
GF	0.77(**)	0.79(**)
IF	0.76(**)	0.74(**)
L	0.41(**)	0.27(**)
MEX	0.37(**)	0.46(**)
MO	0.24(*)	0.33(**)
OG	0.75(**)	0.75(**)
PE	0.66(**)	0.67(**)
PN	0.29(**)	0.14
RAL	0.09	0.34(**)
RE	0.12	0.33(**)
RL	0.13	0.25(**)
S	0.39(**)	0.31(**)

(\*\*) indica una significación superior al 0.01

(\*) indica una significación superior al 0.05

Seguidamente se efectúa con las variables seleccionadas un análisis factorial<sup>1</sup>, por el cual cada variable es asignada a un único factor, precisamente a aquél con el que tiene una mayor correlación, tal y como aparece en las siguiente tablas:

**Tabla 4. Asignación de las variables. NIIF**

Factor 1	AT, ET, ANC, AC, GF, ELP, ECP, AMO, OG, IF, PN, F, PE, EMLP
Factor 2	BN, BDI, MEX, CF
Factor 3	MO, APV
Factor 4	S, L

**Tabla 5. Asignación de las variables. PGC**

Factor 1	AT, ET, ANC, GF, ELP, ECP, AC, AMO, OG, F, IF, PE, EMLP, APV
Factor 2	BN, RE, BDI, MEX, CF, RL
Factor 3	RAL, MO
Factor 4	L, S

Se puede apreciar cómo en ambos casos se han generado un total de cuatro factores y que las variables han sido asignadas de forma similar. Así, el primer factor engloba siempre a

las variables relacionadas con la dimensión y el patrimonio de la empresa, mientras que el segundo factor está relacionado con la rentabilidad y los beneficios. El resto de factores agrupan a los diversos ratios de rentabilidad, liquidez y nivel de endeudamiento.

A continuación se debe seleccionar una variable por factor. En nuestro caso, se ha seleccionado aquella variable con mayor correlación con la variable dependiente.

De esta manera, para los datos según las NIIF, se han elegido las variables Activo Total (factor 1), Cash Flow (factor 2), Aprovisionamientos (factor 3) y Ratio de Liquidez (factor 4). Para los datos obtenidos a partir de la información elaborada siguiendo el PGC, las variables seleccionadas han sido el Activo Total (factor 1), Cash Flow (factor 2), Aprovisionamientos (factor 3) y Ratio de Solvencia (factor 4).

Resultan evidentes las similitudes obtenidas, tanto en cuanto a la clasificación de los factores como en cuanto a las variables finalmente seleccionadas.

El siguiente paso consiste en estimar un modelo de regresión en el que la variable a explicar sea el valor bursátil de las empresas y las variables explicativas sean las variables seleccionadas en el paso anterior.

Al calcular los modelos de regresión se observó que diversas variables no eran significativas, por lo que fueron eliminadas, obteniéndose finalmente los siguientes modelos:

**Tabla 6. Coeficientes de regresión obtenidos a partir de los datos NIIF**

**Coeficientes <sup>a</sup>**

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
	B	Error típ.	Beta		
1 (Constante)	8,670	,779		11,131	,000
AT	,881	,056	,854	15,602	,000

a. Variable dependiente: VB

**Tabla 7. Coeficientes de regresión obtenidos a partir de los datos PGC**

**Coeficientes <sup>a</sup>**

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
	B	Error típ.	Beta		
1 (Constante)	8,752	,770		11,372	,000
AT	,878	,056	,856	15,685	,000

a. Variable dependiente: VB

Ambos modelos tienen una capacidad explicativa similar, con valores del R<sup>2</sup> ajustado del 72,7% para el modelo NIIF y del 72,9% para el modelo PGC. Este resultado parece evidenciar que las NIIF, a priori, no suponen una diferencia significativa en cuanto a la calidad de la información que facilitan a los inversores bursátiles.

Otro aspecto que resulta llamativo es que en el modelo se haya seleccionado una sola variable. Generalmente, en otros trabajos en los que se ha aplicado esta metodología, el modelo estimado contiene dos variables, una relacionada con el tamaño de la empresa, como en el caso presente, y otra relacionada con la rentabilidad, variable que se echa en falta en el presente modelo. Este hecho puede deberse a la circunstancia de que se ha trabajado con toda la muestra de 92 empresas, habiendo como hay grandes diferencias entre ellas en cuanto a la estructura económico financiera a causa de su diferente tamaño, de manera que el tamaño de la empresa, representado por ejemplo por el valor del activo total (AT), enmascare la influencia de otras variables a considerar.

Para resolver esta problemática se ha procedido a realizar de nuevo el mismo análisis, pero esta vez con dos submuestras: la primera incorpora las empresas con mayor activo, mientras que la segunda engloba a las de menor activo. De esta manera se trata de comprobar si el modelo de valoración incluye más de una variable explicativa y si surgen diferencias entre la capacidad explicativa de los modelos NIIF y los modelos PGC.

Puesto que parece ser que es la diferencia de tamaño entre las empresas la causa del problema, se ha decidido emplear la variable activo total (AT) como variable discriminante para realizar la agrupación de empresas en dos submuestras. La metodología empleada para obtener las dos agrupaciones de empresas ha sido el análisis cluster. Este análisis, también denominado análisis de conglomerados, es una técnica estadística que divide la muestra de datos en diferentes conjuntos de modo tal que los casos agrupados dentro del mismo cluster presentan características comunes entre sí y diferentes con los casos agrupados en otros clusters. Al aplicar esta técnica se han obtenido dos clusters, uno con las 53 empresas con mayor tamaño en cuanto al valor de sus activos totales (Cluster 1), y otro con las restantes 39 empresas, de menor valor de los activos (Cluster 2). Cabe destacar que el análisis cluster se ha realizado en dos ocasiones, empleando la información económico-financiera elaborada según el PGC y las NIIF, respectivamente. En ambos casos, los clusters obtenidos han sido idénticos, y es el que se puede observar en la tabla 8.

**Tabla 8. Resultado de los análisis cluster.**

CLUSTER 1		CLUSTER 2		
Abengoa	Iberia	Adolfo Dominguez	Funespaña	Sotogrande
Abertis	Indra	Aldeasa	Grupo Inmocaral	Tavex Algodonera
Acciona	Logista	Amper	Iberpapel	Tecnocom
Acerinox	Metrovacesa	Antena 3 TV	Inbesos	Telecinco
ACS	NH Hoteles	Avanzit	Indo Internacional	Telepizza
Aguas de Barcelona	Obrascon H.L.	Azkar	Jazztel	TPI
Altadis	Prisa	Azkoyen	Lingotes Especiales	Tubacex
Amadeus	Red Electrica	Barón de Ley	Mecalux	Tubos Reunidos
Cementos Portland	Repsol YPF	Befesa	Miquel y Costas	Unipapel
Cepsa	Sacyr Vallehermoso	Bodegas Riojanas	Natra	Urbas
Colonial	Sogetable	C.A.F.	Natraceutical	Vidrala
Ebro Puleva	Sol Melia	Campofrio	Nicolas Correa	Viscofan
Enagas	Tafisa-B	Cie Automotive	Pescanova	Zeltia
Endesa	Telefonica	Dogi	Prim	
Fadesa	Telefonica Moviles	Duro Felguera	Prosegur	
FCC	Testa Inm.Renta	Elecnor	Reno de Medici	
Ferrovial	Union Fenosa	Ence	Seda Barcelona	
Gamesa	Uralita	Ercros	Service Point Solution	
Gas Natural	Urbis	Europac	Sniace	
Iberdrola		Faes	SOS Cuetara	

Una vez obtenidas las dos submuestras, se han realizado con cada una de ellas los análisis que anteriormente se habían efectuado con la muestra completa. El primero es el análisis de correlación de las variables explicativas y la variable dependiente “valor bursátil” (VB), cuyo resultado se muestra en el la tabla 9.

**Tabla 9. Correlación de las variables explicativas con la variable dependiente (VB)**

VARIABLE	CORRELACIÓN PGC		CORRELACIÓN NIIF	
	PEQUEÑAS	GRANDES	PEQUEÑAS	GRANDES
CF	0,35(**)	0,92(**)	0,14	0,90(**)
L	-0,12	-0,19	-0,26(*)	-0,10
RATEND	-0,32(**)	-0,24	-0,54(**)	-0,28
S	-0,23	0,01	-0,24	-0,03
MO	0,26	0,20	0,28(*)	0,17
RL	0,43(**)	0,14	0,10	0,17
RAL	0,33(*)	0,23	0,019	0,13
RE	0,43(**)	0,38(*)	0,15	0,32(*)
ANC	0,51(**)	0,79(**)	0,52(**)	0,81(**)
AC	0,45(**)	0,65(**)	0,44(**)	0,67(**)
AT	0,52(**)	0,87(**)	0,51(**)	0,87(**)
PN	-0,23	0,09	-0,37(**)	0,83(**)
ELP	0,40(**)	0,72(**)	0,42(**)	0,74(**)
ECP	0,49(**)	0,74(**)	0,52(**)	0,73(**)
ET	0,50(**)	0,83(**)	0,50(**)	0,82(**)
F	0,45(**)	0,73(**)	0,46(**)	0,73(**)
APV	0,08	0,20	0,39(**)	0,19
PE	0,42(**)	0,48(**)	0,42(**)	0,48(**)
AMO	0,54(**)	0,76(**)	0,52(**)	0,78(**)
OG	0,48(**)	0,53(**)	0,48(**)	0,57(**)
MEX	0,23	0,31	0,01	0,31
IF	0,44(**)	0,63(**)	0,48(**)	0,66(**)
GF	0,44(**)	0,69(**)	0,40(**)	0,68(**)
BN	0,24	0,42(**)	0,11	0,31(*)
BDI	0,37(**)	0,32(*)	0,14	0,32(*)
EMPL	0,39(**)	0,43(**)	0,39(**)	0,43(**)

(\*\*) indica una significación superior al 0.01

(\*) indica una significación superior al 0.05

El segundo consiste en un análisis factorial con aquellas variables con correlación positiva con la variable VB (Anexo 1). Finalmente se elabora un modelo de regresión seleccionando variables de cada uno de los factores, en función de la significación individual de las variables explicativas, la significatividad del modelo en su conjunto y del valor del R<sup>2</sup> corregido. Los modelos de regresión finales obtenidos para cada submuestra se muestran en las tablas 10 a 13.

**Tabla 10. Coeficientes de regresión obtenidos a partir de los datos NIF. Cluster 1: Empresas Grandes.**

**Coeficientes**

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	8,082	1,041		7,763	,000
	AT	,887	,067	,861	13,154	,000
	RE	11,707	2,598	,295	4,506	,000

Variable dependiente: VB

R2 corregida del modelo: 0,84

**Tabla 11. Coeficientes de regresión obtenidos a partir de los datos PGC. Cluster 1: Empresas Grandes.**

**Coeficientes**

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	8,216	1,002		8,197	,000
	AT	,876	,065	,846	13,394	,000
	RE	12,584	2,533	,314	4,969	,000

Variable dependiente: VB

R2 corregida del modelo: 0,85

**Tabla 12. Coeficientes de regresión obtenidos a partir de los datos NIF. Cluster 2: Empresas Pequeñas.**

**Coeficientes**

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	7,621	1,445		5,274	,000
	AT	,988	,116	,660	8,488	,000
	RATEND	-,261	,030	-,678	-8,726	,000

Variable dependiente: VB

R2 corregida del modelo: 0,70

**Tabla 13. Coeficientes de regresión obtenidos a partir de los datos PGC. Cluster 2: Empresas Pequeñas.**

Modelo		Coeficientes				
		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	6,596	1,876		3,516	,001
	AT	1,076	,153	,707	7,046	,000
	RATEND	-,209	,038	-,557	-5,553	,000

Variable dependiente: VB

R2 corregida del modelo: 0,53

En términos generales, se aprecia que, al realizar los análisis con distintas submuestras y reducir la influencia del tamaño empresarial, se mejora la capacidad explicativa del modelo. Cabe destacar, en primer lugar, que ahora son dos las variables explicativas del modelo, una que sigue estando relacionada con el tamaño de la empresa, y otra relacionada con la rentabilidad o el endeudamiento. En segundo lugar, el  $R^2$  ajustado del cluster 1 (empresas grandes) ha mejorado sustancialmente en el caso del cluster 1, no así en el cluster 2, debido probablemente a que en las empresas pequeñas existe mayor variabilidad.

Por otro lado, se puede observar cómo existe gran paralelismo entre los resultados obtenidos a partir de los datos NIIF y los obtenidos a partir del PGC. En ambos casos, para las empresas grandes, las variables explicativas son el activo total y la rentabilidad económica, mientras que para las empresas pequeñas las variables independientes son el activo total y el ratio de endeudamiento. También existe gran similitud en el valor del  $R^2$  ajustado obtenido en las muestras NIIF y las PGC.

Es posible que los modelos propuestos mejoraran su capacidad explicativa si se pudiera hacer una clasificación de las empresas por sectores y se analizaran éstos separadamente, pero, desgraciadamente, al tratarse de una muestra transversal no se dispone de los datos suficientes que permitan llevar a cabo un estudio estadístico con garantías.

En definitiva, a raíz de los análisis realizados hasta el momento, no se puede señalar que existan diferencias significativas entre la información aportada por las NIIF y la aportada por el PGC de cara a la valoración de empresas cotizadas. No obstante, para poder llegar a esta conclusión es conveniente realizar un estudio ANOVA de las variables explicativas.

#### 4. ANÁLISIS DE LA VARIANZA

El análisis de la varianza (ANOVA) tiene como objetivo esencial determinar si diversas muestras proceden de poblaciones de igual media y permite medir la significación estadística de las diferencias entre las medias de los grupos determinados por un factor (que toma valor 1 cuando se aplican las NIIF y 0 cuando se aplica el PGC) por los valores de las variables dependientes. En este análisis se tomará como variables dependientes las que forman parte del modelo de regresión seleccionado, a saber, la rentabilidad económica y el activo total, en el caso de las empresas grandes, y el ratio de endeudamiento y el activo total, en el caso de las pequeñas.

Con este análisis se pretende determinar si existen diferencias significativas en la información financiera facilitada por las NIIF frente a la facilitada por el PGC o si, por el contrario, no existen tales diferencias.

Tras aplicar el análisis ANOVA se obtiene el siguiente resultado:

**Tabla 14. Resultado del análisis ANOVA. Empresas grandes**

		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
RE	Inter-grupos	,000	1	,000	,060	,808
	Intra-grupos	,054	76	,001		
	Total	,054	77			
AT	Inter-grupos	,022	1	,022	,020	,887
	Intra-grupos	80,894	76	1,064		
	Total	80,916	77			

**Tabla 15. Resultado del análisis ANOVA. Empresas pequeñas**

		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
RATEND	Inter-grupos	1,703	1	1,703	,137	,712
	Intra-grupos	1297,517	104	12,476		
	Total	1299,220	105			
AT	Inter-grupos	,114	1	,114	,145	,705
	Intra-grupos	81,912	104	,788		
	Total	82,025	105			

Como se observa de la tabla anterior, no existen diferencias significativas entre los ratios calculados a partir de la información presentada según las NIIF y los calculados a partir de las normas del PGC puesto el valor del estadístico F ha resultado significativo en todos los casos, y por mucho, superior a 0,01. Esto podría explicar el hecho de que los modelos de valoración obtenidos en el epígrafe anterior fuesen tan similares entre sí.

No obstante estos resultados no permiten afirmar de manera definitiva que no existan diferencias entre ambas normativas y debe ser interpretada con cautela. Entre los principales motivos que pueden explicar esta similitud cabe destacar que la aplicación de las NIIF se encuentra en una fase muy temprana, especialmente si nos referimos, como estamos haciendo, a datos de 2004. Efectivamente, incluso a fecha de hoy, no todas las NIIF son de obligado cumplimiento y, en otros casos, no existe una interpretación unívoca de las NIIF. Además el impacto de las NIIF se presume muy diferente en función del sector que se trate y ese estudio comparativo no ha podido realizarse debido a la escasez de datos.

## 5. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha procedido al análisis del impacto que las Normas Internacionales de Información Financiera han tenido sobre la calidad de la información a disposición de los analistas financieros para la toma de decisiones, concretamente en el ámbito de la valoración bursátil de empresas españolas. Así, a partir de los datos publicados por las

empresas cotizadas en bolsa con obligación a consolidar en el primer semestre de 2004 (con excepción de las empresas de servicios financieros), se compara la capacidad explicativa de la información financiera publicada conforme a las NIIF y la publicada conforme al Plan General de Contabilidad español.

De acuerdo con el objetivo, se ha propuesto un modelo de valoración multivariante que se nutre de la información financiera publicada por las empresas y en el que la variable dependiente es el valor bursátil de la empresa. Para la selección de las variables a incluir en el modelo, y con el fin de evitar posibles problemas de multicolinealidad, se ha empleado el análisis factorial para, a continuación, seleccionar dentro de cada factor la variable con mayor correlación con la variable dependiente. La regresión se ha realizado con dos muestras diferentes: por un lado, con valores de las variables explicativas obtenidos a partir de los datos contables elaborados según las NIIF, y, por otro lado con valores de las mismas variables, pero obtenidos aplicando el PGC. De esta manera se ha podido comprobar que los modelos obtenidos con una y otra muestra son muy similares, tanto en cuanto a las variables seleccionadas (Activo Total en ambos casos), como en el poder explicativo de los mismos ( $R^2$  ajustado de 72,7% con los datos NIIF frente a 72,9% con los datos PGC). A fin de mejorar la capacidad explicativa del modelo, se han seleccionado dos muestras de empresas, en relación al valor del activo total, mediante un análisis cluster. El resultado obtenido señala una mejora sustancial en el  $R^2$  ajustado para las empresas grandes ( $R^2$  ajustado de 83,7% con los datos NIIF frente a 85,0% con los datos PGC), mientras que para las empresas pequeñas empeora.

En cuanto a las variables explicativas, resulta llamativo que sean idénticas tanto si se aplican las NIIF como el PGC. En ambos casos las variables explicativas son el activo total y la rentabilidad económica, para las empresas grandes, y el activo total y el ratio de endeudamiento para las empresas pequeñas.

Tras haber calculado las estimaciones de los modelos de regresión mencionados, y dados los resultados tan similares obtenidos con independencia del origen de los datos (presentados según las NIIF o según el PGC) se ha realizado un análisis ANOVA para determinar si existen diferencias significativas en la información financiera facilitada por las NIIF frente a la facilitada por el PGC o si, por el contrario, no existen tales diferencias. El resultado obtenido señala que no existen diferencias significativas entre la información obtenida siguiendo una u otra normativa.

Este resultado puede resultar sorprendente dados los profundos cambios que las NIIF plantean en el entorno contable de las empresas. No obstante, se debe interpretar con cautela. Así pues, debe tenerse en consideración que la aplicación de las NIIF en el año 2004 se encontraba en una fase preliminar. Incluso en el año 2005 no era obligatorio para las empresas cumplir con todas las NIIF y, en algunas de obligado cumplimiento, la interpretación de la norma no es unívoca y plantea dudas. Tampoco hay que olvidar que los usuarios de la información financiera, en 2004 sólo disponían de la información elaborada según el PGC. Por otro lado, el impacto de las NIIF se prevé muy diferente en función del sector productivo de que se trate, por lo que sería de gran interés poder realizar análisis como los realizados en este trabajo en distintos sectores. Dado que en este estudio se trabaja con una muestra trasversal, no es posible contar con muestras suficientemente amplias. En el futuro, tal vez se pueda realizar un análisis de estas características, aunque se perderá una de las principales virtudes del presente trabajo, que es el de comparar dos modelos contables en el mismo momento del tiempo, lo que permite eliminar completamente del modelo de valoración variables explicativas relacionadas con el entorno macroeconómico o las expectativas, que no resultan necesarias a efectos de realizar una comparación de modelos contables.

Finalmente debe recordarse que el principal fin perseguido por el IASC, que es el Comité que emite las NIIF, es el de homogeneizar los sistemas contables internacionales, con las indudables ventajas que este proceso conlleva, y no competir con los sistemas contables nacionales vigentes en los diferentes países por ver cual permite explicar mejor el valor de las empresas.

## NOTAS

<sup>1</sup> En el análisis factorial se ha utilizado el análisis de componentes principales y el método de rotación seleccionado ha sido la normalización Varimax con Kaiser. Para ambas muestras el índice de esfericidad de Bartlett ha sido significativo al 99% y la medida de adecuación muestral KMO ha tenido un valor de 0,8 tal y como se muestra en el anexo 1. Ambas pruebas indican la bondad de las agrupaciones factoriales obtenidas.

## BIBLIOGRAFÍA

- AMAT, O. (Coordinador) (2003) *Comprender las Normas Internacionales de Contabilidad*. Ediciones Gestión 2000. Barcelona.
- CABALLER, V. Y MOYA, I. (1997) *Valoración de empresas españolas*. Pirámide. Madrid.
- CABALLER, V. Y MOYA, I. (1997) "Companies Valuation: An Analogical Stock-Market Empirical Approach" en *Contemporary Developments in Finance*, ESKA Editions. Paris.
- EPSTEIN, B.J. Y MIRZA, A.A. (2002) *IAS 2002 Interpretation and Application of International Accounting Standards*. Wiley. New Cork.
- CONDOR, V. (2003) *Marco General de la Nueva Contabilidad. Los estados financieros de los grupos de sociedades y las nuevas normas contables*. Revista del Instituto de Estudios Económicos, nº4, pp. 55-78.
- CORONA, E.; GARCÍA MARTÍNEZ, F. (2004) *Reforma contable y las normas del IASB*. Partida Doble, nº 160, pp. 60-72.
- FERNÁNDEZ, P. (1999) *Valoración de empresas*. Gestión 2000. Barcelona.
- GARCÍA DÍEZ, LORCA, P. (2002) *Un reto inminente para el director financiero: la implantación de las normas del IASB*. Estrategia Financiera, nº 187, pp. 31-36.
- GONZALO ANGULO, J.A. (2003) *Principales cambios que suponen las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) respecto al Plan General de Contabilidad (PGC)* en línea 5campus.org Contabilidad Internacional <http://5campus.org/leccion/niif> fecha consulta: 20 de marzo de 2007.
- INTERNACIONAL ACCOUNTING STANDARDS BORRAD (IASB) (2007) *International Financial Reporting Standards 2007*. IASB. London.
- IRIMIA, A.I.; JIMÉNEZ, J.L. Y RUIZ, R.J.. (2003) *La creación de valor para el accionista*. Cie Inversiones Editoriales Dossat 2000. Madrid.
- MALLO, C.; PULIDO, A. (2006) *La adaptación de la normativa contable a las NIIF. Al encuentro del usuario de la información financiera*. Partida Doble, nº 177, pp. 10-21.
- MIRALLES MARCELO, J.L.; MIRALLES QUIRÓ, J.L. (2002) *Factores determinantes del valor bursátil de las empresas portuguesas (1991-1999). Nuevas propuestas metodológicas*. Revista Española de Financiación y Contabilidad. Vol. XXXI, nº 112, pp. 495-528.
- MOYA, I. (1996) "Valoración analógico bursátil de empresas. Aplicación a la Cajas de Ahorro". Revista Española de Financiación y Contabilidad, 25, (86), 199-234.
- ORTEGA, E. (2002) *La estrategia contable en la Unión Europea*. Partda Doble, nº 136, pp. 28-37.
- Ramos, A.; Rivero D. (2004) *La implantación de las normas IAS: Una consulta a las empresas*. Partida Doble, nº 155, pp. 18-33.
- TUA, J. (Coordinador)(2002) *Marco conceptual para la información financiera. Análisis y comentarios*. AECA. Madrid.

## ANEXOS

### Anexo 1. Análisis Factorial

#### Anexo 1.1. Análisis factorial obtenido a partir de los datos NIIF

	Componente			
	1	2	3	4
AT	,914	,288	,140	,203
ET	,899	,247	,134	,308
ANC	,887	,282	,151	,228
GF	,887	,118	,101	,311
AC	,881	,258	,209	,109
ECP	,873	,268	,178	,278
ELP	,871	,188	,151	,322
AMO	,794	,265	,402	,150
OG	,780	,237	,376	,152
IF	,759	,158	,316	,208
PN	,738	,291	-,051	-,416
F	,734	,313	,569	,109
PE	,687	,229	,578	,146
EMPL	,630	,237	,589	,148
BN	,240	,934	,108	-,025
BDI	,207	,929	,140	,000
MEX	,301	,868	,110	-,058
CF	,267	,832	,257	,180
MO	,010	,231	,806	-,009
APV	,430	,016	,636	-,041
S	-,353	,121	-,071	-,804
L	-,319	-,138	,032	-,779

Índice de esfericidad de Bartlett significativo al 99%

Medida de adecuación muestral KMO: 0,859

**Anexo 1.1. Análisis factorial obtenido a partir de los datos PGC**

	Componente			
	1	2	3	4
AT	,960	,171	,122	,064
ET	,958	,118	,112	,160
ANC	,953	,169	,145	,025
GF	,947	,085	,115	,101
ELP	,944	,008	,182	,138
ECP	,914	,203	-,038	,217
AC	,899	,214	-,094	,068
AMO	,880	,295	,000	,156
OG	,856	,291	-,189	,244
F	,841	,366	-,184	,178
IF	,815	,153	,004	,114
PE	,772	,317	-,314	,349
EMPL	,714	,327	-,382	,370
APV	,592	,054	-,491	-,190
BN	,286	,841	,051	,002
RE	-,020	,792	,269	,087
BDI	,363	,780	,055	-,132
MEX	,403	,779	,082	-,055
CF	,588	,649	,042	-6,77E-005
RL	-,066	,635	,221	,351
MO	,126	,433	,809	-,221
RAL	,132	,451	,738	,029
L	-,231	-,150	,054	-,732
S	-,377	,233	,026	-,577

Índice de esfericidad de Bartlett significativo al 99%  
 Medida de adecuación muestral KMO: 0,842

**Anexo 1.1. Análisis factorial obtenido a partir de los datos NIIF. Cluster 1: Empresas Grandes.**

	Componente		
	1	2	3
ELP	,959	,163	-,016
ANC	,939	,252	,106
ET	,904	,363	,052
AT	,903	,382	,149
GF	,892	,250	-,034
AMO	,725	,520	,078
PN	,723	,323	,355
CF	,694	,415	,508
ECP	,644	,604	,080
IF	,609	,520	,240
EMPL	,204	,930	,075
PE	,242	,929	,085
OG	,325	,858	,148
F	,479	,811	,197
AC	,503	,671	,136
BN	,173	,106	,922
BDI	,177	,110	,919
RE	-,100	,086	,799

Índice de esfericidad de Bartlett significativo al 99%  
Medida de adecuación muestral KMO: 0,827

**Anexo 1.2. Análisis factorial obtenido a partir de los datos PGC. Cluster 1: Empresas Grandes.**

	Componente		
	1	2	3
ELP	,958	,136	-,006
ANC	,932	,236	,095
GF	,899	,273	-,009
AT	,888	,387	,189
ET	,875	,399	,108
CF	,704	,444	,472
AMO	,685	,556	,056
PE	,207	,935	,078
EMPL	,162	,931	,072
OG	,281	,906	,104
F	,459	,807	,232
AC	,450	,682	,229

ECP	,609	,649	,173
IF	,524	,647	,158
BN	,157	,078	,893
BDI	,163	,098	,886
RE	-,084	,155	,767

Índice de esfericidad de Bartlett significativo al 99%  
 Medida de adecuación muestral KMO: 0,757

**Anexo 1.3. Análisis factorial obtenido a partir de los datos NIIF. Cluster 1: Empresas Pequeñas.**

	Componente		
	1	2	3
ET	,916	,347	,120
ECP	,883	,328	,133
GF	,858	,223	,058
AT	,834	,440	,235
ELP	,802	,394	,051
ANC	,770	,506	,116
AC	,745	,354	,354
L	-,642	,000	,370
F	,396	,901	,106
MO	-,062	,896	-,015
APV	,351	,868	,100
PE	,468	,811	,080
AMO	,483	,794	,089
EMPL	,457	,775	,057
OG	,559	,598	,101
IF	,446	,503	-,083
PN	,114	,132	,955
RATEND	,089	-,025	,927

Índice de esfericidad de Bartlett significativo al 99%  
 Medida de adecuación muestral KMO: 0,821

**Anexo 1.4. Análisis factorial obtenido a partir de los datos PGC. Cluster 1:  
Empresas Pequeñas.**

	Componente		
	1	2	3
OG	,907	,232	,124
ANC	,905	,192	-,058
GF	,889	,004	,035
ET	,886	,004	,333
AT	,882	,125	,301
PE	,872	,222	,085
F	,871	,310	-,051
AMO	,871	,374	-,025
EMPL	,838	,223	,079
ELP	,828	-,146	,157
ECP	,826	,116	,393
AC	,763	,083	,485
IF	,589	,091	,033
RE	,033	,910	,209
RAL	-,014	,887	,088
BDI	,230	,742	-,148
CF	,444	,705	-,094
RATEND	,164	-,026	,827
RL	,136	,627	,629

Índice de esfericidad de Bartlett significativo al 99%

Medida de adecuación muestral KMO: 0,795

